

**T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİNANSAL YAKINSAMA: YÜKSELEN PİYASA
EKONOMİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ANALİZ**

BENGÜ AÇDOYURAN

DOKTORA TEZİ

**DANIŞMAN:
DOÇ. DR. AHMET ŞAHBAZ**

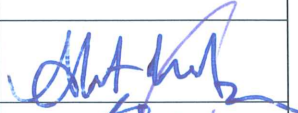
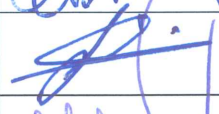
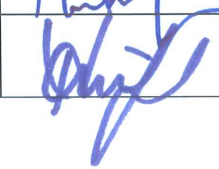
KONYA-2020

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	BENGÜ AÇDOYURAN
	Numarası	148109013006
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İKTİSAT/İKTİSAT
	Programı	Doktora
	Tez Danışmanı	DOÇ.DR. AHMET ŞAHBAZ
	Tezin Adı	FİNANSAL YAKINSAMA: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ANALİZ

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan “Finansal Yakınsama: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Ampirik Bir Analiz” başlıklı bu çalışma 27/12/2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Sıra No	Danışman ve Üyeler		
	Unvanı	Adı ve Soyadı	İmza
1	Doç.Dr.	Ahmet ŞAHBAZ	
2	Prof.Dr.	Selim KAYHAN	
3	Prof.Dr.	Mehmet MUCUK	
4	Doç.Dr.	Rüstem YANAR	
5	Dr.Ögr.Üyesi	M.Nuri SALUR	

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	--

BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	BENGÜ AÇDOYURAN		
	Numarası	148109013006		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İKTİSAT/İKTİSAT		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
	Tezin Adı	FİNANSAL YAKINSAMA: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ANALİZ		

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Öğrencinin Adı Soyadı
İmzası

Bengü Açıdoğru
Ötün

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

ÖZET

Öğrencinin	Adı Soyadı	BENGÜ AÇDOYURAN		
	Numarası	148109013006		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
Tezin Adı	FİNANSAL YAKINSAMA: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ANALİZ			

Yükselen piyasa ekonomileri son yirmi yılda büyük çapta finansal serbestleşmeye tanık olmuştur. Bu ülkelerin finansal piyasaları için temel amaç, uluslararası bilgi akışını sağlayarak finansal gelişmeyi teşvik etmektir. Finansal gelişme ile ülkeler sermaye yatırımları için gerekli olan finansmana daha kolay ulaşabilmekte ve finansal çeşitliliğe erişebilme imkanı elde etmektedirler. Bu durum gelişmekte olan piyasaların gelişmiş ekonomilerde ulaşılan yaşam standartlarına ulaşmasına büyük katkı sağlamaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinin finansal gelişmelerini sağlamaları ülkeler arasındaki finansmanda bilgi açığının kapatılmasına da olanak sağlamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, finansal serbestleşme süreci sonrasında yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal gelişmelerin gelişmiş ülke ekonomilerini yakınsayıp yakınsamadığını araştırmaktır. Çalışmada 22 yükselen piyasa ekonomisinde finansal gelişmenin referans alınan 5 gelişmiş ülkeyi yakınsaması ekonometrik yöntemle analiz edilmiştir. 1996-2016 dönemini kapsayan analizde 22 yükselen piyasa ekonomisi gelir yapısına göre gruplara ayrılmış ve finansal gelişme göstergeleri kullanılarak hesaplanan finansal gelişme endeksi elde edilmiştir. Daha sonra ülke gruplarından elde edilen serilere birinci ve ikinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır. Analizden elde edilen bulgularda ilk olarak birinci nesil birim kök testi uygulanan üst orta gelir grubuna ait yedi ülkeden Güney Afrika, Çin, Malezya ve Türkiye'nin, petrol ihraç eden ülkeler grubunda ise tüm ülkelerin yakınsadığı sonucuna ulaşılmıştır. İkinci olarak ikinci nesil birim kök testi uygulanan yüksek gelir grubu ve düşük orta gelir grubu ülkelerinin hepsinin referans alınan gelişmiş ülkeleri yakınsadığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Finansal Gelişme, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Finansal Yakınsama, Panel Veri Analizleri

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

ABSTRACT

Author's	Name and Surname	BENGÜ AÇDOYURAN		
	Student Number	148109013006		
	Department	ECONOMICS		
	Study Programme	Master's Degree (M.A.)		
		Doctoral Degree (Ph.D.)	X	
	Supervisor	ASSOC. PROF. DR. AHMET ŞAHBAZ		
	Title of the Thesis/Dissertation	FINANCIAL CONVERGENCE: AN EMPIRICAL ANALYSIS ON EMERGING MARKET ECONOMIES		

Emerging market economies have witnessed a massive financial liberalization in the last two decades. The main objective for the financial markets of these economies is to promote financial development by providing international flow of information. Thanks to financial development, countries have access to the financing required for capital investments more easily and have access to financial diversity. These advances contribute greatly to developing economies to achieve high living standards of developed economies. The financial developments in emerging market economies also enable the closure of information gap in financing between countries.

The purpose of this study is to investigate whether the financial developments experienced in emerging market economies after the financial liberalization converge the economies of developed countries. In this regard, financial convergence of 22 emerging market economies to 5 reference developed countries are analyzed by econometric methods. In the analysis covering the period 1996-2016, 22 emerging market economies are divided into groups according to income structure and a financial development index is calculated using financial development indicators. Then, first- and second-generation panel unit root tests are applied to the country group series. Firstly, the results obtained from first-generation unit root tests show that four of seven upper middle-income group countries which are Africa, China, Malaysia and Turkey, and all of the oil exporting countries financially converge to reference countries. Secondly, the second-generation unit root tests point to a financial convergence of all high-income and lower middle-income countries to the developed countries.

Keywords: Financial Liberalization, Financial Development, Emerging Market Economies, Financial Convergence, Panel Data Analysis.



İÇİNDEKİLER

DOKTORA TEZİ KABUL FORMU	i
BİLİMSEL ETİK SAYFASI	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	vi
ÇİZELGELER LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
ÖNSÖZ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SİSTEM KAVRAMININ TANIMI VE GELİŞİMİNE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

1.1. Finansal Sistemin Tanımı	5
1.2. Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi	7
1.3. Finansal Kurumların Finansal Sistemdeki Rolü	9
1.3.1. Uluslararası Para Fonu (IMF)	11
1.3.2. Dünya Bankası	12
1.3.3. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)	14
1.4. Finansal Piyasaların Finansal Sistemdeki Rolü ve Türleri	15
1.4.1. Para ve Sermaye Piyasaları	16
1.4.2. Birincil ve İkincil Piyasalar	17
1.4.3. Uluslararası Piyasalar	18
1.4.4. Hisse Senetleri ve Tahvil- Bono Piyasaları	18
1.4.5. Spot ve Türev Piyasalar	19
1.5. Finansal Araçların Finansal Sistemdeki Rolü ve Türleri	21
1.5.1. Para Piyasası Araçları	22
1.5.2. Sermaye Piyasası Araçları	24
1.6. Finansal Sistemin Fonksiyonları	25
1.7. Finansal Liberalizasyon ve Gelişimi	28
1.8. Finansal Gelişme	34

1.9. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi	37
1.9.1. Miktar Açısından Finansal Gelişimin Ölçülmesi	37
1.9.1.1. Parasal Büyüklükler	38
1.9.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler	39
1.9.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri	39
1.9.1. 4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Göstergeler	41
1.9.2. Yapısal Ölçümler	41
1.9.3. Finansal Fiyatlar.....	41
1.9.4. Ürün Çeşitliliği	42
1.9.5. Değişim Maliyeti	42

İKİNCİ BÖLÜM

YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

2.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Tanımı	43
2.2. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Tarihsel Gelişimi	45
2.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Sınıflandırılması.....	48
2.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Özellikleri	51
2.4.1. Sosyal ve Ekonomik Yapı	52
2.4.2. Politik Yapının Etkinliği	58
2.4.3. Yüksek Risk	61
2.4.4. Yüksek Enflasyon	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

3.1. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme ..	69
3.1.1. Arjantin	70
3.1.2. Şili	75
3.1.3. Suudi Arabistan	79
3.1.4. Macaristan	84
3.1.5. Polonya	87
3.2. Yüksek Gelir Grubunda Yer alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeleri	90
3.3. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme	96

3.3.1. Brezilya	97
3.3.2. Çin	101
3.3.3. Güney Afrika	103
3.3.4. Kolombiya	106
3.3.5. Ürdün	108
3.3.6. Malezya	110
3.3.7. Meksika	113
3.3.8. Peru	115
3.3.9. Tayland	116
3.3.10. Türkiye	118
3.4. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeleri	120
3.5. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme	129
3.5.1. Mısır	129
3.5.2. Hindistan	131
3.5.3. Endonezya	133
3.5.4. Fas	134
3.5.5. Nijerya	136
3.5.6. Pakistan	138
3.5.7. Filipinler	139
3.6. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeleri	141

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM 150

FİNANSAL YAKINSAMANIN TEST EDİLMESİ 150

4.1. Literatür	152
4.2. Örneklem Konusu Ülkeler ve Veri Seti.....	157
4.3. Metodoloji	163
4.3.1. Finansal Gelişme Endeksinin Oluşturulması	164
4.4. Ekonometrik Yöntem	168
4.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler	169
4.4.2. Yatay kesit Bağımlılığı Testleri	170
4.4.3. Homojenlik Testi	174

4.4.4. Birim Kök Testleri	176
4.5. Bulgular ve Değerlendirmeler	196
SONUÇ	208
KAYNAKÇA	216
ÖZGEÇMİŞ	249



ÇİZELGELER LİSTESİ

Çizelge 1.1. Finansal Liberalleşmeye Bağlı Olarak Yaşanan Krizler	32
Çizelge 2.1. Gelişmiş, Gelişmekte Olan ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Ticaret Koşullarının Karşılaştırılması	48
Çizelge 2.2. Seçilmiş Yükselen Piyasa Ülkelerindeki Farklılıklar ve Yaşanılan Zorluklar....	60
Çizelge 4.1. Ülkeler Arasındaki Yakınsama Analizleri	153
Çizelge 4.2. Örneklem Grubunu Oluşturan Ülkeler	158
Çizelge 4.3. Referans Ülke Grubunu Oluşturan Gelişmiş Ülkeler	158
Çizelge 4.4. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımı	160
Çizelge 4.5. Finansal Gelişme Endeksine Ait Özvektör İstatistikleri (Yükselen Piyasa Ekonomileri)	167
Çizelge 4.6. Finansal Gelişme Endeksine Ait Özvektör İstatistikleri (Referans Ülke)	168
Çizelge 4.7. FGE Endeksine Ait Tanımlayıcı İstatistikler	170
Çizelge. 4.8. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu).	172
Çizelge. 4.9. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Üst Orta Gelir Grubu)	173
Çizelge. 4.10. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu)	173
Çizelge. 4.11. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)	174
Çizelge 4.12. Ülke Gruplarına İlişkin Homojenlik Testi sonuçları	176
Çizelge 4.13. IPS Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu)	180
Çizelge 4.14. Fisher ADF Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu).....	181
Çizelge 4.15. Fisher PP Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu)	182
Çizelge 4.16. LLC Birim Kök Test Sonuçları (Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)	183
Çizelge 4.17. Breitung Birim Kök Test Sonuçları (Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)	183
Çizelge 4.18. CADF Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri)	188
Çizelge 4.19. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli Model	189
Çizelge 4.20. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli ve Trendli Model	190
Çizelge 4.21. Fourier KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri)	191
Çizelge 4.22. CADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri)	192
Çizelge 4.23. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli Model	193
Çizelge 4.24. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli ve Trendli Model	194
Çizelge 4.25. Fourier KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri)	195

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Finansal Sistemin Yapısı	8
Şekil 2.1. Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Küresel Büyüme Katkıları (%)	54
Şekil 2.2. Yükselen Piyasa Ekonomileri Büyüme Oranı (%)	55
Şekil: 2.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin bireysel büyüme oranları % (20 yıllık ortalama 1995-2015)	56
Şekil 2.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon (%)	64
Şekil 2.5. Dünyada Kullanılan Rezerv Para Oranları 2017 (%)	66
Şekil 3.1. Suudi Arabistan Finansal Sistem Yapısı	83
Şekil 3.2.1. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı	92
Şekil 3.2.2. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı	93
Şekil 3.2.3. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı	94
Şekil 3.2.4. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı	96
Şekil 3.4.1. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı	121
Şekil 3.4.2. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı	123
Şekil 3.4.3. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı	125
Şekil 3.4.4. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı	128
Şekil 3.6.1. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı	142
Şekil 3.6.2. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı	143
Şekil 3.6.3. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı	146
Şekil 3.6.4. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı	148

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
CADF	: Yatay Kesitsel Genişletilmiş Dickey-Fuller
CBOT	: Chicago Ticaret Odası
CIPS	: Yatay Kesitsel Genişletilmiş IPS
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IBRD	: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NBFI	: Banka Dışı Finansal Kurumlar
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OPA	: Halka Açık Hisse Senedi
SAMA	: Suudi Arabistan Para Ajansı
FGS	: Bankalar ve Sürdürülebilirlik Güvencesi Fonu

ÖNSÖZ

Uzun süren araştırmaların sonucu ortaya çıkmış olan bu tezde konu seçimi başta olmak üzere tezin her sürecinde benden hiçbir zaman desteğini esirgemeyen danışmanım Doç. Dr. Ahmet ŞAHBAZ'a minnettarlığımı belirtmek isterim. Aynı zamanda tez izleme kurulunda bulunan ve her zaman gösterdikleri özen ve sabırdan dolayı Prof. Dr. Selim KAYHAN ve Dr.Öğr.Üyesi Mehmet Nuri SALUR'a sonsuz teşekkür ederim. Ayrıca analizlerimin yapılmasında her zaman yol gösterici olan sayın hocam Doç. Dr. Ömer YALÇINKAYA'ya sonsuz saygılarımı sunarım. Bu süreçte her zaman yanımda olan ve destek veren arkadaşım Dr.Öğr. Üyesi Mustafa GÖMLEKSİZ'e çok teşekkür ederim.

Bu süreçte benden hiç bir zaman desteğini esirgemeyen sevgili ailem ve eşim Furkan'a sonsuz teşekkürler.

Bengü AÇDOYURAN

KONYA, 2019

GİRİŞ

Modern piyasa ekonomilerinde finans sektörü, ekonominin nasıl işleyeceğinin belirlenmesinde ve kaynak tahsisinde önemli bir role sahiptir. Finans sisteminin iyi çalışması, yatırımlara sağlanan fonların artmasına olanak sağlayarak ekonomiyi daha verimli hale getirebilmektedir. Genel olarak ekonomilerde, piyasaların iyi işleyebilmesi için paraya ve parasal hesaplamalara ihtiyaç duyulmaktadır. Kapitalist dünyada girişimcilerin faaliyet alanı çoğunlukla finansal piyasalardan oluşmaktadır. Girişimcilerin ülke ekonomisi açısından önemi oldukça büyüktür. Çünkü ekonomik verimlilik girişimcilerin eylemleri ile yaratılmaktadır. Dolayısıyla ülke ekonomisi için büyük önem taşıyan girişimcilerin, gerekli yatırımları yapabilmesi için ihtiyacı olan fonları tasarruf sahiplerinden aktarmaya yarayan finansal sistemler gerekmektedir. Finansal sistem, finansal kararların alınması, uygulanması, uygulanacak işlemlerin tasarlanması ile uygulanma yollarının belirlenmesini kapsamaktadır. Finansal sistemin temel işlevi, hem mekansal olarak hem de zamanla belirsiz bir ortamda ekonomik kaynakların tahsis edilmesini ve kullanılmasını kolaylaştırmaktır. Pek çok ekonomide firma ve bireylerin tasarruf ve yatırım kararları finansal aracılık yoluyla gerçekleşmektedir. Böylece ülke ekonomilerinde reel piyasaların da sürdürülebilirliği finansal sektörler aracılığı ile sağlanabilmektedir.

Finansal piyasalar için amaç, uluslararası bilgi alışverişini sağlayarak finansal gelişmeyi teşvik etmektir. Aynı zamanda finansal sistemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki bilgi açığını azaltmaktır. Finansal hizmetler sektörünün kapsamına giren araç ve faaliyetlerin çeşitliliği göz önüne alındığında, özellikle gelişmekte olan ülkeler bu duruma çok fazla ihtiyaç duymaktadır. Bir ülkenin finansal sistemi en basit haliyle, reel ekonominin açık bir görüntüsünü oluşturmaktadır. Reel ekonomi açısından finansal serbestleşmenin amacı, sermaye yatırımı için finansman sağlamak ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektir. Böylece gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ekonomilerde ulaşılan yaşam standartlarına ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Genellikle ekonomide üretken sektörlerde meydana gelen gelişmeler beraberinde finansal gelişmeyi de getirmektedir. Dolayısıyla finansal sistem, üretken sektörler üzerinde doğrudan veya dolaylı bir

etkiye sahip olmaktadır. Bu nedenle tek başına finansal sistemin nasıl işlediği, ne kadar iyi çalıştığı ve finansal sistem içinde ne şekilde ortaya çıktığı, reel ekonomiyi, yani üretken sektörlerini anlamak için hayati öneme sahiptir. Dolayısıyla son yıllarda pek çok araştırmacı ülke finansal sistemlerini karşılaştırılmalı bir şekilde değerlendirmeye başlamıştır (Faruqi, 2011: 28).

Geniş bir mobilizasyon ve kaynak transferi mekanizması olarak görülen finansal sistemin ülkeler açısından nasıl geliştirildiği son yıllarda büyük önem taşımaya başlamıştır. Çünkü finansal sistemin geliştirilmesi ülke ekonomileri için bir başarı anahtarı olarak görülmekte ve bu ülkelerde verimliliği arttırdığı düşünülmektedir. Finansal gelişme, ülke içinde finansal risk ve borçlanma maliyetlerinde bir azalma, borç verenler ve borç alanlar arasında daha fazla şeffaflık, daha büyük finansal sermayeye erişim ve sınırlar arasındaki yatırım akışları ve en son teknolojiye erişim gibi çeşitli değişiklikleri teşvik etmektedir. Ekonomi literatüründe etkin ve gelişmiş finansal piyasaların, ekonomideki tahsisat ve tasarruf kullanımında verimliliği artırarak ekonomik büyümeye yol açabileceği kabul edilmektedir. Daha iyi işleyen finansal sistemler dış finansmanın kolay bir şekilde sağlanmasına etki etmekle birlikte, ülkeler arasındaki kısıtlamaların kaldırılmasına da katkı sağlamaktadır. Bu nedenle özellikle yükselen piyasa ekonomileri için iyi işleyen finansal sistemler kritik bir öneme sahip olmaktadır.

1980'lerin başından bu yana, dünya çapında finansal liberalleşme dalgası, hızlı teknolojik gelişmeler, geniş kapsamlı küreselleşme ve bunun sonucunda ortaya çıkan şiddetli rekabet, tüm dünyadaki finansal sistemleri büyük ölçüde etkilemiş ve değiştirmiştir. Dahası, 1980 ve 2005 arasında, dünya ülkelerinin çoğu, ekonomik büyümeyi ve gerçek yakınsamayı sağlamada finansal gelişmenin önemli olduğunu gösteren serbest piyasa politikalarını benimsemiştir. Finansal yaklaşmanın gerçekleşmesinin bir yolunun, finansal entegrasyon ile olan bağlantıdan geçmekte olduğu düşünceleri geliştirmekte olan ülkelerin bu alandaki reform çalışmalarını hızlandırmaların yardımcı olmuş ve dünya ülkeleri ile finansal ilişkilerin artmasına olanak sağlamıştır. Bu süreç daha az gelişmiş finansal piyasalarla başlayan ülkelerde, ulusal finansal sistemlerinin büyüklüğündeki bir genişlemeye yardımcı olmuştur. Geçtiğimiz yirmi yıllık süreçte özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde modern

ekonomilerin ve finansal sistemin temellerini atmada önemli ilerleme kaydedilmiştir. Bu ortak gelişmelerin ülkelerin finansal sistemleri arasında ortak bir varsayım olduğu gibi yakınlaşmasını sağlayıp sağlamadığı da tartışılmaya başlamıştır (Antzoulatos, 2011: 2). Dolayısıyla bu durum yükselen piyasa ekonomilerinin ulusal finansal sistemlerinin gelişmiş ülkelere göre hangi konumda olduğuna dair soruları da beraberinde getirmiştir. Bu olaylar, ulusal finansal sistemler arasındaki farklılıkların ve benzerliklerin incelenmesini geçmiştekenden daha önemli hale getirmiş ve finansal sistemleri karşılaştıran geniş bir literatür topluluğunu üretmiştir. Finansal gelişmenin etkileri iyi belirlenmiş olsa da, bugüne kadar, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmenin, gelişmiş ülkeler tarafından elde edilen seviyelere erişip erişmediğini gösteren çok az sistematik kanıt bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı yukarıda da belirtildiği gibi finansal serbestleşme sürecinden sonra gelişmekte olan yükselen piyasa ekonomilerinin finansal sistemlerinde meydana gelen gelişmelerin gelişmiş ülkeleri yakınsayıp yakınsamadığının incelenmesidir. Bu bağlamda ise çalışmada, yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal gelişmenin boyutu hem gelişmiş ekonomiler açısından hem de zaman içinde yaşanan gelişmelerin değerlendirilmesiyle ele alınmıştır. Sonuç olarak, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal piyasalarının gelişmiş ülke ekonomilerine kıyasla nasıl bir konumda olduğu ve gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına bir yakınlaşmanın olup olmadığı sorularının cevabı aranmaktadır. Araştırmanın temelini oluşturan bu sorular orjinal bir metodoloji ve geniş bir veri tabanı ile yanıtlanmaktadır. Bu kapsamda 22 yükselen piyasa ekonomisi ve 1996-2016 dönemini ele alan panel veri seti üzerinde yakınsama ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Tezin çalışılmaya başlandığı dönemde bu konuda oldukça sınırlı çalışmalar bulunmaktadır. Bununla birlikte son dönemlerde bazı çalışmaların ortaya çıktığı görülmektedir. Tezin gerek ekonometrik gerekse teorik olarak özgün değeri bulunmaktadır. Finansal yakınsamayı inceleyen ilk çalışmalardandır. Bu doğrultuda çalışmanın literatüre katkısı, literatürde yaygın olarak kullanılan finansal gelişme ölçütlerinin zaman içinde ülkeler arasında yakınsama veya uzaklaşma gösterip göstermediğini belirlemektir. Başka bir deyişle, ülkeler arasındaki finansal gelişme

farklılıklarının büyüklüğü değil, zaman içindeki bu farklılıklarda meydana gelen değişikliklerin belirlenmesidir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal sistemin tanımı yapısı ve işleyişi hakkında genel bilgiler verilerek finansal piyasalar ve finansal araçların finansal sistemdeki rolü belirtilmektedir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde meydana gelen gelişmelerin temelini oluşturan finansal liberalizasyon süreci de ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır. Finansal liberalizasyon sürecinde yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen finansal krizler ve sonuçları da ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır. Bu bilgilere ek olarak finansal gelişmenin tanımı, ekonomik büyüme ile ilişkisi geniş bir literatür taramasıyla anlatılmaktadır. Son olarak tezin ana konusunu oluşturan finansal gelişme ölçütlerinden ayrıntılı bir şekilde bahsedilmektedir.

İkinci bölümde, yükselen piyasa ekonomilerinin tanımı, tarihsel gelişimi, sınıflandırılması ele alınarak yükselen piyasa ekonomilerinin temel özelliklerinden bahsedilmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinin temel ekonomik, sosyal ve politik özelliklerine ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal gelişme süreçleri ve finansal yapıları hakkında verilen bilgiler yer almaktadır. Bu ülkelerde finansal liberalizasyon süreci ile birlikte gerçekleşen gelişmeler, krizler, krizlerin etkileri ve uygulanan reformlar ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır. Daha anlaşılır olması için de ülkeler ile ilgili bazı finansal gelişme göstergeleri değerlendirilmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise, Öncelikle kullanılan ekonometrik yöntemin belirlenmesi, kullanılan değişkenlerin açıklanması, ilgili ayrıntılı bilgiler verilmiştir. Ayrıca bu bölümde çalışmayla ilgili literatür taraması ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Son olarak, finansal gelişmenin yakınsamasının ekonometrik yöntemlerle test edilmesi sonucu ortaya çıkan istatistikî sonuçlar yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SİSTEM KAVRAMININ TANIMI VE GELİŞİMİNE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

Ekonomi bilimi, dünyada var olan kıt kaynakların nasıl tahsis edildiği, gelirin toplum üyeleri arasında nasıl dağıtıldığı ve bireylerin bu geliri nasıl (tasarruf, borçlanma, borç verme) kullandığı konularıyla yakından ilgilenmektedir. Bu durumda ekonomik faaliyetler, bir toplumun sosyal ve maddi hedeflere ulaşmada kullanabileceği zenginliğin yaratılmasını ve dağıtılmasını sağlamaktadır (Duhaime, 2002: 69).

Finans ise, ekonomik faaliyetin ilgi alanı olan üretim, harcama, borçlanma ve borç verme kararlarının finansal ve parasal boyutlarının incelenmesidir. Bireylerin, firmaların, hükümetlerin ve yatırımcıların parayı nasıl yönettiklerini ele alan finans kavramı, finansal sistemin nasıl koordine edildiği ve borç verenlerden borç alanlara para akışının nasıl kanalize edildiği ile ilgilenmektedir (Burton ve Brown, 2009: 4). Finansal sistem, ekonomik faaliyetlerin kritik bir bileşeni olup, bu faaliyetlerin işleyişinde önemli bir role sahiptir (Baily ve Elliott, 2013: 5).

1.1. Finansal Sistemin Tanımı

Finansal sistem, fonların mali kaynaklara sahip birey veya birimlerden, bu kaynaklara ihtiyaç duyan birimlere aktarılmasını sağlayan resmi ve organize bir pazar olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasa aracılığıyla gerçekleşen işlemler, bireylerin yaratıcı yatırım fırsatlarını elde etmesine olanak sağlarken, mali kaynaklara ihtiyaç duyan diğer kişilere de tasarruf aktarımını kolaylaştırmaktadır. Bu sistem içerisinde gerçekleştirilen fon transferi finansal varlıkların yaratılmasına yol açmaktadır (Moradi, vd., 2015: 1-2).

Bankalar, diğer finansal araçlar, hisse senedi piyasaları ve borç piyasaları da dahil olmak üzere finansal sistem; sermayenin daha küçük tasarruf sahiplerinden toplanarak daha önemli kullanım alanlarına tahsis edilmesini sağlayan ve bu kaynakların daha verimli kullanılması sorununa çözüm getiren bir mali sistem olarak görülmektedir (Stiglitz, 1998: 1). Aslında finansal sistemin temelinde, mekânsal ve zamansal olarak ekonomik kaynakların dağıtımını kolaylaştırmak yer almaktadır.

Finansal piyasalar aracılığıyla işleyen bu sistem ekonomik birimler için riskin toplanması ve dağıtılması fırsatlarını sunmaktadır. Hem ulusal hem de uluslararası bağlamda faaliyet gösteren finansal sistem karşılaştırılmalı üstünlük ilkesine göre üretim faaliyetlerinde etkili uzmanlaşmaya olanak sağlamaktadır. Finansal hizmetlerde borçlanma maliyetinin düşürülmesi, yenilik yoluyla finansal hizmetlerin ve ürünlerin kullanılabilirliğinin ve kalitesinin artırılması ülke ekonomilerinin rekabet edebilirliğini arttırarak verimlilik ve üretkenliğe katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda sermaye akımları ve büyümeyi birbirine bağlayan süreçte finansal sistemin önemli rolü bulunmaktadır. (Brek, vd., 2015: 9; Bailliu, 2000: 3).

Finansal sistem, ya tasarruf oranını değiştirerek ya da tasarrufları farklı sermaye üreten teknolojiler arasında yeniden tahsis ederek sermaye birikimine etki etmektedir (Levine, 1997: 690). Bir finansal sistemin temel görevi, yatırım için gerekli olan kaynakların harekete geçirilmesi, finanse edilecek yatırım projelerinin seçilmesi ve fon sağlanan yatırımların performansını izlemek için gerekli teşviklerin sağlanmasıdır. Bu belirgin fonksiyonlara ek olarak finansal sistem, uluslararası ekonominin çeşitli sektörlerinde merkezi olmayan karar alma süreçlerini koordine etmeye yardımcı olan bir bilgi kaynağı olarak işlev görmektedir (Merton, 1990: 263; Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 2000: 5).

Ülke ekonomilerinin faaliyetleri ve teknolojik yenilikler de finansal sistemlerin kalitesine yön veren unsurların başında gelmektedir. Dahası ülkelerin yasal sistemler ve siyasi kurumları gibi üçüncü unsurlar da finansal sistemin kaliteli bir şekilde yürütülmesine ve gelişmesine etki etmektedir. Bunlara ek olarak bir ekonomide finans dışı sektörün büyümesi yeni finansal hizmetler için ekonominin ortaya çıkmakta olan taleplerini karşılamak üzere gelişmesine katkı sağlamaktadır (Levine, 1997: 690; Neave, 2009: 9). Aynı zamanda finansal sistem piyasa ve banka temelli olarak değişebilmektedir. Aracılık payının sermaye piyasasından büyük olduğu bir finansal yapı banka temelli, sermaye piyasasının payının daha büyük olduğu finansal yapı ise piyasa temelli finansal sistem olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda finansal sistemde aracılardan ve sermaye piyasalarının yapısı ülkeler arasında farklılık göstermektedir (Luintel, vd., 2016: 96).

Finansal sistemin ekonomik açıdan önemi, günlük fonksiyonları yerine getirmenin ötesine uzanmaktadır. Makroekonomik teori açısından tüketim, yatırım ve kamu harcamaları yakın gelecekte ekonomik faaliyetin ana belirleyicileri iken sermaye oluşumu da ekonomik gelişmeyi önemli ölçüde etkilemektedir. Üstelik farklı miktar ve türdeki sermaye oluşumu, bir ekonominin verimlilik artışını ve uluslararası rekabet gücünü etkileyebilmektedir. Bu etkilerin belirlenmesinde finansal sistem önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü sermaye oluşumu finansman sağlama koşullarından etkilenmektedir. Özellikle azgelişmiş finansal yapıya sahip olan ekonomilerde finansal araçlar kalkınmayı aksatacak finansman kısıtlamalarını aşmaya yardımcı olabilmektedir (Neave, 2009; 6).

Finansal sistemin bileşenlerinin (aracılar, düzenleyiciler ve piyasalar) her birinin gerekli fonksiyonları yerine getirmesi sistemin işleyişi ve ilerlemesi açısından büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla bir ekonomideki finansal sistemin iyi işlemesi sistemin amacına ulaşmasına katkı sağlamakta ve ülkelerin refah seviyesini pozitif yönde etkilemektedir (Şıklar, 2004: 3).

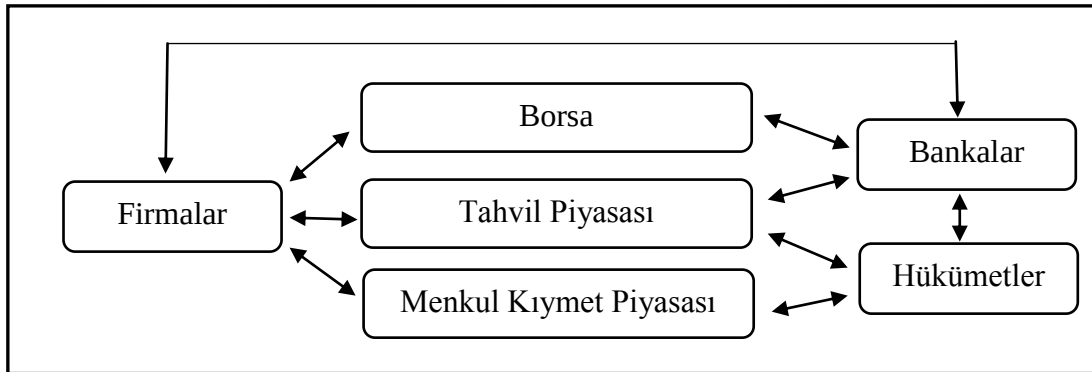
1.2. Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi

Fonların verimli yatırım fırsatları bulamayan ekonomik aktörlerden bu tür fırsatlara sahip olanlara geçmesini sağlayarak üretken alanların oluşturulması finansal alt yapı ile sağlanmaktadır. Bir ekonomide var olan finansal yapının fon alışverişini etkili bir şekilde gerçekleştirmesi ekonominin etkin bir şekilde çalışmasına ve ekonomik büyümenin sağlanmasına olanak sağlamaktadır. Derin ve kapsayıcı bir finansal sistem ekonomik büyüme ve hizmetlere olan erişimin sağlanması sayesinde ülkedeki düşük gelirli bireylere de dolaylı olarak fayda sağlamaktadır. Şu ana kadar yapılan araştırmalar daha derin finansal sektörlerin yoksulluğun azaltmasına katkıda bulunduğunu göstermektedir. Aynı zamanda finansal sistem riskin transferine, likitidenin artmasına ve bilgi aktarımına olanak sağlamaktadır. İyi işleyen finansal sistemler, yüksek verimli yatırımlara sermaye tahsis ederken, zayıf finansal sistemler düşük verimli yatırımlara sermaye tahsis etmektedir (Stiglitz, 1998:1; Mishkin, 1996: 1-2; Helms, 2006: 29).

Bir ülkenin finansal yapısı finansal kurumların, araçların, piyasaların ve finansal sistemi düzenleyen kuralların karışımından oluşmaktadır. Bu nedenle finansal sistemlerin kurumsal yapısının önemli olduğu genel olarak kabul görmüştür. Finansal sistemin birincil işlevi tasarruf sahiplerinden verimli yatırım alanlarına kaynak aktarımını sağlamaktır. Temel işlevini yerine getiren bir finansal sistem, hem yatırımların kalitesinin hem de sermayenin üretkenliği ve verimliliğinin artmasına neden olmaktadır. Bu durum gelir artışına katkı sağlayarak ülkede yaşayan bireylerin yaşam standartlarını yükseltebilmektedir (Luintel, vd, 2016: 95; Dolar ve Meh, 2002: 5)

Finansal sistem ekonominin etrafında likitidenin akmasına izin veren pek çok yöne sahiptir. Sağlam ve istikrarlı çalışan bir finansal sistem ödemelerin gerçekleştirilmesi, finansman kaynağının sağlanması, atıl duran tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi ve risklere karşı korumak gibi ekonomiye pek çok hizmet sunmaktadır. Ayrıca iyi işleyen bir finansal sistem yüksek verimlilik sağlayan yatırımlara sermaye tahsis etmektedir (Stiglitz, 1998: 2).

Şekil 1.1. Finansal Sistemin Yapısı



Kaynak: Darskuviene, 2010

Şekil 1.1'de finansal sistemin yapısı gösterilmektedir. Finansal sistem; finansal piyasalar, finansal araçlar ve finansal düzenleyiciler olmak üzere üç ana bileşenden oluşmaktadır. Bu bileşenlerin her biri ekonomide önemli bir rol oynamaktadır. Finansal düzenleyiciler izleme ve denetleme görevini yerine getirmektedir. Piyasa sürüşmelerini iyileştirmek için ortaya çıkan finansal düzenleyiciler ekonomik araçların karşı karşıya kaldıkları sorunları çözmek ve gerekli teşvikleri sağlamak için finansal yapıya dahil edilmektedir. Böylece finansal

sistemler tasarruf oranlarını, yatırım kararlarını, teknolojik yeniliği ve dolayısıyla uzun vadeli büyüme oranlarını etkileyebilmektedir. Ayrıca ülkelerin sahip olduğu yasal düzenlemelerde finansal sistemin işleyişini etkilemektedir. Yapılan pek çok araştırma yasal esnekliğe imkân vermeyen ülkelerin finansal gelişme ve büyüme açısından daha avantajlı olduklarını ortaya koymuştur. Bu bağlamda yasal düzenlemelere önem veren ülkelerin finansal kurumlarının daha güvenilir olduğu ve daha çok tercih edildiği sonucuna varılmaktadır (Darskuvine, 2010: 6; Levine, 2004: 2; Ergünger, 2008: 293).

1.3. Finansal Kurumların Finansal Sistemdeki Rolü

Kapsamlı bir finansal sistemde fon ihtiyacı olan bireyler ihtiyaçlarını karşılamak için çeşitli finansal hizmetlere ihtiyaç duymaktadır. Sistem içerisinde bu hizmetlerin yerine getirilmesini sağlayan finansal kurumlar bulunmaktadır. Para otoriteleri, tasarrufların yatırımcılara rekabetçi bir şekilde tahsis edilmesini sağlayan çeşitli finansal piyasalar kurulmasını teşvik etme konusunda önemli bir rol üstlenmektedir. Bu bağlamda, bir ekonomide finansal kurumların etkisinin yüksek olması, daha çok tasarrufun yatırıma dönüşmesi, yabancı sermaye girişinin kolaylaşması ve sermayenin üretkenliğinin artmasına katkı sağlamaktadır (Helms, 2006: 30; Patrick, 1966: 186).

Atıl tasarrufların verimli yatırım alanlarına dönüşümünü sağlayan finansal sistemin en önemli parçası finansal kurumlar olarak bilinmektedir. Bu bağlamda, finansal sistem içerisinde belirlenen hedeflere ulaşmak için politika yapıcılarının finansal kurumların uygun bir şekilde kurulmasını ve yaygınlaştırılmasını sağlamaları gerekmektedir. Finansal sistemlerde ortak olan unsurlar kurumlar ve piyasalardır. Ancak bu bileşenler ülkeler arasında bazı farklılıklar göstermektedir. Amerika ve İngiltere’de piyasa odaklı bir sistem uygulanırken, Japonya, Almanya ve Fransa’da aracılık odaklı bir finansal sistem görülmektedir. Örnek verilen ülkeler de dahil olmak üzere pek çok gelişmiş ülke eşit olarak iç ve dış finansmana güvenmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise bu durum biraz daha karmaşıktır. Çoğu ülkelerde büyük ölçüde dış finansmana güven varken; bazı ülkelerde dış finansman oldukça zor, bazı ülkelerde ise oldukça kolay erişilebilir durumdadır. Yine de farklı bilgi işlem ve uygulama kombinasyonları, farklı yasal düzenleme ve

vergiler ile bağlantılı maliyetler, farklı finansal sözleşmeler, piyasalar ve araçlar geçmişten bugüne ülkeler arasında bir motivasyon kaynağı haline gelmiştir (Patrick, 1966: 185; Levine, 2004: 4; Neave, 2009: 8).

Finansal sistemdeki aksaklıklar özellikle az gelişmiş ülkelerde belirli zorluklar yaratabilmektedir. Çünkü bu ülkelerin hem özel sektör hem de kamu sektörü sermaye oluşumları görece düşük olmaktadır. Az gelişmiş ülkeler dış finansman elde edebilseler dahi, kabul edilen yatırım projelerinin çeşitliliği büyük olasılıkla yabancı yatırımcıların tercihinden etkilenecek ve bu durum ülke içerisindeki üretken projelere öncelik tanınmasına olumsuz etki göstermektedir (Neave, 2009: 8). Farklı ülkelerde ya da farklı şirketlerde görülen büyümeleri karşılaştırılırken, dış finansmana olan bağımlılık ve finansal gelişimde göz önünde bulundurulmaktadır. Başka bir deyişle, finansal gelişme özellikle dış finansmana bağımlı sektörlerin ve şirketlerin avantajlı olmasını sağlamaktadır. Bu sonuçlar, finansal kurumların birincil işlevinin, bir ekonomide fon tahsisini iyileştirmek olduğu görüşüne uyumludur. Kurumların finansal gelişme üzerindeki rolünü inceleyen çalışmalar, özellikle hukuki ve düzenleyici çevrenin finansal piyasaların işleyişi üzerinde önemli etkileri olduğu sonucuna varmıştır. Finansal gelişmenin sağlanması için yasal ve düzenleyici bir sistemin gerekliliği vurgulanmış ve bu düzenlemelerin fon arz ve fon talep edenler arasındaki sözleşmelerin uygulanması açısından önemli ölçüde etki ettiği görülmüştür (Mayer, 2004: 32; Huang, 2010: 4).

Finansal aracılık yapan kurumlar hedefleri, işlevleri ve davranışlarına göre farklılıklar göstermektedirler. Finansal kurumların başında merkez bankaları ve para otoritelerinin işlevlerini yerine getiren diğer kurumlar Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) gelmektedir. Diğer finansal kurumlar ise bankaları ve banka dışı tüm finansal kuruluşları kapsamaktadır (Beck, vd, 2000: 598). Sermaye piyasaları ve yatırım fonlarındaki büyüme ile diğer gelişmelere bağlı olarak finansal payları azalmış olmasına rağmen bankalar hala finansal sistemin merkezinde yer almaktadır. Bankalar şirketlere ve bireylere borç vermek, borçlanma ve hisse senedi ihracını gerçekleştirmek, döviz, menkul kıymetler ve türev piyasaların bayisi olarak hareket etmek, varlık yönetimi hizmeti sunmak ve mevduatları toplamak gibi pek çok işlevi yerine getirmektedir. Bu bağlamda

bankaların ekonomi için gerekli olan likitide dönüşümünü gerçekleştirdiği düşünülmektedir (Hendricks, vd., 2007: 66-67).

Bankalar bir ulusun finansal sisteminin çerçevesini temsil etmektedir. Şirketler ve yöneticiler hakkında bilgi edinmeye olanak sağlayan bankaların ortaya çıkması kredi tahsisin değişmesine neden olmaktadır. Benzer şekilde, yatırımcıları firmaların kendilerine geri ödeyecekleri konusunda daha fazla emin kılan finansal sözleşmeler, bireylerin tasarruflarını nasıl tahsis ettiklerini etkilemektedir. Örneğin, tahvil piyasalarının geliştirilmesi, tasarrufları üzerinde kontrolü bırakmak konusunda isteksiz olan fon sahiplerinin tasarruflarını kısa süreli değerlendirmelerine olanak sağlamaktadır (Forrest, 2014: 55; Levine, 2004: 5).

Bankalar gibi diğer finansal araçlarda ekonomide önemli bir işleve sahiptir. Bu kuruluşlar fon sahibi ve fon ihtiyacı olanları bir araya getirerek tasarruf halinde olan fonları daha yüksek getiri fırsatlarına sahip girişimcilere sunmaktadır. Böylelikle, daha yüksek getiri fırsatlarına sahip firmaların yatırımcılardan para kazanması ve kısa vadeli daha güvenli yatırımlar isteyen mevduat sahiplerinin bu dönüşümleri kolaylaşmaktadır (Rosengren, 2008: 4-5).

1.3.1. Uluslararası Para Fonu (IMF)

1945 yılında kurulan Uluslararası Para Fonu (IMF), küresel parasal işbirliğini güçlendirmek, finansal istikrarı sağlamak, uluslararası ticareti kolaylaştırmak, yüksek istihdam ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve dünyadaki yoksulluğu azaltmak için çalışan 189 ülkenin üye olduğu bir organizasyondur. IMF'in temel amacı ülkelerin veya ülke vatandaşlarının birbirleriyle işlem yapmalarını sağlayan uluslararası parasal sistemin istikrarını sağlamaktır. Bu bağlamda IMF üye ülke politikalarının yanı sıra ulusal, bölgesel ve küresel çapta ekonomik ve finansal gelişmeleri, resmi bir sistem aracılığıyla izleyerek üye ülkelere tavsiyelerde bulunmaktadır.

Dünya ekonomisinde küresel beklenti ve ihtimalleri periyodik olarak değerlendiren IMF, Finansal İstikrar Raporları'nda finansal piyasalardaki görünümü, Mali İzleme Raporları'nda kamu finansmanındaki gelişmeleri ve bir dizi bölgesel

ekonomik ve finansal görünümlere ek olarak Dış Sektör Raporları'nda da büyük ekonomilerin mali durumlarını göstermektedir (IMF, 2017a: 1-3).

IMF'nin kuruluşundan bu bugüne üç temel görevi bulunmaktadır. Bunlar;

- Üye ülkeler ve dünya ekonomisinde finansal ve parasal koşulların gözetilmesi,
- Ülkelere önemli derecede yaşanan ödemeler dengesi sorunlarının aşılmasını sağlamaya yönelik mali yardımların yapılması,
- Teknik yardım ve danışmanlık hizmetlerinin verilmesidir.

IMF, uluslararası para sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak için öncelikli olarak üye ülkelerin yükümlülükleri ile olan uyumluluğunu denetlemekte ve özellikle bu ülkelerin döviz kuru politikalarını gözlemleyerek tüm üyelerin belirlenen politikalara göre yönlendirilmesi için özel ilkeler belirlemektedir. Bu fonksiyonların yanında IMF'in diğer bir görevi de makroekonomik gözetime bakılmaksızın öncelikle sorunlu ekonomilere geçici finansman kaynağı sağlamasıdır. Ancak IMF ülkelere sağlamış olduğu geçici finans kaynağının geri ödenmesini talep etmektedir. Bunların yanında IMF üye ülkelere yıllık işletme bütçesinin %20'sini ayırarak makroekonomik politika, vergi ve gelir politikaları, harcama yönetimi, döviz kurları, finansal sektörün sürdürülebilirliği ve ekonomik istatistikler gibi teknik yardım ve danışmanlık hizmetleri sağlamaktadır (Sanford ve Weiss, 2004: 6; Weiss, 2014: 9-13).

1.3.2. Dünya Bankası

Dünya Bankası uluslararası sermaye piyasalarında meydana gelen sorunları çözmek amacıyla ilk olarak Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) adıyla 1944 yılında Bretton Woods Konferansı'nda IMF ile birlikte kurulmuştur. 1946 yılında faaliyetlerine başlayan banka Dünya Bankası'nın en köklü ve faaliyet olarak en kapsamlı birimini oluşturmaktadır. IBRD'nin kuruluş yıllarındaki temel amacı, savaş yıllarında oluşan tahribatların telafi edilmesidir. Bununla birlikte IBRD'nin başka amaçları da bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür (Kar ve Taban, 2005: 145):

- Gelişmekte olan üye ülkelerin verimli sermaye yatırımları vasıtasıyla yeniden yapılanmasına olanak sağlamak ve bu ülkelerin kaynaklarının geliştirilmesini teşvik etmek,
- Özel sermayenin eksikliği durumunda öz kaynaklarını kullanarak destek sağlamak,
- Uluslararası ticareti canlandırmak ve ödemeler dengesini sağlamak amacıyla uluslararası yatırımları teşvik etmek,
- Başka kanallar yoluyla sağlanan kredilerin düzenlenerek daha çok ihtiyaç gerektiren alanlarda kullanılmasını sağlamak,
- Savaş koşullarının etkilerinin en aza indirilmesini sağlamak amacıyla uluslararası yatırımlara yön vermektir.
- Başlangıçta II. Dünya Savaşı nedeniyle harap olan ülkelerin yeniden inşasına odaklanan Dünya Bankası zamanla kalkınma kavramına odaklanmaya başlamıştır. 1956 yılında Uluslararası Finans Kurumu'nun kurulmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerdeki özel şirketlere ve finansal kurumlara borç verme olanağına sahip olmuş ve 1960 yılında Uluslararası Kalkınma Birliği'nin kurulmasıyla da azgelişmiş ülkelerde yoksulluğun ortadan kaldırılması hedeflerine önem vermeye başlamıştır. Bunların yanı sıra Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi ve Çok Yanlı Yatırım Garanti Kurumu gibi kuruluşlarının da işlerlik kazanması, Dünya Bankası'nın küresel mali kaynaklarını, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaçlarını giderme becerisini geliştirmiştir (World Bank; Seyidoğlu, 2013: 676-677).

IMF ile eş zamanlı olarak kurulan Dünya Bankası kredi sağlama ve vade koşulları açısından bazı farklılıklar göstermektedir. IMF üyelerin katkıda bulunduğu kota katkı havuzundan kısa ve orta vadeli olarak kredi sağlarken, Dünya Bankası üye ülkelerin katkılarının yanı sıra tahvil ve borçlanma aracı ile uzun vadeli olarak kredi sağlamaktadır. Dünya Bankası, kar sağlamak amacıyla faaliyet gösteren bir kuruluş olduğu için geri ödeyebileceğine emin olduğu ülkelere ve piyasa faiz oranından kredi kullandırmaktadır. Ancak, IMF ülkelerin ödemeler dengesi sorunlarını çözmek

amacıyla faaliyet de bulunduğu için kredi faiz oranlarını piyasadan daha düşük tutmaktadır (Günel, 2010: 97).

1.3.3. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

1930 yılında İsviçre'de kurulan Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) merkez bankaları ve para otoritelerinin ortaklığıyla oluşturulan uluslararası bir organizasyondur. Almanya'nın savaş sonrası müttefiklere ödemiş olduğu tazminatların yönetimini sağlamak için faaliyete geçirilen BIS uluslararası banka olarak ifade edilmektedir. Merkez bankalarının parasal ve finansal istikrarını takip etmek, bu alanlarda işbirliğini sağlamak ve merkez bankaları için bir banka olarak hareket etmek BIS'in misyonunu oluşturmaktadır (Parasız, 2005: 74). Günümüzde merkez bankaları arasında uluslararası merkez bankacılığı işbirliğinde istikrarın sağlanmasının temel merkezi olarak kalan, dünyanın en eski uluslararası finansal kuruluşu olarak bilinen BIS'in görevleri şu şekilde sıralanmaktadır:

- Kendi adına ya da merkez bankalarının adına, hesapları satın almak, satmak, hesapları açmak ve hesapları altın ve mevduat olarak değerlendirmek,
- Merkez bankalarına kredi vermek veya borçlanmak
- Kendin adına ya da merkez bankaları adına bono, senet ve çek gibi kısa vadeli borçlanma işlemlerini yapmak,
- Pazarlanabilir menkul kıymetleri satın almak veya satmak,
- Merkez bankaları ile banka hesapları oluşturmak ve muhafaza etmek,
- Merkez bankalarından mevduat kabul etmek,
- Merkez bankalarının temsilcisi olarak hareket etmek,

BIS merkez bankalarından farklı olarak para basma yetkisine sahip değildir. Aynı zamanda gizlilik esası mevcuttur. Yani BIS merkez bankaları adına yapmış olduğu tüm işlemleri gizlilik dahilinde yapmak zorundadır. Diğer merkez bankalarının aksine BIS prosedürlerini sürdürürken kamuoyundan uzak kalmaktadır. BIS küresel ekonomide finansal regülatör olarak önemli bir yere sahiptir (Felsenfeld ve Bilali, 2004: 669-670; Seabrooke, 2006:147).

1.4. Finansal Piyasaların Finansal Sistemdeki Rolü ve Türleri

Fon arz eden ve fon talep edenlerin karşı karşıya geldiği piyasalara finansal piyasalar denilmektedir. Finansal piyasalar üretime dahil olmayan sermayenin dolaşımını sağlayan bir teşvik aracı olarak görülmektedir. Bu tür piyasaların temel özelliği atıl fonların finansal araçlar vasıtasıyla yatırımlara akışını kolaylaştırmaktır. Bu özellik finansal piyasaların temel unsurlarını belirlemektedir. Bu unsurlar; tedarikçiler, talep edenler, finansal araçlar, finansal araçlar ve yasal çerçevedir (Forrest, 2014: 69). Finansal piyasada fon arz edenler ve fon talep edenler hane halkları, özel ve kamu işletmeleri gibi ekonomik birimlerdir. Piyasaya da fon akışını sağlayan birimler ise, bankalar, borsalar, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri gibi kuruluşlardır. Finansal piyasaların varlığı yatırım fırsatı olmayan tasarruf sahiplerinden yatırım fırsatı olanlara fon akışını kolaylaştırmakta ve ekonomik etkinliğin artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır (Demirlioğlu, 2016: 19; Şıklar, 2004: 5).

Bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin azaltılmasına olanak sağlayan finansal piyasalar, şirketlerin, hükümetlerin ve bireylerin yatırımlarını finanse etmek için fon akışını kolaylaştırmaktadır. Bu fon akışı dolaylı ve dolaysız finansman şeklinde gerçekleşmektedir. Dolaysız finansman, ödünç alan ve ödünç verenlerin aracısız olarak işlemlerini gerçekleştirmeleridir. Doğrudan finansman ismi de verilen bu uygulama genellikle borsa, tahvil piyasası ve menkul kıymetler piyasalarında gerçekleşmektedir. Dolaylı finansman ise fon akışının ticari bankalar, sigorta şirketleri, finans kurumları, tasarruf ve kredi kurumları, sosyal güvenlik kuruluşları gibi finansal araçlar tarafından gerçekleştirilmesidir. Bu piyasaların kilit oyuncularını oluşturan finansal araçlar da fon akışını belirlemektedir (Darskuvienne, 2010: 6; Oh, 1997: 5-8; Levine, 1997: 690). Finansal piyasalar aşağıdaki üç temel ekonomik fonksiyonu sağlamaktadır:

Fiyatların belirlenmesi; Finansal piyasalardaki finansal araçların alıcıları ve satıcıları arasındaki işlemleri ve piyasada işlem gören varlıkların fiyatlarının belirlenmesi anlamına gelmektedir. Aynı zamanda fon yatırımlarından elde edilen getiride finansal piyasalar tarafından belirlenmektedir. Finansal piyasa fiyatları ekonominin genel durumu ile ilgili bilgileri yansıttığından dolayı yatırımcıların ve

borç verenlerin, uzun vadeli büyümeye teşvik edici faaliyetlerde bulunmasına katkı sağlamaktadır. Faiz oranları, döviz kurları veya hisse senedi fiyatları gibi finansal fiyatlar, ekonomik birimlerin bireysel planlarını, ekonomik denge ile uyumlu olacak şekilde ayarlamaktadır (Reszat, 2005: 155; Thiel 2001: 6).

Likidite; Likidite fonksiyonu, yatırımcılara bir finansal varlığı herhangi bir zamanda adil piyasa değerinde satma fırsatı sağlamaktadır. Likidite olmaksızın bir yatırımcı gerekli koşullar sağlanana kadar bir finansal aracı elinde bulundurmak zorunda kalacaktır. Bu bağlamda, finansal piyasalar iktisadi faaliyetlerin büyümesi ve hükümet harcamalarını finanse etmek için kilit bir kaynaktır. Ayrıca yatırımcıların yatırım yapmalarını ve kazanç elde etmelerine olanak sağlamaktadır. Finansal piyasalardaki likidite, kanallar vasıtasıyla ekonomik kaynakların verimli bir şekilde tahsisini kolaylaştırmaktadır (PWC, 2015: 19; Darskuvienne, 2010: 7).

İşlem maliyetlerinin azaltılması; Finansal işlemlerin gerçekleştirilmesi için harcanan zaman ve para olarak ifade edilen işlem maliyetleri fon fazlasını değerlendirmek isteyen bireyler açısından önemli sorun teşkil etmektedir. Finansal piyasalardaki aracılardan fon akışını sağlamak için gerçekleştirdikleri işlem hacminin büyük olması, bu alanda uzmanlaşmış olmaları ve ölçek ekonomilerinden yararlanmaları işlem maliyetlerini önemli ölçüde azaltmalarını sağlamaktadır. Dolayısıyla, işlem maliyetlerinin düşük olmasını sağlayan finansal araçlar müşterilerine likiditesi yüksek hizmetler sunabilmektedirler (Şıklar, 2004: 23-24).

1.4.1. Para ve Sermaye Piyasaları

Para ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran temel özellik menkul kıymetlerin vadeleri açısından değerlendirilmelerinin farklı olmasıdır. Bu durumda, vadesi bir yıl ya da daha kısa süreli olan finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalar para piyasası, vadesi bir yıldan daha uzun finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalar ise sermaye piyasaları olarak ifade edilmektedir. Finansal piyasalar içinde kısa vadeli ticaret için uzmanlaşmış en aktif ve kredibilitesi en yüksek piyasa türü para piyasalarıdır. Finansal sistem perspektifinden bakıldığında para piyasasında işlem gören araçların ikame edilebilirlik oranı sermaye piyasalarına görece daha yüksektir. Kısa ve uzun vadede yatırım yapmak ve borçlanmak için kullanılan para

ve sermaye piyasalarının katılımcıları hükümetler, işletmeler, finansal kuruluşlar ve yatırımcılardır. Çoğu ekonomide para piyasası operasyonel ve tahsis edici olarak etkinlik göstermektedir. Diğer yandan para piyasalarında vadenin kısa olması menkul kıymetlerin fiyatlarındaki dalgalanmaların sermaye piyasasına göre daha az olmasına neden olduğundan dolayı para piyasası araçlarını daha güvenilir hale getirmektedir. Para piyasalarının temel amacı likidite sağlamaktır (Neave, 2009: 238; Mishkin, 2000: 24).

1.4.2. Birincil ve İkincil Piyasalar

Birincil piyasalar fon kullanıcılarının (örneğin, şirketler), hisse senedi ve tahvil gibi yeni finansal araçlar vasıtasıyla fon yarattığı piyasalardır. Fon kullanıcıları yeni projeleri ya da genişletilmiş üretim ihtiyaçlarını desteklemek için yeterli miktarda dahili olarak üretilmiş fonlara sahip olmak amacıyla menkul kıymet ihraç ederek ek fonlar yaratmaktadırlar. Bu menkul kıymetlerin satışı ilk olarak birincil piyasalarda gerçekleşmektedir. Dolayısıyla birincil piyasalar bireylerin veya finansal kuruluşların kamuoyunun halka ihraç ettiği yeni tahvil veya hisse senetlerini satın aldığı piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Böylece banka veya aracı kurumlar vasıtasıyla menkul kıymet ihraç eden fon kullanıcıları riskini ve maliyetini de azalmaktadır (Saunders ve Cornett, 2012: 3; Burton ve Brown, 2009; 68).

İkincil piyasalar ise, daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin satıldığı pazar olarak ifade edilmektedir. Yani ikincil piyasalar daha önce piyasaya dahil olmuş finansal varlıkların el değiştirmesi olarak da ifade edilmektedir. İkincil piyasalar mekânsal olarak iki şekilde faaliyet göstermektedir. Birincisi, menkul kıymet alım satım işlemlerinin belirli bir mekânda yapıldığı borsalar, ikincisi ise, borsa dışında menkul kıymet alım satımının yapıldığı tezgâh üstü piyasalar olarak ifade edilmektedir (Şıklar, 2004: 11).

Uygulamada, yeni menkul kıymetlerin birincil piyasalarda satılması ile ikincil piyasalarda eski menkul kıymetlerin ticareti aynı anda gerçekleşir. İlk kez çıkarılmış bir menkul kıymet sahibi birincil piyasada fon elde ederken bu menkul kıymetin ikincil piyasada satışa çıkarılmasıyla birlikte yeni bir gelir elde edememektedir. Yani, ikincil piyasalar menkul kıymetlerin satışını kolaylaştırmakta ve finansal

araçların daha fazla likit olmasını sağlamaktadır. Bu durumda bu menkul kıymetlere olan talep artar ve menkul kıymeti ilk çıkartan bireyin birincil piyasadaki satış işlemlerinin kolaylaşır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007: 12; Mishkin, 2000: 24).

1.4.3. Uluslararası Piyasalar

Küreselleşmeyle birlikte piyasaların birbirine entegre olması ve ulusal kredilerin yanında uluslararası kredilerin de kullanılmaya başlaması, dünya bankacılık sisteminin gelişmesi ve uluslararası finansal işlemlerin gelişmeye başlaması uluslararası piyasaların varlığını ortaya çıkarmıştır. Yani piyasalardaki küreselleşme beraberinde finansal kurumların küreselleşmesini de getirmiştir. Aynı zamanda ülkelerarası uygulama farklılıkları ve ekonomik özelliklerin birbirinden bağımsız olması, diğer bir ifade ile piyasadaki eksik rekabet koşulları piyasaların uluslararası boyut kazanmasına da yol açmıştır. Yatırımcıların bu piyasalarda işlem yapmalarının en önemli nedenleri, ülkelerdeki ekonomik yapının farklılığı, yabancı paralara ilişkin beklentiler ve riski dağıtma isteğidir. Bu farklılıklar uluslararası piyasaların avantaj sağlamasına neden olmaktadır. Döviz piyasaları, Eurocurrency piyasası, Eurokredi piyasası, Eurobond piyasası ve Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları genellikle uluslararası piyasalarda kabul görmüş piyasalardır. Bu piyasaların amaçları, uluslararası ticareti ve finansal işlemleri kolaylaştırmak, ulusal para birimlerinin kolay değişimini sağlamak ve uluslararası piyasalarda menkul kıymet ihracının sağlanmasıdır (Günel, 2010: 21; Rodoplu, 1996: 65). Uluslararası piyasaların gelişmesi bir ülkenin finans piyasasının yabancı fon ihraç eden yatırımcıların sayısında artışa, finansal piyasaların bütünleşmesine ve ülkeler arasındaki bağımlılığın artmasına neden olmaktadır. Küreselleşmenin etkisiyle birlikte uluslararası piyasalardaki engeller kalkmış ve uluslararası finansal piyasaların hacminde büyük artışlar yaşanmıştır (Ganiev, 2014: 121-122).

1.4.4. Hisse Senetleri ve Tahvil- Bono Piyasaları

Hisse senedi piyasalarının temel amacı riski paylaşmak ve tahsis etmektir. Borsalar ilk olarak Amsterdam'da uzak doğuya tehlikeli seferler yapma riskini paylaşmak için kurulmuştur. Büyük işlem hacmine sahip bir kaç katılımcıyı içeren para piyasalarının aksine, borsalar, çok sayıda küçük yatırımcıya da hizmet

sunmaktadır. Borsalar modern kapitalist ekonomide önemli bir rol oynamaktadır. Bu piyasada belirlenen fiyatlar bize şirketlerin piyasa değerlerinin belirlenmesinde yardımcı olarak kaynak tahsisinde rehberlik etmektedir. Yüksek borsa değeri olan firmalar ihtiyaç duydukları kaynakları toplamak konusunda daha avantajlı olduklarından dolayı yatırımcıların ödülünü alan firmalar olarak görülmektedir. Buna karşılık borsa değeri düşük olan firmalar bu avantajdan faydalanamamaktadırlar. Yani hisse senetleri fiyatlarının doğruları yansıtması koşuluyla borsalar kaynak tahsisi konusunda büyük katkılar sağlamaktadır (Holmstrom, 2015: 7; Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 208).

Tahvil ve bono piyasaları, kamunun veya özel sektörün finansman sağlamak amacıyla borçlanma araçları ihraç ederek ekonomik birimlerin karşı karşıya geldikleri piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Tahviller kurumların uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla, bonolar ise kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla kullanılan borçlanma araçları olarak ifade edilmektedir (Aydın, 2012: 39). Dünya tahvil piyasalarının çoğunluğu, devlet tahvillerinin ve şirket tahvillerinin ticareti ve için farklı kurumsal düzenlemeler yapmaktadır. Bunun nedeni, hükümetlerin bütçe ve diğer amaçlar için kullandıkları borcun finansmanını sağlaması gerekmektedir. Bunun için yüksek katılımlı aktif bir pazarın sağlanması gerekmektedir. Aynı zamanda devlet tahvilleri diğer varlıkların fiyatlamasında bir kıyaslama görevi görmekte ve çeşitli finansal işlemlerde sık sık teminat olarak kullanılmaktadır. Hükümetlerin borçlanma senetleri ihracı en önemli pazar segmentini oluştururken, bunu finansal kuruluşlarca ihraç edilen borçlanma senetleri izlemektedir (Darskuvienne, 2010: 59).

1.4.5. Spot ve Türev Piyasalar

Spot piyasalar belirli miktardaki mal, menkul kıymet ve finansal varlıkların alımı satım işlemi yapıldığı anda ödeme işleminin ve teslimatının gerçekleştiği piyasalardır. Yani spot piyasalarda gelecek için belirlenen bir fiyat söz konusu değildir. İşlem yapıldığı anda geçerli olan fiyattan işlem yapılmaktadır (Çelik, 2012: 2).

Vadeli işlemlerin gerçekleştirildiği türev piyasalar ise, standart ticaret sözleşmelerinin gerçekleştirilerek mal ya da menkul kıymet transferinin sağlandığı pazarlar olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle fon alışverişi aşamasında nitelikleri ve gelecekteki değeri önceden belirlenmiş varlık veya varlıkların bugünden alım satımının yapılmasını sağlayan finansal sözleşmelerin işlem gördüğü piyasalardan oluşmaktadır. Yani, gelecek dönemlere ait bir ödeme veya teslimatın bugünden sözleşmeye konularak herhangi bir mal veya finansal aracın alım satımının yapılması şeklinde de açıklanabilmektedir. Türev piyasalarda kullanılan türev araçlar çoğunlukla riskleri korumak veya riskleri yönetmek için kullanılan finansal araçlardan oluşmaktadır. Ayrıca, menkul kıymetlere kıyasla çeşitli avantajlar sağlayarak arbitraj veya yatırım amaçlarına da hizmet etmektedirler. Türev araçların değeri emtia, faiz oranı, hisse senedi fiyat endeksi, döviz kuru ve petrol fiyatları gibi temel değişkenlerin göz önüne alınmasıyla belirlenmektedir. Türev piyasaların katılımcıları ise, arbitraj yapanlar, spekülörler, riskten kaçınanlar olarak sınıflandırılmaktadır. Aslında türev piyasalarda yapılan sözleşmeler sayesinde bazı nakit ürünlere sahipliğin aktarılması için gerekli teminatın oluşturulması sağlanmaktadır (Devanadhen, 2011: 50-53; Erişik, 2016: 33).

Türev ürünler, amaçlarına ve işlem çeşidine göre sınıflandırılmaktadırlar. Vadeli sözleşmeler (forward), gelecek sözleşmeleri (futures) ve opsiyon sözleşmeleri (options) bunların içinde en sık kullanılan ürünler arasında yer almaktadır. Vadeli işlem sözleşmelerinin ortak özellikleri belirli bir tarihte, önceden belirlenen fiyattan mal, hizmet, menkul kıymet ve döviz alım satımının yapılan bir anlaşma ile gerçekleştirilmesine olanak sağlamasıdır. Bu durumda alıcı ve satıcının karşı karşıya kaldığı riskler ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Bu pazarlar, risk almayı istemeyenlerin işletme teşebbüslerini işletmesine izin verme işlevine sahiptir. Özellikle varlık satın alanlar açısından gelecekteki fiyat artışlarına karşı bir koruma söz konusudur. Futures ve forward sözleşmeleri kontrat büyüklüğü, organizasyon, teslim ve teslim tarihi (futures teslim yeri ve tarihi standart, forward teslim tarihi ve yeri ise taraflar arasında), fiyatın belirlenmesi (futures standart piyasa fiyatı, forward ise alıcı satıcı arasında belirlenen fiyat), pazar yerleri (futures organize piyasa, forward ise tezgah üstü piyasa), kredi riski (futures sözleşme garantili, forward ise

taraflar riski kabul eder) gibi düzenlemeler açısından farklılıklar göstermektedir. Aslında futures sözleşmeleri standartlaştırılmış şartları olan forward sözleşmelerin bir uzantısı olarak görülmektedir (Chance ve Brooks, 2010: 254; Chambers, 2009: 52; Sundaram, 2013: 3). Opsiyon sözleşmeleri ise, bir menkul kıymet, mal ya da finansal varlığın belirlenen tarihler içinde, belirlenen bir fiyat ve belirlenen bir prim karşılığında alım satım hakkının elde edilmesini sağlayan sözleşmelerdir. Opsiyon sözleşmeleri alım hakkı veren ve satım hakkı veren opsiyon sözleşmeleri olarak ikiye ayrılırlar. Yatırımcı beklentisi doğrultusunda bu sözleşmelerden birine karar vermektedir. Yani bu sözleşme türü aslında taraflara seçenekleri değerlendirme şansı vermektedir. Risk açısından değerlendirildiğinde forward ve futures sözleşmelere göre riski daha düşüktür (Nwaobi, 2008: 24-25).

Türev piyasalardaki işlemlerin doğruluğu ekonomik aktörlerin piyasa ve kredi risklerinin yönetimini iyileştirmelerine yardımcı olmaktadır. Ayrıca finansal gelişmeyi ve piyasalardaki gelişmeleri teşvik ederek piyasaların şoklara karşı dayanıklılığını da arttırmaktadırlar. Politika yapıcılarının temel görevi türev işlemlerin düzgün bir şekilde işlem görmesini ve ihtiyatla denetlenmesini sağlamaktır. Bu durum veri miktarının ve kalitesinin artırılarak türev piyasaların anlaşılmasını sağlamakla gerçekleşebilmektedir (Chui, 2012: 3).

Finansal piyasaların nispeten daha yeni bir türü olan türev piyasalarda gerçekleştirilen işlemler çok eskilere dayanmaktadır. Bu işlemlerin uygulanması ilk olarak 1948 yılında çiftçi ve tüccarların bir araya gelerek Chicago Ticaret Odası'nı kurmasıyla başlamıştır. Başlangıçta asıl görevi ticarete konu olan mal ve hizmetlerin miktar ve kalitesini standardize etmek olan bu uygulama, teslimat sonrası bir sözleşme olarak bilinen ilk vadeli işlem sözleşmelerinin oluşmasına da katkı sağlamıştır. Bu sözleşmeleri tahıl ticareti için bir alternatif olarak gören spekülâtörler yoğun ilgi göstermeye başlamış ve ilerleyen dönemlerde kullanım alanları genişlemiştir (Hull, 2000: 2).

1.5. Finansal Araçların Finansal Sistemdeki Rolü ve Türleri

Kurumsal birimler arasında yapılan tüm finansal sözleşmeler finansal araç olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalarda çok çeşitli finansal araçlar

bulunmaktadır. Bu araçların büyük piyasa katılımcıları tarafından kullanılması, sunulan risk ve getiri özelliklerine, ayrıca perakende veya toptan satış pazarlarındaki mevcudiyetine bağlı olmaktadır. Finansal araçlar genellikle yatırımcının ihracı üzerinde sahip olduğu taleplerin türüne göre sınıflandırılmaktadır. Piyasa katılımcıları genellikle para ve sermaye piyasası arasında ayırım yapmaktadır. Bu piyasaların temel ayrışma noktaları vadelerinin birbirinden farklı olmasıdır. Sermaye piyasası bir yıl veya daha uzun vadeler, para piyasası bir yıldan kısa vadeler için fon akışının sağlandığı piyasaları içermektedir (Cooke ve Laroche, 1998: 1).

1.5.1. Para Piyasası Araçları

Para piyasaları ekonomik birimlerin göreceli olarak kısa süreli, hızlı bir şekilde ve düşük maliyetlerle büyük miktarlarla para aktarmaya olanak tanınması için etkili bir piyasa olarak görülmektedir. Genellikle para piyasasına duyulan ihtiyaç ekonomik birimlerin harcama ve gelir zamanlamaları uymadığı zaman ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan bu bakiyeler hızlı ve nakit olarak nispeten düşük bir maliyetle dönüştürülebilen ve vadelerinin kısa olması nedeniyle fiyat riskinin düşük olduğu para piyasası tarafından desteklenmektedir. Ekonomik birimler, para piyasasına girişi sürdürerek ve gerektiğinde oradaki fonları arttırarak kısa vadeli nakit taleplerini karşılayabilmektedirler. Para piyasaları ülkelerin para otoritelerini ve para politikalarını etkileme konusunda oldukça önemli bir paya sahiptir. Çünkü para piyasaları fon toplama, nakit yönetimi, risk yönetimi, fiyatlar konusunda bilgi sağlama gibi pek çok işleve sahiptir (Cooke ve Laroche, 1998: 1; Darskuviene, 2010: 33). Para piyasası araçları borçluların kısa vadeli gereksinimlerini karşılamakta ve borç verenlere likidite sağlamaktadır. Para piyasası araçları genellikle aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır;

Hazine Bonosu: En güvenli para piyasası araçlarından biri olan hazine bonusu, Merkez Bankası vasıtasıyla ihraç edilen devlete ait kısa vadeli borçlanma araçlarındandır. Hazine bonoları genellikle üç aylık, altı aylık ya da bir yıllık periyotlarla piyasaya sunulmaktadır. Hazine bonoları hükümet için bütçe açıklarını kapatmanın, Merkez bankası için ise bankacılık sektörünün likiditesini kontrol altına almanın bir yolu olarak görülmektedir. Dahası hazine bonoları hükümet için maliye politikası, merkez bankaları için ise para politikalarını temsil etmektedir. Hazine

bonolarında kısa vadeden dolayı faiz oynaklığının azalması riskin de düşük olduğu anlamına geldiğinden getirileri çok cazip değildir (Hrvolova, 2002: 28).

Finansman Bonosu: Piyasada kabul görmüş itibarlı firmalarla aracı kurumların kısa vadeli fon temin etmek amacıyla çıkarmış oldukları ve fon arz edenlere de (tasarruf sahipleri) kısa vadeli yatırım imkânı sunan senetler olarak tanımlanmaktadır. Finansman bonoları son yıllarda çokça kabul görmüş ve talep edilmeye başlamıştır. Buna bağlı olarak da işlem hacmi oldukça genişlemiştir. Bunun nedeni, finansman bonolarının faiz oranlarının hazine bonolarına göre daha yüksek olmasıdır. Bu finansal araçların vadeleri 60-720 gün aralığında ihraççı tarafından belirlenmektedir. Finansman bonoları genellikle ikincil piyasalarda alınıp satılmaktadır (Erdem, 2008: 70).

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet: Finansal kuruluşların veya ticari bankaların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları karşılığında ihraç edebilecekleri kıymetli evraklar olarak tanımlanmaktadır. Konut kredileri, ihtiyaç kredileri, dış ticaret işlemlerinden ve doğan alacaklar gibi borç sözleşmeleri söz konusu işlemlerle ilgili alacak türlerinin örneklerindendir. Finansal kurumlar bu kıymetli evrakları satarak alacaklarını daha önceden paraya çevirebilme avantajından yararlanabilirler (Öztürk, 2014: 15).

Repo/Ters Repo: Bankaların ve finansal kuruluşların fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla bireylerin ellerinde bulunan menkul kıymeti belirlenen bir fiyattan belirlenen bir tarihte geri almak üzere taahhüt ederek satmaları işlemidir. Repo yoluyla banka menkul kıymeti nakit karşılığında vererek belirlenen tarihte faiziyle satın almayı kabul etmektedir. Repo ve ters repo karşılıklı olarak yapılan işlemlerden oluşmaktadır. Taraflardan biri menkul kıymeti ya da kıymetli evrakı geri almak (repo) için diğeri ise geri satmak (ters repo) için anlaşmaya kara vermektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 303).

Mevduat Sertifikaları: Bankalar tarafından mevduat sahiplerine satılan belli bir miktar yıllık faiz ödenen ve vade sonunda satın alma bedelini geri veren bir borç senedi olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir ifade ile mevduat sertifikası, vadesi ve faiz oranı belirlenmiş paranın bankada olduğunun teminatını veren hamiline yazılı

finansal bir evraktır. Günümüzde pek çok banka tarafından çıkarılmakta ve bankaların toplayacakları fon miktarı açısından ve fon sahipleri için likitidesi yüksek çok cazip bir menkul kıymet olarak görülmektedir (Mishkin, 2000: 26).

1.5.2. Sermaye Piyasası Araçları

Finansal piyasaların kilit sektörlerinden birisi olan sermaye piyasası uzun vadeli finansal araçlarının alınıp satıldığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Yani sermaye piyasası, kısa vadeli fonların uzun vadeli fonlara dönüşmesi sonucu fon arz ve talep edenlerin karşılaştıkları piyasa olarak ifade edilmektedir. Kurumlar tarafından çıkarılan sermaye piyasası araçlarının amacı firmalara fon sağlamaktır. Sermaye piyasaları ekonomide tasarruf ve yatırım süreci için büyük önem taşımaktadır. 1970'li yıllardan itibaren faaliyet gösteren sermaye piyasaları, birikimlerin işletmelere ve sektörlerle aktarılmasını sağlamak ve işletmelerde iyi bir yönetim sistemi oluşturmak gibi amaçlara sahiptir. Bireysel olarak yatırım yapılmasına olanak sağlamayan fonlar sermaye piyasaları aracılığı ile faydalı şekilde yatırımlara yönlendirilebilmektedir. Sermaye piyasası araçlarının fiyatları para piyasasına göre daha oynak ve riskli olarak görülmektedir. Uzun vadeli olmaları nedeniyle para piyasası kadar likit bir piyasa değildir. Ekonomide daha sık kullanılan Sermaye piyasası araçları hisse senedi, tahvil, konut ve banka kredileri, Eurobond olarak sınıflandırılmaktadır (Darskuvienne, 2010: 73; Günal, 2010: 28; Demirlioğlu 2016: 21; Rodoplu, 1996: 65).

Hisse Senedi: Şirketlerin yatırım amaçlı para toplamak için çıkardıkları ve belirli ortalık payına katılmayı sağlayan kıymetli evraklar olarak ifade edilmektedir. Tahvile benzer şekilde gelir akışı üretmektedir. Ancak hisse senedi tahvile göre daha riskli bir kıymetli evrak olarak bilinmektedir. Çünkü hisse senedi dönem sonunda şirketlerin karlarından alınan bir paydır ve sabit bir faiz getirisi bulunmamaktadır. Tahvillerin ise dönem sonu getirisi önceden belirlenmektedir. Fon sahipleri riskin daha yüksek olmasına rağmen getirisinin daha fazla olmasından dolayı hisse senetlerini daha çok tercih etmektedir. Hisse senedinde hissedarların bir mülkiyet hakkı söz konusu olduğu için şirketler üzerinde kontrol gücü de bulunmaktadır. Buna karşın tahvil sahiplerinin şirketler üzerinde hiç bir kontrol yetkisi yoktur ve sadece gelecekteki ödemelerin bir vaadi olarak düzenlenmektedir (Ball, 2009: 5).

Tahvil: Hükümetlerin veya şirketlerin fon sağlamak amacıyla ödemeyi vaat ettiği uzun vadeli borçlanma senedi olarak tanımlanmaktadır. Banka kredileri gibi tahviller, borçlu tarafından cari işlemleri finanse etmek için ve borç verenler tarafından değeri saklama amacıyla kullanılmaktadır. Tahviller sahiplerine ortaklık hakkı sağlamamakta sadece alacak hakkı sağlamaktadır. Birçok banka kredisinin aksine, çoğu tahvil finansal piyasalarda alınıp ve satılabilmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 58).

Konut ve Ticari Banka Kredileri: Ticari bankacılığın ağırlıkta olduğu pek çok ekonomide ekonomik birimlerin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla kullandıkları borçlanma türü banka kredileri olarak tanımlanmaktadır. Banka kredileri, nakit ödeme yapmadan fon talep eden kişiye belli bir ödeme süresinin tanınması olarak da ifade edilmektedir. Belirlenmiş bir vade oranı ve faiz oranı bulunan banka kredilerinin borçlanma türüne göre vadesi uzun ya da kısa olabilmektedir. Konut kredisi ise bir taşınmazın ipotek karşılığı alınması sonucunda uzun vadeli olarak verilen kredilerdir (Aydın, 2012: 38-195).

Eurobond: Devlet ya da şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, uluslararası piyasalarda yabancı para birimleri üzerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma aracı olarak tanımlanmaktadır. Başta Amerikan Doları olmak üzere, Euro, Japon Yeni, İsviçre Frangı gibi döviz cinsleri üzerinden ihraç edilebilmektedirler. Örneğin, Kanada'da bir şirket tarafından çıkarılan tahvil Japon Yen'inden Almanya'da satılabilmektedir. Vadesi genelde 5-30 yıl arasında olan Eurobond günümüzde hızlı gelişme gösteren finansal araçların arasında yer almaktadır (Mishkin ve Serletis, 2002: 28).

1.6. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Modern ekonomilerde finansal yapı iyi ya da kötü önemli bir rol oynamaktadır. Finansal piyasaların ve araçların işleyişini anlamak ve gerçek dünyayla bağlantıları ekonomide eski bir konu olmakla birlikte finansal yeniliklere ayak uydurmak için sürekli güncellemeye ihtiyaç duyulan bir tarafı da bulunmaktadır. Modern Finansal sistem gelecekle ilgili sezgileri günümüze aktaran bir zaman makinesi gibi hareket etmelidir (Bonis ve Pozzolo, 2012: 1; Boyd, 2013:

7). Dünyanın büyük çoğunluğu için bireylerin refah seviyesi finansal refahtan önemli ölçüde etkilenmektedir. Makro düzeyde ulus devletler, örgütler ve bireylerin hepsi kendi kaderlerini tayin etmek için gerekli finansal kaynaklara erişmek zorundadırlar. Yani, zenginliğin dağılımı ve borçlanma seçeneklerinin dinamik etkileşimleri finansal yapının yörüngesini belirlemektedir (Ennew ve Waite, 2007: 4-5; Ray ve Chakraborty, 2006: 3).

Finansal sistemlerin göstermiş olduğu performans ülkelerin refah seviyelerine büyük oranda etki etmektedir. İyi bir finansal yapıya sahip olan ülkeler üretim düzeyi ve refah seviyesinde gelişme sağlarken, tam tersi durumda olan ülkelerin ise yatırım düşüklüğüne bağlı olarak üretim düzeyi ve refah seviyesi oldukça düşük olmuş ve gereken büyümeyi sağlayamamışlardır. Finansal piyasalardaki faaliyetlerin bireysel refah seviyesine, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların davranışlarına ve ekonominin döngüsel performansına doğrudan etkisi bulunmaktadır. Ülkelerin uluslararası finansal ilişkileri ve fiyat değişimlerini dikkate alarak gerçekleştirecekleri politikalar finansal piyasalar açısından kamuoyunda bir güven ortamının doğmasına neden olarak dolaylı yollardan ekonomik refaha katkı sağlamaktadır (Mishkin, 2004: 3; Patric, 1966: 188). Bu bağlamda, iyi işleyen bir finansal sistem şu fonksiyonları yerine getirmektedir (Neave, 1998: 10; Levine, 1997: 692);

- Tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinin kolaylaştırılması,
- Yeni projelerin finanse edilmesi için fonların kullanıma sunulması,
- Ödemelerin gerçekleştirilmesi,
- Risk yönetiminin sağlanması,
- Ekonomik faaliyetlerin istikrarının sağlanması,
- Bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin azaltılması,
- Mal, hizmet ve sözleşme ticaretini kolaylaştırmak,
- Firma yöneticilerinin izlenmesi ve kurumsal kontrolü sağlamak,
- Mal ve hizmet değişiminin kolaylaştırılmasıdır.

Finansal sistemin önemli bir fonksiyonu riskin yönetilmesini sağlamaktır. Risk yönetiminde finansal kurumlar önemli bir rol oynamaktadır. Bu kurumların varlığının temel gerekçesi riski toplamak ve yönetmektir. Örneğin ipotek karşılığı gayrimenkul kredisi veren bir banka faiz oranlarının kısa ve orta vadede artması

muhtemel olduğu düşünölen ekonomik döngüde bir defa da müşterileri için sabit oranlı ipotek aralığı sağlayabilir. Dolayısıyla, müşteriler faiz oranları yükselmeden önce ipoteklerini cari faiz oranlarına kilitleyebilmektedirler. Benzer şekilde, belirli bir emekli ikramiyesi fonu normal yaşında emekli olan üyelere emniyetli emeklilik maaşları sağlamayı garanti etmektedir. Bu örneklerin her ikisinde de müşterilerin belirli bir ücret karşılığı bu riskleri toplayan ve yöneten finansal kurumlara risk aktarımı söz konusudur. Finansal kurumlar finansal riskleri yönetirken aynı zamanda hem paydaşları için kar sağlamak hem de müşterileri adına katma değerli hizmet sunmayı amaçlamaktadır. Dahası finansal sistemde riskin azaltılması yenilikçi ve yüksek getirili projelerin teşvik edilmesini sağlayarak ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilmektedir (Porteous ve Tapadar, 2006: 5-6).

Pazar koşullarının, firmaların ve yöneticilerin piyasa içersinde değerlendirilmesi zor ve maliyetli bir işlemdir. Özellikle bireysel tasarruf sahiplerinin firmalar ve ekonomik koşullar hakkında bilgi toplamak için yeterli imkan ve zamanları olamayabilir. Bu nedenle tasarruf sahipleri yeterince bilgi sahibi olmadığı faaliyet alanlarına yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Tasarrufların yatırıma dönüştürölmesi, bireysel tasarruf sahiplerinin ulaşabileceğı bilginin kalitesine ve miktarına bağlıdır. Ancak tasarruf sahiplerinin tek başına bilgi edinmesinin oldukça yüksektir. Dolayısıyla bilgi maliyetlerinin yüksek olması fonların yatırım alanlarında değerlendirilme olasılığını azaltmaktadır. Bu bağlamda finansal piyasa ve aracılarn daha etkin olduğı bir finansal sistemde bilgi edinme maliyetlerini düşmesine neden olarak yatırım fırsatlarının artmasına ve kaynak tahsisinin kolaylaşmasına yardımcı olmaktadır (Levine, 1997: 695). Finansal sistemde özellikle riskin yönetilmesi ve bilgi maliyetlerinin azaltılması diğör fonksiyonların gerçekleşmesine katkı sağlamaktadır.

Etkili bir kurumsal yönetişimin sağlanması da finansal sistemlerin fonksiyonlarındanır. Finansal sistemler firma davranışlarını izleyerek kurumsal yönetişimi uygulamaktadırlar. Etkili kurumsal yönetişim, yöneticileri her zaman tetikler ve onları karları ve firma değerini maksimize edecek şekilde sermayeyi kullanmaya teşvik etmektedir. Firma düzeyinde daha etkin yönetim, bir bütün olarak ekonomi için kaynakların daha verimli bir şekilde tahsis edilmesine neden olmaktadır (Estrada, vd., 2010: 5).

Yukarıda belirtilen özelliklerin yanı sıra küreselleşmeyle birlikte değerlendirilen finansal sistemin ülkelerin uluslararası ekonomik ve finansal ilişkileri açısından da bazı avantajları olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, finansal sistem dünyanın likidite fazlası bölgelerinden likiditenin ihtiyaç duyulduğu alanlarına likiditenin dağılmasını sağlayarak küresel ticareti de kolaylaştırmaktadır. Örneğin, son on yılda Çin ekonomisinde yaratılan tasarruf fazlası ABD'den hazine tahvillerinin alınmasıyla birlikte ABD hükümetinin yatırım ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılan borçların finanse edilmesine olanak sağlamıştır. Böylece iki ülke arasında karşılıklı olarak fon sağlama işlemi gerçekleşmiş ve her iki ülkede ekonomik açıdan fayda sağlamıştır. Ülkeler arasında oluşan karşılıklı ticaret bir ülkede uzmanlaşmış kaynaklara olan talebin azalması durumunda başka bir ülke için ürün veya hizmet olarak kullanılmasını sağlayarak kaynakları harekete geçirebilmektedir. Bu küresel kaynakların harekete geçirilmesi finansal sistemin sınır ötesi ticarete kendini göstermesini ve çok sayıda ülke ve şehrin birbirine bağlılığına neden olmaktadır (Thakor, 2015: 16-19).

1.7. Finansal Liberalizasyon ve Gelişimi

Finansal sistem modern ekonominin beyni olarak görülmekte ve ulusal ekonomi ile dünyanın geri kalanı arasındaki işlemlerin yoğunlaşmasını sağlamaktadır. Bu nedenle finansal sistem, finansal hizmetlerin etkin ve verimli çalışabilmesi için finansal yeniliklere, makroekonomik ve kurumsal çevredeki değişimlere tepki olarak finansal politika ve yapıların ayarlanmasını gerektirmektedir. Bu değişimleri sağlayarak gelişen bir finansal sistem beraberinde bilgi ve kurumsallaşmanın artması, gelişmiş ödeme sistemleri ile mal ve hizmet alışverişinin kolaylaşması ve tasarrufların harekete geçerek yatırımların artması gibi işlevleri de getirmektedir. Literatürde, finansal sistemin gelişmesini sağlayacak yollardan biri de finansal serbestleşme olarak ifade edilmektedir. Finansal serbestleşme, sermaye akımlarının uluslararası hareketliliğinde engellerin giderek ortadan kaldırılması sürecine değinirken, finansal gelişme finansal işlemlerin kalitesinin yükseltilmesine önem vermektedir. Bu bağlamda finansal piyasalarda gerçekleştirilen serbestleşmeyle sermayenin dağılımının daha da artarak üretken yatırım alanlarının oluşmasına olanak sağlayacağı düşünülmektedir. Ancak,

serbestleşme ile birlikte oluşan potansiyel riskleri en aza indirmek için finansal olayların dikkatli bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. Finansal gelişme ve finansal işlemlerin serbestleşmesini içeren sürecin hem olumlu hem de olumsuz yönleri bulunmaktadır (Bhetuwal, 2007: 23; Gehringer, 2013: 3-4).

Son otuz yılda pek çok ülkede finansal piyasalara yönelik uygulanan politikalar finansal liberalizasyonun teşvik edilmesi yönüne ağırlık vermektedir. 1970'lerden bu yana pek çok ülke finansal serbestleşme politikalarını benimsemiş ve dünyada küreselleşmenin etkisiyle geniş çaplı bir finansal entegrasyon süreci başlamıştır. Liberalizasyon süreci genellikle sermaye akımlarının serbestleşmesi, finansal baskı politikalarının kaldırılması ve yabancı mülkiyet sınırlamalarının kaldırılması olarak karakterize edilmektedir. Finansal serbestleşme politikalarını benimseyen ülkeler, faiz oranlarının serbestleştirilmesi, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, piyasaya giriş engellerinin kaldırılması, bankacılık sektöründe hükümet müdahalesinin azaltılması ve bankaların özelleştirilmesi gibi uygulamalar gerçekleştirmişlerdir. Bu ülkeler aynı zamanda yabancı finansal araçların katılımını da teşvik edici politikalarla yer vermişlerdir. Genel olarak, finansal liberalizasyon eğilimi, devletin ekonomide doğrudan müdahalesinin azaltılmasına yönelik daha geniş bir eğilimin parçası olarak görülmektedir (Galindo, vd., 2002: 2-3; Demirgüç Kunt ve Detregiache, 1998; 4).

Finansal serbestleşmenin ekonomik gelişmeye olumlu katkılarının olacağı görüşüne sahip mükemmel piyasa modelleri, finansal serbestleşmenin hem borçlular hem de borç verenler için fayda sağlayacağı görüşünü savunmaktadırlar. McKinnon ve Shaw (1973) ile başlayan bazı araştırmalar, finansal kısıtlamaları kaldırmanın, faiz oranlarının rekabetçi piyasa dengesine doğru artması ve kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesiyle birlikte, büyüme oranları üzerinde olumlu bir etki yapabileceğini belirtmektedir. Bunlara ek olarak sermaye hesabı liberalizasyonu firmaların ucuz yabancı fonlara erişmesini sağlayarak yerli finansal sistemin verimliliğini arttırması için baskı yapmaktadır. Finansal liberalizasyon ile birlikte fon arz edenler (tasarruf sahipleri) ve fon talep edenler (yatırımcılar) arasında genişleyen finansal aracılık, yatırımların etkinliğinin artmasına neden olarak ekonomik gelişmeye katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Kapur (1983) ve Mathiesson (1979)

ise, finansal serbestleşmeyle birlikte finansal kısıtlamaların kaldırılması, faiz oranlarının yabancı sermaye yatırımları için cazip hale geleceğini fakat ekonomik gelişmeye belirli makroekonomik düzenlemelerle olumlu katkı sağlayacağını savunmaktadır. Bunlara ek olarak sermaye kısıtlılığın ortadan kaldırılması, yerli ve yabancı yatırımcıların daha fazla portföy çeşitlendirmesi yapmalarını, böylece sermaye maliyetini düşürmelerini ve fonların kullanılabilirliğini artırmalarını sağlayabilmektedir. Aynı zamanda liberalizasyon süreci genellikle, verimsiz finansal kurumları yok ederek ve finansal altyapı reformu için daha fazla baskı yaratarak, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike gibi bilgi eşitsizliği konularını hafifleterek finansal sistemin verimliliğini arttırmaktadır (Galindo, vd., 2002: 4; Ağır, 2010: 25; Ito, 2006: 305).

Literatürde yapılan sınırlı sayıdaki çalışma, geleneksel olarak finansal liberalizasyonun bankacılık krizlerinin ana belirleyicisi olduğunu varsaymaktadır. Finansal liberalizasyonun krizlere yol açacağı düşüncesi ilk olarak Alejandro (1985) tarafından gündeme getirilmiştir. 1970'lerden 1990'lara kadar Avrupa'da yaşanan finansal liberalizasyon reformlarının Avrupa'nın finansal krize karşı hassasiyetini arttırdığını ve Avrupa Para Birliği'nin başlangıcının bu süreci hızlandığı savunulmaktadır. Bu süreç, finansal düzenlemenin ve ekonomik büyümenin maliyetleri ile ilgili olarak ekonomi politikasındaki küresel eğilimleri kısmen yansıtırken, finansal serbestleşme sürecini zorunlu kılmıştır. Bu değişim dönemi İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana ortaya çıkan finansal eğilimleri hızlandırmıştır. Geniş kapsamlı olarak ilk serbestleşme 1970'li yılların sonunda Latin Amerika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Hollanda ve Almanya, sırasıyla 1960'larda ve 1970'lerde liberalizasyon politikalarını hızlandırmış; Fransa ve İskandinav devletleri, sermaye kontrollerini ve faiz tavanlarını kaldırırken aynı anda bankaları özelleştirmişlerdir. Özellikle 1980'lerin sonu ve 1990'ların başında gelişme sağlayan finansal serbestleşme Japonya ve Kore olmak üzere pek çok dışa kapalı ekonominin bu sürece dahil olmasına neden olmuştur. Finansal liberalizasyonun dünya çapındaki dalgası, hızlı teknolojik gelişmeler, geniş kapsamlı küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan şiddetli rekabet tüm dünyadaki finansal sistemleri büyük ölçüde etkilemiş ve dönüştürmüştür.

1980'li yıllardan itibaren IMF ve Dünya Bankası'nın temel politikası küreselleşmenin tüm dünyada teşvik edilmesi olmuştur. Bu doğrultuda, ülke ekonomilerinin liberalleşmesi için pek çok engelin kaldırılması hedeflenmiştir. Bu hedefler belirli standartlar oluşturularak bir politika uygulaması haline getirilmiştir. Bu uygulama, 1990 yılından itibaren Washington Konsensüsü olarak literatürde yer almıştır. 10 maddeden oluşan Washington Konsensüsü temelde ekonomide kamunun rolünün azaltılması, serbest piyasa anlayışının yaygınlaşması, mal ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, finansal liberalizasyonun gerçekleşmesi ve döviz ve kur politikalarının serbestleştirilmesi politikalarının uygulanması gerekliliğini vurgulamaktadır. Neoliberal yaklaşımın öncülüğünü yapan bu Washington Konsensüsü pek çok gelişmekte olan ülkeye yapısal uyum programları altında uygulanmıştır (Şahbaz, 2003: 39).

Avrupa Para Birliği'ne üyelik hakkını elde etmek için, finansal liberalizasyon konusunda az deneyime sahip ve günümüzde yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler de finansal piyasalarını dış sermaye piyasalarına hızla açmışlar ve eşi benzeri görülmemiş sermaye akımları ortaya çıkmıştır. Sermaye akımlarındaki bu artışlar yükselen piyasa ekonomilerinin yatırım oranlarının artmasına ve ekonomik büyümeyle birlikte refah düzeylerinin yükselmesine neden olmuştur. Ancak bu durum, özellikle finansal serbestleşme için gerekli alt yapıya sahip olmayan bu ülkelerin sıcak sermaye girişlerine ve bir kriz anında sermaye kaçırma riskine karşı daha savunmasız hale gelmelerine neden olmuştur. Özellikle 1990'lardan itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde artan sermaye akımlarının olumlu etkileri tersine dönmüş ve finansal krizler yaşanmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyonun ilk örneklerinden olan Latin Amerika ülkeleri Arjantin, Şili ve Uruguay gerekli düzenleyici ve koruyucu politikaları oluşturmadan finansal serbestleşmeye gittiklerinden dolayı bu süreçten olumsuz etkilenmişlerdir. Finansal liberalizasyon sürecine katılan pek çok ülke finansal ve reel krizlere yakalanmış ve söz konusu ülkelerde bu krizleri aşmaya yönelik pek çok politika değişiklikleri yapılmıştır (Eichacker, 2015: 324; Antzoulatos, vd., 2011: 2; Williamson ve Mahar, 1998: 11).

Çizelge 1.1. Finansal Liberalleşmeye Bağlı Olarak Yaşanan Krizler

Ülke	Krizin Nedeni	Diğer ülkelere etkileri
Meksika 1994-1995	Pezo'nun dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu cari hesap açıklarının artması, ABD'nin faiz oranlarını yükseltmeye başlamasıyla Meksika'ya sermaye girişinin azalması ve döviz rezervlerinin önemli ölçüde azalmaya başlaması	Arjantin ve Brezilya (Tekila Etkisi)
Türkiye 1994-1995	Faiz oranlarının düşürülmesiyle, fonların döviz ve borsaya yönelmesi sonucunda döviz kurlarının yükselmesi ve borçlanmanın artması.	
Asya Krizi (Tayland, Filipinler, Endonezya, Güney Kore ve Malezya 1997-1998)	1990'larda dolara bağlanan Tayland parasıyla birlikte ülkede yaşanan ekonomik gerilemeler sonucu (ihracattaki düşme, cari açıklardaki artma, şişen gayri-menkul fiyatlarının düşmeye başlaması ve bazı finans şirketlerinin zor duruma düşmesi) devalüasyon yapılması Asya bölgesinde finansal paniğe neden olmuş ve ülkelerin hepsine bu kriz yansımıştır.	Tayvan, Singapur ve Vietnam bu krizden etkilenmişler ve Japonya da ufak çaplı etkilere maruz kalmıştır
Brezilya 1999	Ödemeler dengesinin bozulması	Arjantin
Türkiye 2000-2001	Makroekonomik sorunlar(enflasyon), finansal liberalleşme (sermaye çıkışının artması), politik istikrarsızlıklar, devalüasyon, faiz oranlarındaki artış, vb.	
Arjantin 2000	Ülkeden yoğun sermaye çıkışı, ülkeden mevduat çıkışlarının artmasıyla birlikte bankacılık sisteminin bozulması, Pezo'nun değer kaybına uğraması	

Kaynak: Yay, vd. (2001); Delice (2003); Ergün (2010).

Çizelge 1.1.'de finansal liberalizasyon sürecine giren yükselen piyasa ekonomilerinin belirli dönem aralıklarında yaşamış oldukları krizler, nedenleri ve varsa krizin etki ettiği diğer ülkeler gösterilmektedir. Buradaki ülkelerin hepsi 1980 yılından sonra finansal serbestleşme politikalarını uygulamaya başlamışlardır. 1990 döneminde yükselen piyasa ekonomilerindeki krizlerin ülke çapında sebepleri olmasının yanında pek çok ortak neden bulunmaktadır. Bu kırılganlıkların ortak özellikleri şunlardır (Roubini ve Setser, 2004: 32);

- Cari hesap ve bütçe açıkları gibi makro ekonomik dengesizliklerden dolayı büyük kamu ve dış borç stoklarının birikmesi,
- Bu açıkların borçla finanse edilmesiyle ülkeleri likiditeye karşı savunmasız hale getiren ve döviz kurunda bir düşme riskini artıran borç krizine neden olması,
- Ülkenin uzun vadeli kredi itibarı için politika sağlanması konusunda oluşan şüpheler,
- Sabit veya yarı döviz kuru rejimlerinin cari hesap dengesizliği riskini arttırması,
- Zayıf bankacılık düzenlemeleri, örtülü veya açık hükümet garantileri ve aşırı yatırıma ve tehlikeli borçlanma biçimlerine aşırı bağımlılığa neden olan mikro ekonomik dengesizlikler,
- Politik dengesizlikler,
- Bir ülkenin ticaret hadlerini bozan emtia fiyat şokları, dünyanın önde gelen finans merkezlerinde meydana gelen faiz değişiklikleri ve yerli- yabancı yatırımcıların riskli finansal varlıklara yatırım yapma istekliliğindeki ani değişiklikler gibi yaşanan dış şoklar,
- Gelişmekte olan ekonomiler gelişmiş ekonomilere kıyasla şoklara daha fazla maruz kalma eğilimi göstermektedirler.

Finansal liberalizasyonun değerlendirilmesi sonucunda, ekonomik büyümede, finansal derinliğin artmasına ve kredi erişiminin genişletilmesine ilişkin beklenen gelişmelerin gerçekleşmediği düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere finansal liberalizasyon çabalarının başarısız olması ve yaşanan finansal krizler bu ekonomilere ciddi hasarlar yükselmiştir. Bu durum, finansal sektör gelişimi, ekonomik büyüme ve yoksulluğun azaltılması arasındaki ilişkileri anlamaya yönelik yeni girişimlere yol açmıştır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere daha sağlam entelektüel bir yapı sağlamak için etkin ve yoksul yanlı finans sektörü politikaları geliştirilmeye başlamıştır. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye ve kalkınmaya olan katkısının tam olarak sağlanabilmesi için finansal sistemin geliştirilmesi konusunda politika seçeneklerinin yeniden incelenmesi sağlanmış ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik olarak alt yapılarının sağlamlaştırılması ve olası

şoklara karşı güçlü hale gelmesi konusunda pek çok görüş ortaya çıkmıştır (Kirkpatrick, 2000: 363). Bu görüşleri uygulayarak finansal serbestleşmeye ve gelişmeye ayak uyduran ülkeler daha güçlü hale gelmişlerdir. Örneğin, 1997 Asya Krizi'nden sonra Asya bankalarının bilançoları, konsolidasyon, yeniden sermayelendirilme, yeniden yapılandırma ve gerçekleştirilen reformlar sonucunda belirgin bir biçimde daha güçlü hale gelmiştir (Estrada, vd., 2010: 6).

1.8. Finansal Gelişme

Finansal gelişme, tasarrufların mobilize edilmesini, ticaretin kolaylaştırılmasını, riskin çeşitlendirilmesi ve yönetilmesini sağlamak için finansal sistemlerin bilgi ve uygulama süreçlerinin iyileştirilmesi anlamına gelmektedir (Fernandez ve Tamayo, 2015: 5). Finansal aracılığın niceliği, kalitesi ve verimliliğinde iyileşme kaydedilen süreç de finansal gelişme olarak tanımlanmaktadır (Abu-Bader ve Abu-Qarn, 2008: 889-890). Yani, finansal hizmetlerin ve finansal kurumların büyümesi, finansal piyasaların çeşitlenmesi, finansal araçların zenginleşmesi gibi sistemde meydana gelen bütün ilerlemeler finansal gelişme olarak ifade edilmektedir. Finansal araçlarda çeşitliliğin artması fon arz edenler açısından, bazı varlık ve fonların vadelerinin uzatılması yoluyla tasarrufların artmasına, fon talep edenler açısından belirli yatırım araçları için borç imkanlarının seçme şansının artmasına olanak sağlamaktadır (Ahmed ve Ensari, 1998:504). Olası yatırımlarla ilgili bilgi edinme sürecinin zor ve maliyetli olması, yapılan sözleşmelerin hazırlanması ve uygulanmasının bilgi ve beceriye dayanmasının yanında belirli riskleri ve maliyetleri içermesi gibi oluşan piyasa kusurları pek çok ekonomide tasarruf akışının iyi projelere aktarılmasını ve ekonomik gelişmeyi engellemektedir. Piyasada oluşan bu kusurların birçoğu finansal gelişme ile azaltılabilmektedir. Bu bağlamda finansal gelişme, finansal araçlar sayesinde finansal kusurların iyileştirilmesine yardımcı olarak finansal sistemin temel işlevlerine bilgi akışını sağlamaktadır. Shaw (1973), finansal gelişmeyi finansal varlıkların finansal olmayan zenginlik ve çıktı birikiminden daha hızlı bir şekilde birikimi şeklinde tanımlamıştır. Levine (2005) ise, bu tanımlamayı daha kapsamlı hale getirerek finansal piyasaların, araçların ve aracılardan daha çok etkileşime girdiği, artış gösterdiği ve finansal sistemin temel işlevlerini tam

anlamıyla yerine getirdiği sürecin iyileştirilmesi olarak tanımlamıştır. Chiak, vd. (2012) ise, sadece piyasa kusurlarının giderilme derecesine göre finansal gelişmeyi tanımlanan çok dar bir açıklama olduğunu belirtmiş ve finansal gelişmeyi aşağıda belirtilen beş işlevle tanımlamıştır;

- Olası yatırımlar hakkında yeterli bilgiyi edinmek ve sermaye tahsisini sağlamak,
- Sermaye tahsisini sağladıktan sonra bireyleri ve firmaları takip ederek kurumsal yönetime katkı sağlamak,
- Riskin çeşitlenmesini ve yönetilmesini kolaylaştırmak,
- Tasarrufların bir araya getirilmesini ve harekete geçirilmesini sağlamak,
- Finansal araçların alışverişini kolaylaştırmaktır.

Finansal kurumlar ve dünyadaki pazarlar, bu önemli hizmetleri ne kadar iyi sağladığı konusunda belirgin bir şekilde farklılık göstermektedir. Aslında finansal gelişme genel olarak finansal sistemin ekonomiye sağladığı anahtar işlevlerin önemini göstermektedir. Altyapısı sağlam ve gelişen bir finansal sistem sağlıklı finansal kuruluşlar ve olumsuz şoklar karşısında ortaklaşa sağlamlık ve esneklik sağlayan düzgün, iyi işleyen finansal piyasalarla karakterize edilmektedir. Finansal yenilik kavramı ekonomide finansal derinliğin kazandırılması süreci olarak da ifade edilmektedir. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurum sayısının artması finansal derinleşmeye neden olarak toplam finansal varlıkların artmasına ve gelirin artış göstermesine olanak sağlayabilmektedir. Ulusal ve uluslararası düzeyde finansal gelişme finansal sektör tarafından fonların reel sektöre transferi ve yatırımların artış göstererek ekonominin gelişmesi açısından bir ölçü olarak görülmektedir (Mohammad, 2015: 50).

Finansal gelişme rekabetin güçlenmesine olanak sağlayarak dinamik, verimliliği artıran ve yenilikçi faaliyetleri teşvik etmektedir. Demirgüç, vd (2008) göre bir finansal sistemin etkinliği, sistemin temel işlevlerinin tam olarak yerine getirilmesine ve finansal gelişmenin sağlanmasına bağlıdır. Finansal gelişmenin sağlanabilmesi için olumsuz şoklar karşısında ortak bir biçimde dayanıklılık gösteren sağlıklı finansal kurumların ve iyi işleyen finansal piyasaların yer aldığı bir finansal

sistemin varlığı gerekmektedir. Ayrıca gelişen finansal sistemlerin istikrarının sağlanmasında birlikte etkili bir ihtiyati düzenleme ve denetleyici çerçeve gerekmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere has bir yankı uyandıran finansal gelişmenin diğer bir boyutu da finansal hizmetlere erişimin sağlanması olarak görülmektedir. Gelişmiş ülkelere göre bu ülkelerdeki firmaların ve hane halklarının erişimi sınırlı kalmaktadır. Gerekli olan finansmana erişimin sağlanamaması yatırımlar açısından ciddi bir engel teşkil etmektedir. Özetle, finansman girişimcilik için vazgeçilmez bir kaynak şeklinde ifade edilmektedir. Ana finans kurumları aracılığıyla ya da mikrofinans ve diğer uzmanlaşmış kurumlar aracılığıyla olsun, finansmana erişim fakir hane halklarının üretken faaliyetlerde bulunma fırsatlarını genişletebilmektedir. Muhtemel gelişmiş bir finansal sistem zorlu riskleri ölçebilir ve yayabilir. Bu nedenle finansal gelişme tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi, riskin dağıtılması ve verimliliğin artırılması açısından önemli hale gelmektedir. Günümüzde Uluslararası Para Fonu ve Asya Kalkınma Bankası gibi ulusal hükümetler ve uluslararası kuruluşlar tarafından finansal sektörün gelişimi ekonomik verimliliğin sağlanması açısından bir araç olarak görülmekte ve teşvik edilmektedir (Estrada, vd., 2010: 6-7; Rajan ve Zingales, 2003: 9; Lynch, 1996: 3).

Finansal azgelişmişlik genellikle makroekonomik istikrarsızlık ve yapılan düzenlemelerin başarısızlığı ile ilişkilendirilmektedir. Bu nedenle bazı kurumsal düzenlemelerin ve politikaların finansal gelişmeyi hızlandırabileceği bir görüşü bulunmaktadır. Gerschenkron (1962) hükümetin finans sektörüne katılımının özel sektör kredilerini teşvik edeceğini savunmaktadır. Bu nedenle, finansal gelişmenin önemini vurgularken kurumları görmezden gelmemek önemlidir, daha güçlü kurumlar finansal gelişmenin etkinliğini artırabilir, aynı zamanda finansal gelişme sürecini de kolaylaştırabilmektedir. Halk arasında kamu tahvilleri için oluşan likit piyasaların şirket tahvil piyasaları için bir gelişim sağlayacağı ile ilgili genel bir görüş birliği bulunmaktadır. Ancak, büyük ve kalıcı bütçe açıkları özel tasarrufların büyük bir bölümünü ele geçirmekte ve özel kredi piyasalarını sınırlandırmaktadır. Bu durum ciddi finansal baskılara neden olmaktadır. Özel kredi ve yatırımlardan kaynaklanan bu sıkıntı özellikle üretken yatırımlar için sınırlı miktarda finansman kaynağı ile karşı karşıya olan ve kamu harcamalarının kalitesinin nispeten düşük

olduğu gelişmekte olan ülkelerde geçerli olmaktadır (Fernandez, Tamayo, 2015: 16-18; Demetriades, 2008: 4).

1.9. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi

Son yıllarda finansal gelişmenin potansiyel belirleyicilerine yönelik çalışmalar hız kazanmıştır. Finansal gelişme pek çok etkinlik ve kurumun etkileşimini içeren bir süreçtir. Dolayısıyla finansal gelişmeyi tek bir ölçütle açıklamak zordur. Yapılan çalışmalarda genellikle iyi işleyen finansal sistemlerin özelliklerine göre değerlendirmeler göz önüne alınmıştır. Finansal gelişmenin ölçütlerinin ülkeler arasında bazı farklılıklar gösterdiği bu farklılıkların özellikle yasal düzenlemelerin ayrışmasından kaynaklandığı görüşü ortaya çıkmıştır (Beck, vd., 2001: 2).

Etkili politika oluşturma, uygulama ve değerlendirme için iyi tanımlanmış finansal gelişim ölçüm setleri gerekmektedir. Finansal gelişmenin ölçülmesinde pek çok yöntem kullanılmaktadır. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurum sayısı ve çeşitliliğinin artması, finansal araçların çeşitliliğinin artması finansal gelişme göstergesi olarak kabul edilmektedir (Lynch, 1996; Levine, 1997; Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996; Levine ve Zervos 1998; Demetriades, 2008;). Ancak bu genel göstergelerin yanında çeşitli endekslerde bulunmaktadır. Finansal gelişme çok geniş bir alanı kapsamakta olduğu için, ölçülmesi de çok kapsamlı boyutlardan oluşmaktadır. Genellikle ekonometrik analizlere dahil edilen finansal gelişme ölçütlerinin zamanla gösterdiği değişikliklere dikkat edilmektedir. Finansal gelişme ölçütleri değerlendirilirken özellikle 1980 sonrası dönem dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda finansal gelişme ölçütleri ile ilgili göstergeler beş ana başlıkta toplanmaktadır. Bunlar miktar göstergeleri, yapısal göstergeler, finansal fiyat göstergeleri, ürün çeşitliliği ile ilgili göstergeler ve değişim maliyetleri ile ilgili göstergelerdir (Mohammad, 2015: 50; Ağır, 2010: 89).

1.9.1. Miktar Açısından Finansal Gelişimin Ölçülmesi

Para ve kredi toplamalarına dayalı nicelik göstergeleri finansal gelişmenin geleneksel ölçütlerini oluşturmaktadır. Parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler, sermaye piyasası göstergeleri ve mali varlık stokuna ilişkin göstergeler

genel olarak finansal gelişme ile ilgili yapılan tüm çalışmalarda kullanılan ortak değişkenler olarak kullanılmaktadır (Lynch, 1996: 6).

1.9.1.1. Parasal Büyüklükler

Finansal gelişmeyle ilgili yapılan çalışmaların pek çoğunda parasal büyüklükler kullanılmaktadır. Parasal büyüklükler genellikle dar anlamda tanımlanan para arzı (M1), geniş anlamda tanımlanan para arzlarının (M2, M3) GSMH'ya oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Yani M1/GSMH, M2/GSMH, ve M3/GSMH olarak gösterilmektedir (Lynch, 1996: 7). Hesaplamalara dahil edilen para arzı tanımlamaları aşağıdaki gibidir (TCMB, 2017; Erdem, 2008: 21-23);

$M1 = \text{dolaşımdaki para} + \text{vadesiz mevduat (yerli ve yabancı para cinsinden)}$

$M2 = M1 + \text{vadeli mevduat (yerli ve yabancı para cinsinden)}$

$M3 = M2 + \text{repo} + \text{para piyasası fonları} + \text{ihraç edilen menkul kıymetler}$

M1/GSMH ölçütünün ekonomik parasallaşma süresini takiben sağlanan finansal gelişmenin devamlılığında düşmesi beklenmektedir. Çünkü M1 dolaşımdaki para miktarı olarak tanımlanmaktadır. Dolaşımdaki para miktarının büyük olması finansal azgelişmişliğin göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Tam tersi durum ise finansal gelişmişliği göstermektedir (Ağır, 2010: 91).

M2/GSMH oranı da halkın bankacılık sistemini kullanım miktarı ile ilgili bilgi verdiği için finansal gelişmişliğin bir ölçütü olarak kabul edilmektedir. Değer saklama fonksiyonunu gösteren veri olarak bilinen M2'nin likitidesi M1'e göre daha düşüktür. Bu durum M2'nin parasal büyüklük açısından, gelir seviyesi ve temel ekonomik büyüklükleri açıklama gücünün diğerlerine göre daha fazla olmasına neden olmaktadır. M2/GSMH oranının artması toplumda harcama alışkanlıklarının giderek vadeli hesaplar üzerinden yapıldığını göstermektedir (Lynch, 1996: 7). Bu oranın yüksek olması finansal aracılık düzeyinin gelişmiş olması anlamına geldiği için finansal gelişmişliğin göstergesi olarak önem taşımaktadır. Finansal gelişmişliğin ölçütü olarak yabancı ülke paraları cinsinden açılan mevduat hesaplarını da göstermektedir. Dolayısıyla bu oranın yüksek olması para ikamesinin de yüksek olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda bankacılık sisteminde mevduat hesaplarının hangi miktarda yabancı paradan oluştuğu ile ilgili bilgi vermektedir. Bu

oranın yüksek olması finans sektöründe yaratılan fonların reel sektörün fon ihtiyaçlarını karşıladığı anlamına gelmektedir (Lynch, 1996: 7; Öztürk, 2014: 32-33; Erdem, 2008: 22-24)..

Parasal göstergelerinin sonuncusu, resmi kuruluş mevduatlarının da ölçütün içerisinde girdiği M3/GSMH oranı olarak ifade edilmektedir. Bu oranın artması da finansal gelişmişliğin var olduğu düşüncesini ortaya koymaktadır (Ağır, 2010: 91).

1.9.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler

Finansal gelişmenin ölçülebilmesi için ülkelerdeki mevcut kredilere ilişkin göstergeler de çoğunlukla kullanılmaktadır. Finansal gelişimin göstergesi olarak kullanılan kredilerin boyutu üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar, yurt içi toplam kredi hacmi (YİKH) ile özel sektöre verilen krediler (ÖSKH) değişkenlerinden türetilebilecek (yurt içi kredi hacminin milli gelire oranı (YİKH/GSMH), özel sektöre verilen kredilerin milli gelir içerisindeki payı (ÖSKH/GSMH) veya özel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içerisindeki payı (ÖSKH/YİKH) olarak ifade edilmektedir. Yurt içi kredi hacminde ve özel sektöre verilen kredi hacmindeki artışlar finansal gelişmenin sağlanması açısından önem teşkil etmektedir. Finans sektöründe yaratılan fonların reel kesime aktarılması finansal gelişmeye katkı sağlamaktadır. Bu oranın yüksek olması finansal gelişmeyi arttırarak ekonomik gelişmeye de katkı sağlamaktadır. Özellikle özel sektöre ilişkin kredilerin büyüklüğü firmaların sermaye stokuna pozitif bir etki sağlayarak gelişmesine ve yeni pazarlar bulmasına olanak sağlamak ve gelişmişliğin ölçütleri arasında daha çok kabul görmesine neden olmaktadır (Ağır, 2010: 92; Mohammad, 2015: 51; Erim ve Türk, 2005: 23).

1.9.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri

Finansal gelişmişliğin önemli göstergelerinden biriside sermaye piyasasının büyüklüğüne ilişkin göstergelerden oluşmaktadır. Bu göstergelerden birincisi, piyasadaki hisse senetleri değerinin GSMH'ya oranı ikincisi ise, piyasadaki şirketlerin sayısı olarak belirlenmektedir. Piyasa faaliyetlerinin göstergesi olan hisse senetleri değerinin GSMH'ya oranı aynı zamanda ekonomi genelinde piyasa likitidesini ölçmek içinde bir veri olarak kullanılmaktadır. Sermaye piyasalarının

likitidesinin ölçülmesi için kullanılan diğer bir veri ise, işlem hacminin piyasa değerine oranıdır. Bu oran aynı zamanda borsa kapitalizasyon oranı olarak da ifade edilmektedir. Bu oranın yüksek olması hem düşük işlem maliyetlerinin bir göstergesi hem de firmaların ihtiyacı olan fonların sağlanmasına olanak tanıdığı için daha likit bir sermaye piyasasının varlığını göstermektedir (Huang, 2010: 15; Yetiz ve Şimşek, 2017: 10). Levin (1991)'e göre borsalar likitide yaratarak ekonomik faaliyetleri olumlu etkileyebilmektedir. Birçok kârlı yatırım, uzun vadeli bir Sermaye Taahhüdü gerektirir. Ancak yatırımcılar çoğu zaman tasarruflarının kontrolünü uzun süreler boyunca bırakmaktan çekinmektedirler. Bu nedenle likit sermaye piyasaları yatırımları daha az riskli ve daha cazip hale getirerek tasarruf sahiplerinin bir varlık öz sermayesi edinmesine ve tasarruflarına erişmeleri gerekiyorsa veya portföylerini değiştirmek istiyorlarsa, bu varlıkların hızlı ve ucuz bir şekilde satılmasına izin vermektedir. Borsalar daha uzun vadeli ve daha karlı yatırımları kolaylaştırarak Sermayenin dağılımını iyileştirmekte ve uzun vadeli ekonomik büyüme beklentilerini güçlendirmektedir (Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996: 229).

Levine ve Zervos (1998) finansal gelişmeyi değerlendirebilmek için ekonomideki borsa likitidesi ve büyüklüğünün yanı sıra oynaklığın (volatilite), dalgalılığın ve dünya sermaye piyasası ile entegrasyonunun amprik göstergelerine de ihtiyaç olduğunu savunmaktadır. Entegrasyon ölçütleri için uluslararası sermaye varlık fiyatlandırma modeli (CAPM) ve uluslararası arbitraj fiyatlandırma teorisi (APT) kullanılmaktadır. Her iki varlık fiyatlandırma modeli, her varlığın beklenen getirisinin bir karşılaştırma portföyü ile veya bir grup kıyaslama portföyünün doğrusal bileşimi ile doğrusal olarak ilişkili olduğunu ima etmektedir. Oynaklık, hisse senetleri getirilerinin yıl içerisindeki standart hatalarının ölçülmesiyle dalgalılık ise, 10 büyük hissenin piyasa değeri içindeki payının ölçülmesiyle hesaplanmaktadır. Finansal gelişmişliğin pozitif olduğu sonucuna ulaşılması için oynaklık ve dalgalılık oranının düşük olması gerekmektedir. Sermaye piyasalarına ilişkin bu göstergeler piyasa değerinin oranını yani, mevcut pazar büyüklüğünün ticaretle eşleşip eşleşmediği hakkında bilgi vermektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesinin finansal gelişmeye önemli derecede etkileri bulunmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 34).

1.9.1. 4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Göstergeler

Hem parasal hem de sermaye piyasalarına ilişkin göstergeleri bir arada ölçme fırsatı yaratan gösterge mali varlık stokuna ilişkin ölçütlerdir. Bu ölçüt ekonomide tüm finansal varlıkları ifade eden göstergelerin milli gelire oranı (mali varlık stoku/ GSMH) ile bulunmaktadır. Mali varlık stoku içerisinde parasal göstergeler, bankacılık toplam mevduat (döviz tevdiat hesapları dahil) miktarı, finansal aracılardan toplam varlıkları ve kamu-özel sektör menkul kıymet göstergeleri bulunmaktadır. Bu oranın yüksek olması mali varlıklarda bir artışın olduğunu göstermekte ve bu artışa bağlı olarak yatırım harcamalarında da artışların meydana gelebileceğini ifade etmektedir (Ağır, 2010: 93; Kanberoğlu, 2014: 84-91).

1.9.2. Yapısal Ölçümler

Finansal sistemdeki gelişmeler ekonomik gelişmenin önemli yapıtaşlarından birisi olarak görülmektedir. Yapısal ölçümler finansal sistemin farklı unsurlarının önemini belirlemek için kullanılmaktadır. Bu ölçütlerden ilki geniş anlamda para arzının dar anlamda pazar arzına ($M2/M1$) oranıdır. $M2/M1$ oranının yüksek olması mevduat miktarındaki artışın işlem bakiyelerinden daha fazla arttığının bir göstergesidir. Bu oranın yüksek olması ekonomilerin finansal gelişim seviyesi ile doğru orantılıdır. İkinci ölçüt ise, menkul kıymet piyasaları ve mali araçlar arasındaki dengeyi göstermek için kullanılan menkul kıymet piyasası büyüklüğünün geniş para arzına oranıdır. Menkul kıymet piyasasının büyüklüğü özkaynak, tahvil ve kısa vadeli borçlanma tutarlarının toplamı olarak hesaplanmaktadır. Bu oranın büyüklüğü de finansal gelişmenin boyutunu göstermektedir (Lynch, 1996: 10-11).

1.9.3. Finansal Fiyatlar

Finansal sektörün önemli karakterlerinden olan Mc Kinnon ve Shaw başta olmak üzere pek çok görüş gelişmiş finansal sistemlerin bir ekonomide bireylerin zaman tercihi ve büyüme fırsatlarını olumlu yönde etkileyen ve ekonomik beklentileri yansıtan pozitif reel faiz üretmesi gerekliliğinden yanadır. Bu görüş hem Neoklasik hem de içsel büyüme modelleri ile uyumludur. Reel faiz oranları finansal fiyatların oluşumunda önemli bir etkiye sahip olduğu için finansal gelişmenin önemli kaynaklarından birisi haline gelmiştir (Lynch, 1996: 12). Reel faiz oranları özellikle

gelişmekte olan ülkeler için finansal gelişmenin ve yatırımların artması için temel aktör olarak görülmektedir. Ekonomideki reel faiz oranlarının seviyesi hızla değişen ekonomik şartlara uyumda esneklik kazandırarak finansal gelişme düzeyinin belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Finansal tasarruflar reel faiz oranları artışına bağlı olarak yatırım artışı sağlayabilmektedir (Mohammad, 2015: 51).

1.9.4. Ürün Çeşitliliği

Finansal gelişme göstergelerinden birisi de finansal araç çeşitliliğidir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkeler de finansal araçların çeşitliliği fazladır. Bu çeşitliliğin artması fonların daha çok yatırım alanlarına dönüşmesini ve riskin dağıtılmasına olanak sağlamaktadır. Finansal araçlar sermaye ve para piyasası araçları olarak ikiye ayrılmaktadır. Vade bakımından değişiklik gösteren bu araçlardan para piyasası araçları daha likit sermaye piyasası araçları daha az likittir. Finansal gelişme açısından zayıf piyasalarda sermaye piyasası araçları, finansal gelişme açısından güçlü piyasalarda para piyasası araçları kullanılmaktadır. Böylece, finansal sistem içerisindeki para ve sermaye piyasası araçlarının artması finansal gelişmeyi ve buna bağlı olarak ekonomik gelişmeyi olumlu yönde etkilemektedir (Öztürk, vd., 2010: 100).

1.9.5. Değişim Maliyeti

Finansal sistemde fon arz ve talep edenlerin işlemleri çoğunlukla finansal aracılar sayesinde gerçekleşmektedir. Bu aracılık hizmetleri karşılığında tasarruf sahiplerine verilen mevduat faizi ve yatırım yapanlardan alınan kredi faizi arasındaki fark aracı kuruluşlar tarafından aracılık bedeli olarak tahsil edilmektedir. Gelişmiş ve iyi işleyen finansal sistemlerde aracılık maliyetleri düşük olmaktadır. İşlem maliyetlerinin düşük olması ise, yatırım talebi artışına neden olarak ekonomik gelişmeye katkı sağlamaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 17).

İKİNCİ BÖLÜM

YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

Yükselen piyasa ekonomisi (Emerging Market Economy) terimi ekonomi literatürüne 1981 yılında Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan Uluslararası Finans Kurumu'nda (IFC) görev yapan Antoine W. Van Agtmael'in Tayland'da bir konferans da yapmış olduğu konuşma sırasında ortaya çıkmıştır. Kısa süre içerisinde kabul görmeye başlayan bu kavram düşük-orta düzeyde gelire sahip gelişmekte olan ülkeler için kullanılmaya başlamıştır. Yükselen piyasa ekonomileri, adil olmayan gelir dağılımını, ekonomik, sosyal ve siyasal sorunları çözmek için reformlar yapmaya karar veren ve uzun dönemli planlar yapan, uygulanan bu planlar neticesinde ülkenin milli gelirini arttıran ülkeler şeklinde tanımlanmaktadır (Çivi ve Çavuşgil, 2001: 117; Atik, 2005: 5).

Dünya ekonomisinde yükselen ekonomiler ihracat, doğrudan yabancı yatırımlar ve kaynaklar açısından daha cazip hale gelmiştir. Gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomileri endüstri, rekabet, ticari sınırlamalar, ticaret hacmi ve doğrudan yabancı yatırım özellikleri açısından değerlendirilmiş ve yükselen piyasa ülkelerinin gelişmiş ülkeleri yakınsadıkları görülmüştür.

2.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Tanımı

Yükselen piyasa ekonomileri için yaygın olarak kabul edilen bir tanımlama bulunmamakla birlikte, bu tanımlamaların üç ortak özelliği bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, genellikle kişi başına düşen GSYİH olarak dikkate alınan ekonomik kalkınmanın mutlak seviyesi ikincisi, GSYİH büyüme oranı ile gösterilen ekonomik kalkınmanın göreceli hızı üçüncüsü ise, piyasa yönetim sistemi ve özellikle de serbest piyasa sisteminin kapsamı ve istikrarıdır. Yükselen piyasa ekonomilerinin belirlenmesinde sıklıkla kullanılan ölçütler kalkınmanın mutlak seviyesi ve sezgisel olarak bir yatırımcı için cazip büyüme oranlarına sahip olan ülkeler olarak görülmektedir. İlk iki kriterin yanında piyasanın kapsamı ve istikrarı da yükselen piyasalardaki potansiyel yatırımcılar için çok kolay tanımlanamayan ancak kritik önem taşıyan bir göstergedir (Arnold ve Quelch, 1998: 7-9).

Simon (1997)'e göre, hızlı bir yükseliş sürecini temsil eden yükselen piyasa ekonomileri genel olarak piyasa ekonomisine geçiş yapan ülkelere olmaktadır. Bu ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek bir kapasiteye sahip olması aynı zamanda yatırımcıların daha fazla kazanç sağlamasına olanak sağlamaktadır (Cristina ve Gheorghe, 2014: 40). Yükselen piyasa olgusu aslında yakın zamanda yoğun gelişme politikaları uygulayan ve ekonomik performansı yüksek gelişmekte olan ülkeleri ifade etmektedir. Dünyadaki ülkelerin geneli bu kategoriye dahil olmaktadır. Dolayısıyla yükselen piyasa ekonomisi olarak ifade edilen ülkelerin en önemli ayırt edici özellikleri dışa açık ekonomik reformları gerçekleştirmiş ve gelişme sağlamış olmalarıdır. Bunun dışında artan ekonomik özgürlük, küresel piyasalarla bütünleşme, genişleyen bir orta sınıf, yaşam, toplumsal istikrar ve hoşgörü standartlarının iyileştirilmesi de bu ülkelerin yükselen sıfatını taşımalarına neden olan özelliklerdir. Bu sürecin bir parçası olarak gelişmekte olan ülkeler hem yerli hem de yabancı yatırımlar açısından hızlı bir büyüme süreci yaşamaktadırlar (Economy watch, 2010; Singh, 2010:1; Khan, 2015: 2).

Yükselen piyasa ekonomileri hızlı sanayileşme, modernizasyon ve ekonomik büyüme yaşayan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır. Bu piyasalar cazip pazarları ve düşük maliyetli üretim üslerini aynı zamanda gelişmekte olan ticari alt yapı ve yasal sistemler ile yüksek riskli ticaret ortamlarını temsil etmektedir (Çavuşgil, vd. 2012: 253). Bu grupta sınıflandırılan ülkeler ekonomik liberalizasyonu birincil büyüme motoru olarak kullanan orta gelirli ancak hızlı büyüyen ülkelerdir (Hoskisson, vd., 2000: 249). Yükselen piyasa ekonomilerinin performansı ve üretkenlikte meydana gelen artışlar gelişmiş ekonomilere göre var olan gelir açığının kapatılmasına olanak sağlamak ve ülkeler arasındaki dış bağlantılardaki farklılıkları ve politikaları yansıtan heterojenliği maskeleymektedir (Cubeddu, vd., 2014: 4).

Gelişmekte olan ülkeler dünya nüfusunun ve topraklarının çoğunluğunu oluşturmakta ve değişen dünyada hızlı gelişmeye devam etmektedirler. Bu ülkeler iş, kültür, ekonomi, finansal, kurumsal, hukuki, politik ve sosyal çevreler olarak yeniden değerlendirilmek, iş dünyasının işleyişiyle ilgili alınan bilgelikleri yenilemek, mevcut teorilere ve bunları destekleyici kanıtlara derinlemesine kavrayış sağlamak ve dünyanın en yoksul ülkeleri de dahil olmak üzere tüm çevrelerde insan refahını

artıracak yeni buluşlar yapmak amacıyla giderek daha fazla tanınmaktadırlar (Kearney, 2012: 160).

Yükselen piyasa ekonomileri, ekonomilerini pazar yönü doğrultusunda yeniden yapılandıran ve ticarete, teknoloji transferlerinde ve doğrudan yabancı yatırımlarda önemli fırsatlar sunan ülkeler olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubundan yükselen ülkeler sınıflandırmasına geçiş yapan bu ülkelerin her biri bireysel pazarlar anlamında büyük önem taşımaktadır. Ayrıca yükselen piyasa grubunun bir bütün olarak birleşmesinin küresel ekonominin ve siyasetinin şeklini değiştireceği düşünülmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında dünya ekonomisinde artan bir role sahip olan bu piyasaların cazibesini arttıran iki temel güç bulunmaktadır. Birincisi bu ülkelerdeki ekonomik büyümenin bir sonucu olarak daha yüksek harcanabilir gelir sergileyen tanımlanabilir bir hedef pazar ortaya çıkmıştır. İkinci olarak, şu anki teknolojik devrimden önce mümkün olamayan üretim üssünün ve dağıtım kanallarının kurulması için gereken zaman ve maliyet, teknolojik gelişmeler yoluyla küçük ve orta büyüklükteki organizasyonların mali açıdan erişilebilirliği şeklinde ifade edilebilmektedir (Singh, 2010: 16).

2.2. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Tarihsel Gelişimi

1990'lı yıllarda liberalleşme, özelleştirme ve mali disiplin ile ilgili fikirleri içeren Whashington Uzlaşısı ile pek çok gelişmekte olan ülkede bir dizi reformlar uygulanmıştır. Bunların yanında gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilir üretim ve tüketimin sağlanması küresel olarak en popüler politika yapma stratejilerinden biri haline gelmiştir. Çoğu gelişmekte olan ülke tarafından piyasaya dayalı politikaların yaygınlaştırılmasından ötürü "yeni sanayileşen ülkeler" terimi yerini daha geniş piyasa ekonomileri ifadesine bırakmıştır. Özellikle Latin Amerika ticaret reformu konusunda en kapsamlı reformu üstlenmiştir. Bu reformlar Asya ve Afrika'nın bazı bölgelerinde uygulanmıştır. O dönemlerde yükselen piyasa özelliğine sahip ülkeler daha çok Doğu-Asya ülkeleri olduğu için uzun süre Asya Kaplanları olarak anılmıştır. Daha sonra bu gruba Güney Amerika, Türkiye ve Rusya gibi ülkelerde katılmıştır. Bugün yükselen piyasa ülkeleri olarak yapılan sınıflandırılmada otuz civarında ülkenin olduğu kabul edilmektedir. Ancak o zamandan beri, bu yeniden yapılandırılmış ekonomilerin çoğunun sonraki büyüme oranları, Çin ve Hindistan

gibi diğer gelişmekte olan ülkelerinkinden daha düşük performans göstermiştir (Blackrock, 2011: 13; Hoskisson, vd., 2000: 249; Arslan, 2009). Dezavantajlarına rağmen yükselen piyasa ekonomileri dünya pazarlarında önemli yarışmacılar haline gelen yeni küresel rekabetçiler üretmeyi başarmışlardır. Yakın zamanda dünyanın önde gelen danışmanlık firması Boston Consulting Group yapmış olduğu araştırmada, başta Çin ve Hindistan olmak üzere Meksika, Rusya, Brezilya ve Türkiye'den de ilk yüz firmayı tespit etmiştir. Bu firmaların kendi ülkelerindeki düşük maliyetli işgücünden yararlanmasının yanında gelişmiş ekonomilerdeki rakiplerinden daha üstün mühendislik ve yönetsel beceriden yararlanmaktadırlar. Bu firmaların diğer bir avantajı ise kendi ülkelerindeki yerli banklardan düşük faizli kredilere erişebilme olanaklarının bulunmasıdır (Çavuşgil, vd: 2001: 253).

Dünya ekonomisinde yükselen ekonomiler son on yılda olumlu dış faktörler ve gelişmiş politika çerçeveleri sayesinde, büyümelerini yaklaşık olarak %4,3 oranında arttırmış ve bununla birlikte ihracat, doğrudan yabancı yatırımlar ve kaynaklar açısından daha cazip hale gelmiştir. Bu reformların hem iç pazarlar hem de tüketiciler üzerindeki etkisi önemlidir; örneğin son yıllarda Brezilya, Çin, Hindistan ve Doğu Avrupa ülkeleri gibi en hızlı büyüyen ülkeler en çok yabancı yatırım çeken ülkeler arasında ilk sırada yer alırken bunları Orta Doğu ve Afrika'nın gelecek vadede gelişmekte olan piyasaları izlemiştir. Bu olumlu koşullar ticaretin ve finansal liberalizasyonun devam etmesiyle birlikte, sermaye akımlarında ve yatırımlarda bir artışa neden olmuş ve verimlilik artmıştır (Cubeddu, vd., 2014: 5; Singh, 2010: 1).

Dünya ekonomisinin kürselleşmesi tüketicileri her zamankinden daha geniş yabancı ürün yelpazesine maruz bırakmıştır. Bu eğilim Rusya, Polonya, Macaristan gibi Orta ve Doğu Avrupa'nın ekonomik manzaralarını sarsan dramatik reformlarla birleşince eski Sosyalist ülkelerdeki tüketiciler küresel pazarda daha aktif katılımcılar olmaya başlamıştır. Bu ülkeler 1989 yılından itibaren planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte gerekli reformlar ve uluslararası pazarlara girebilmek için ülkeler aralarında stratejik ittifaklarda gerçekleştirmişlerdir. Bu ittifaklar ortakların risk ve kaynakları paylaşımları, bilgi sahibi olmaları ve pazarlara erişim elde etmeleri için

tasarlanmıştır. Örneğin, geçiş sürecinde öncelikle Polonya ve Macaristan Japonya ile işbirliği başlatmış daha sonra diğer ülkeler de (Çekoslovakya, Romanya, Bulgaristan, Yugoslavya ve Arnavutluk) dahil olmuştur. Polonya küçük ve orta ölçekli işletmelerin geliştirilmesi, Macaristan verimliliğin artırılması, ulaşım ve devlet kontrolündeki işletmelerin iyileştirilmesi gibi bir dizi reformlar gerçekleştirmiş ve bu ülkelerden pek çoğu önemli ilerlemeler kaydetmiştir (JICA, 2002: 100). Bunların yanında Kuzey Amerika ile Kanada ve Meksika gibi ülkeler arasındaki işbirliklerinin artması da bu ittifaklara örnek olmaktadır. 1994 yılında yürürlüğe giren NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) çerçevesinde ABD, Meksika ve Kanada ile serbest ticaret alanının kurulması konusunda anlaşmaya varmıştır. Yapılan bu anlaşma ile Meksika ve Kanada önemli pazar paylarına ulaşarak dış ticarete önemli avantajlara sahip olmuş ve verimliliklerini arttırmaya başlamışlardır. Meksika aynı zamanda Latin Amerika ülkeleriyle de bir takım ticaret anlaşmaları gerçekleştirmiş ve dünya ticaretinde önemli paylara sahip olmaya başlamıştır (Şen, vd., 2008: 17).

Son yıllarda uluslararası alanda yaşanan bu gelişmelerin temel kaynağını, sermaye hareketliliğin serbestleşmesi ve teknolojik gelişmeler oluşturmaktadır. Kaynak bolluğu yaşayan ancak bu kaynakları verimli alanlarda değerlendirme fırsatı bulamayan yükselen piyasa ekonomileri liberalleşme politikaları sayesinde gelişmiş ülkeler için çeşitli fırsatlar sunmaktadırlar. Dünya genelinde yaşanan bu değişimlere olanak sağlayan pek çok faktör bulunmaktadır. Ülkelerin birbirleriyle bütünleşmesine ve gelişmesine olanak sağlayan küresel düzene etki eden bazı önemli olaylar bulunmaktadır. Ülkeler arasındaki dayanışma ve işbirliklerinin artması, gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkenin GATT (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması) hükümlerini kabul edip uygulamaya koyması, iletişim, haberleşme ve ulaşım alanında dünya genelinde yaşanan gelişmeler ve dış ticaret engellerinin kaldırılmaya çalışılması gibi gelişen olaylar pek çok gelişmekte olan ülkenin adının yükselen piyasa ekonomisi olarak anılmasına olanak sağlamıştır (Çivi ve Çavuşgil, 2001: 114-115).

Gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomileri endüstri, rekabet, ticari sınırlamalar, ticaret hacmi ve doğrudan yabancı yatırım özellikleri açısından

değerlendirilmiş ve yükselen piyasa ülkelerinin gelişmiş ülkeleri yakınsadıkları görülmüştür.

Çizelge 2.1. Gelişmiş, Gelişmekte Olan ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Ticaret Koşullarının Karşılaştırılması

	Gelişmiş Ekonomiler	Gelişmekte olan Ekonomiler	Yükselen Piyasa Ekonomileri
Sanayi	Gelişmiş	Fakir	Hızlı gelişen
Rekabet	Sürdürülebilir	Sınırlı	İlımlı fakat artan
Ticari Sınırlamalar	En az	Artan	Hızlı serbestleşen
Ticaret Hacmi	Yüksek	Düşük	Yüksek
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Yüksek	Düşük	Yüksek orta

Kaynak: Çavuşgil, vd. 2012.

Yükselen piyasa ekonomilerinden özellikle Hong Kong, İsrail, Singapur, Güney Kore ve Tayvan dinamik bir şekilde gelişme göstermekte hatta gelişmiş ekonomilerin bile önüne geçmektedir. 2012 yılında Avrupa Birliğine üye olan Bulgaristan ve Romanya'da istikrarlı para ve ticaret politikaları benimsemiş, Batı Avrupa'dan yatırım çekebilmek için düşük maliyetli emeği kullanarak gelişme göstermeye başlamışlardır. Benzer şekilde, halihazırda gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılan bazı ülkelerin yakın gelecekte yükselen piyasa ekonomilerin potansiyeline erişeceği düşünülmektedir (Çavuşgil, vd., 2012: 259).

2.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Sınıflandırılması

Yükselen piyasa ekonomileri son yirmi yıldaki sürekli araştırmaların odağını oluşturmaktadır. Dünya insanların ve topraklarının çoğunluğunu oluşturan bu ülkeler gelişmiş dünyadan daha hızlı büyümeye devam etmektedir. Yükselen piyasa terimi ortak bir kullanım olmasına rağmen bu sınıflandırmaya dahil olan ekonomileri neyin oluşturduğunun genel kabul görmüş bir kriteri bulunmamaktadır. Sonuç olarak yükselen piyasa olarak sınıflandırılan ülkeler farklı kategoriler, metodolojiler ve derecelendirmeler kullanılarak bir dizi uluslararası finans kuruluşu tarafından düzenli olarak gözden geçirilmektedir. Bu sınıflandırmaları yapan kuruluşlar başta IMF olmak üzere FTSE, MSCI, S&P Dow Jones, EM, EMGP'dir (Kearney, 2012: 161).

Küresel ekonomik büyümeyi ve finansal istikrarı artırmayı, uluslararası ticareti teşvik etmeyi ve yoksulluğun azaltılmasını amaçlayan uluslararası bir organizasyon olarak kurulan IMF, 189 üye ülkeden oluşmaktadır. IMF'nin faaliyetleri arasında genellikle küresel parasal işbirliğinin güçlendirilmesi, finansal istikrarın sağlanması, uluslararası ticaretin kolaylaştırılması, yüksek istihdam ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin teşvik edilmesi ve dünya genelinde yoksulluğun azaltılması gibi politikalar yer almaktadır. Bu bağlamda IMF ülkeleri çeşitli özellikleri göz önünde bulundurarak gelişmiş, yükselen piyasa ve düşük gelirli ülkeler olarak sınıflandırmaktadır. Yapılan bu sınıflandırmaya göre toplam 29 tane ülke yükselen piyasa ekonomisi olarak sıralanmıştır. Bu ülkeler, Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Şili, Kolombiya, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Ürdün, Kazakistan, Kenya, Litvanya, Malezya, Meksika, Fas, Nijerya, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya, Sudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'dir (IMF, 2014a: 64).

FTSE (Financial Time Stock Exchange) Londra Borsasının ve Financial Times'ın ortak bir kuruluşu olarak faaliyet gösteren, dünya çapında binlerce şirketi kapsayan sürdürülebilir verileri, analitiği, derecelendirmeleri ve endeksleri sağlamada uzmanlaşarak müşterilerine portföy dağılımı, yatırım stratejisi ve risk dağıtımını gibi hizmetler sunan bir kurumdur. FTSE ülkelerin küresel hisse senedi içerisinde yer alan borsalarını gelişmiş, ileri yükselen piyasa, ikincil yükselen piyasa ve sınır ülkeleri olarak sınıflandırmaktadır. FTSE belirlemiş olduğu belli başlı kriterlere göre ülkeleri bu dört grupta sınıflandırmaktadır. Ülkelerin sınıflandırılmasında pazar kalitesi, ekonomik gelişme (büyüme), tutarlılık, öngörülebilirlik, istikrar, piyasaya giriş kolaylığı gibi özellikler dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda, ileri yükselen piyasa olarak sınıflandırılan ülkeler Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Güney Afrika, Tayvan, Tayland ve Türkiye'dir. İkincil yükselen piyasa olarak sınıflandırılan ülkeler ise, Şili, Çin, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Pakistan, Peru, Filipinler, Katar, Rusya, Birleşik Arap Emirlikleri ve 2018 itibari ile Kuveyt'tir (FTSE, 2017: 2-9).

MSCI (Morgan Stanley Capital International) ülkeleri uluslararası yatırım camiasının görüş ve uygulamalarını kapsamlı ve tutarlı bir yaklaşımla sektörel bazda küresel ve bölgesel karşılaştırmalarla sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırmayı yaparken Yükselen Piyasalar Endeksi'ni kullanmaktadır. Küreselleşmenin boyutlarının giderek artmasına bağlı olarak finansal piyasaların daha da bütünleşmesi şirketlerin birden fazla ülkede faaliyet göstermesine olanak sağlamak ve performanslarında olumlu etkiler yaratmaktadır. Buna ek olarak profesyonel yatırımcılarda istenmeyen etkileri anlamaya çalışmaktadır. Bu etkileri belirlemenin en iyi yolu da bu endeksten yararlanmaktır. Bu bağlamda Yükselen Piyasalar Endeksi yatırımların değerlendirilmesi açısından ülkeleri kategorize etmek için kullanılmaktadır. MSCI 25 ülkeyi yükselen piyasa ekonomisi olarak sınıflandırmaktadır. Bu ülkeler arasında Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Yunanistan, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Katar, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye ve Birleşik Arap Emirlikleri'nden oluşmaktadır (MSCI, 2017).

Son yıllarda küresel doğrudan yabancı yatırım pazarındaki önemli gelişmeler çok uluslu şirketlerin gelişmekte olan ülkelere hızlı yükselişinden kaynaklanmaktadır. Çokuluslu şirketlerin gittikçe çeşitlilik gösteren doğaları, varlıkları, faaliyetleri ve politikalarını anlamak, bu firmaların yatırımlarının, bulundukları ülkelerdeki ve çalıştıkları ülkelerdeki sürdürülebilir kalkınmaya katkıda bulunmalarını sağlamak için Kolombiya Üniversitesi tarafından EMGP (The Emerging Market Global Players) projesi başlatılmıştır. Projenin amacı küresel ekonomide yeni kilit kurumsal oyuncular haline gelen yükselen piyasa ekonomileri hakkında bilgi toplamayı ve yatırımcılara bu konuda fikir oluşturmaktır. CCSI (Columbia Center for Sustainable Investment) liderliğindeki ortak çalışma gelişmekte olan pazarlardaki önde gelen kuruluşlardan gelen doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili araştırmacıları bir araya getirerek şirket anketleri ve ek araştırmalardan elde edilen bulgularına dayanarak orijinal verileri toplayarak ve yıllık raporlar üretmektedir. Bu EMGP raporları, bir firmanın dış varlıklarına dayalı olarak gelişmekte olan birçok pazarın her birinden en çokuluslu şirketleri belirlemektedir. Bu proje dahilinde 16 ülke yükselen piyasa ekonomisi olarak

belirlenmiştir. Bu ülkeler Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Macaristan, Hindistan, Kore, Meksika, Polonya, Rusya, İsrail, Slovenya, Güney Afrika, Tayvan, Türkiye ve Birleşik Arap Emirlikleri'dir (www.ccsi.Columbia.edu).

S&P Dow Jones Endeksleri, geniş ve likit pazarlar keşfetmek isteyen yatırımcılar için tasarlanmış kapsamlı ölçütler sunmaktadır. Bu bağlamda ülkeleri gelişmiş, yükselen ve sınır olarak sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırmaları belirlerken kurumsal yatırımcıların görüşleri ve deneyimleriyle beraber bir takım faktörleri göz önünde bulundurmaktadır. S&P kullanmış olduğu endekslerin sonucuna göre 19 ülkeyi yükselen piyasa ekonomisi kategorisine dahil etmiştir. Bu ülkeler Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Fas, Meksika, Malezya, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Tayland, Türkiye ve Güney Afrika'dır (www.spindices.com).

2.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Özellikleri

Yükselen piyasa ekonomileri olarak sınıflandırılan ülkelerin genel kabul görmüş özelliği yüksek büyüme oranlarına sahip olmasına rağmen bu ülkeleri yükselen piyasa olarak tanımlayan pek çok farklı özellikler de bulunmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri içinde kabul edilmesi gereken bir durum, bu ülkelerin gelişmiş ülkeler ile aralarında pek çok yönden farklılıkların bulunduğuudur. Yükselen piyasa ekonomilerinin pek çoğunun izlediği olgunluk yolu bir zamanlar gelişmiş ülkeler tarafından takip edilmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerini diğer gelişmiş ülke ekonomilerinden ayıran özellikler şunlardır (Garten, 1997; pwc.com.br);

- Yüksek nüfus oranı, kaynak fazlalığı, yurt içi pazarların varlığı ve bu ülkelerin kendi bölgelerinde güç sahibi olmaları,
- Küresel alanda kaydedilen ilerlemeler,
- Dünyadaki siyasi, ekonomik, sosyal ve kültürel alanlardaki sahnelerde ön plana çıkmaya başlaması,
- Dünyanın hızlı büyüyen pazarları olarak görülmeye başlaması ve küresel büyümeye katkı sağlaması,
- Dışa açık politikaların benimsenmesi,
- Yüksek risk profilinin varlığı,

- Gelişmemiş alt yapı,
- Gelişmiş ülkelere kıyasla tüketim davranışlarındaki farklılıklar,
- Kalifiyesiz işgücünün fazla olması,
- Piyasa düzenlemeleri, şeffaflık ve operasyonel etkinliklerin gelişme

aşamasında olmasıdır.

Belirtilen bu özelliklerin yanı sıra yükselen piyasa ekonomilerinin sosyal ve ekonomik yapı, politik yapının etkinliği, yüksek risk ve makroekonomik açıdan belli başlı özellikleri de bulunmaktadır. Bu özellikler aşağıdaki alt başlıklarda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.

2.4.1. Sosyal ve Ekonomik Yapı

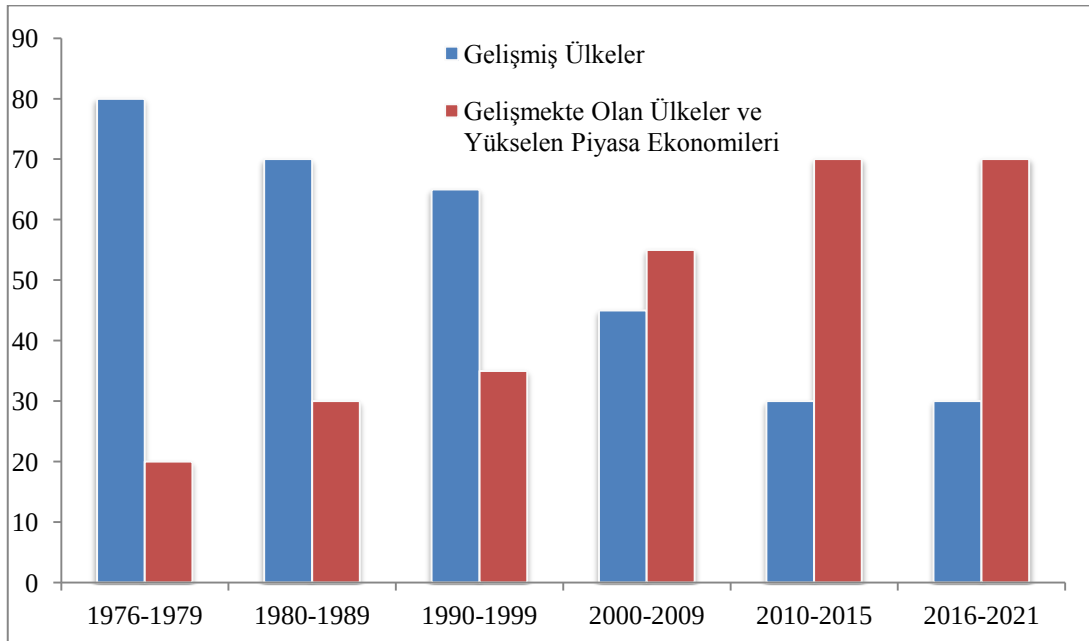
Yirmi yıldan uzun süredir yükselen piyasa ekonomileri dünyanın en heyecan verici yatırım fırsatlarından bazılarını üretmiştir. Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa Ekonomileri gelişmiş ülkelere çok daha fazla oranda büyümeye başlayınca yeni ekonomik reformlar ve ticaretin serbestleştirilmesi Batı yatırımlarının kapısını açmıştır. Bu arada kentleşmenin artması ve büyümekte olan bir orta sınıf tüketim mallarına olan güçlü talebe sahip yeni nesil tüketicilere yol açmış ve bu durum aynı zamanda yeni yaşam biçimlerini desteklemek için altyapının geliştirilmesi gerekliliğini doğurmuştur. Bununla birlikte günümüzde yükselen piyasa ekonomileri küresel ekonomide büyük oyuncular konumunda sınıflandırılmaya başlanmış ve farklı yatırım önerilerinin sunulmasına olanak sağlamıştır. Batılı ülkelerle karşılaştırıldığında pek çok yükselen piyasa ekonomisi daha iyi kaynaklara, daha iyi bilançolara ve daha genç işgücüne sahiptir. Yükselen piyasa ekonomileri dünya nüfusunun %86'sını dünya yaşam alanlarının ve kaynaklarının %75'ini ve satın alma gücü paritesinde dünya GSMH'nin %50'sini oluşturmaktadır. Yaklaşık %7'lik yıllık büyüme oranı ile yükselen pazarlar hızlı bir ilerleme göstermekte ve gelişmiş ülkelerdeki tipik rakamları aşan bir büyüme oranını yansıtmaktadır (BlackRock, 2011:4; Tseng, vd., 2016: 3).

Gelişmiş ekonomilerdeki büyümenin hala yetersiz kaldığı ve zor olduğu bir dönemde dünya refahı için umut yükselen ekonomilerdeki güç tahminleri üzerinde durmaktadır. Ortalama olarak bu ülkelerdeki ekonomik büyüme oranı son on yılda gelişmiş ekonomilerden yaklaşık iki kat daha yüksektir. Bu yüksek performansın

önümüzdeki yirmi yıl içerisinde devam etmesi beklenmektedir. Aynı zamanda gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı da oldukça hızlanmıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler yabancı yatırımcıların gelirlerini ve üretimlerini arttırma imkanı sunmaktadır. Yükselen piyasaların perspektifinden bakıldığında ise, bu ülkeler yeni istihdam olanaklarına, bilgi ve teknolojinin transferine dolayısıyla ekonomik büyümenin kaynağına erişmektedir. Son on yılda pek çok gelişmekte olan ülke, küresel yabancı yatırımın daha büyük bir paya sahip olması için ekonomik reform politikaları vasıtasıyla ekonomilerini ayarlamaktadır. Bu avantajların yanında yabancı yatırımlar yerli firmaların maliyet açısından rekabet etme zorunluluğu gibi dezavantajlar getirmiş olsa da yükselen piyasaların küresel ekonomiye açılmaları yerli firmaların ihracat ve doğrudan yabancı yatırımlarla çok uluslu şirketler haline gelmesine de olanak sağlamıştır (Ho ve Mauro, 2014: 1; Singh, 2010: 1).

Son dönemlerde yükselen piyasa ekonomilerinin ve gelişmekte olan ülkelerin küresel büyümeye ve tüketime katkısı hızla artmakta ve bu ülkelerin büyüme umutları küresel ekonomi için giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Bu nedenle yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmesinin sağlanması çabaları sadece bu ekonomilerin yaşam standartlarındaki gelişmeleri sürdürme arayışı için değil, aynı zamanda küresel ekonominin genel görünümünü değerlendirmek için de gerekmektedir. Özellikle 2000-2008 dönemleri arasında yükselen piyasa ve gelişmekte olan ülkeler küresel büyümeye yaklaşık olarak %70 civarında katkı sağlamıştır.

Şekil 2.1. Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Yükselen Piyasa Ekonomilerin Küresel Büyüme Katkıları (%)

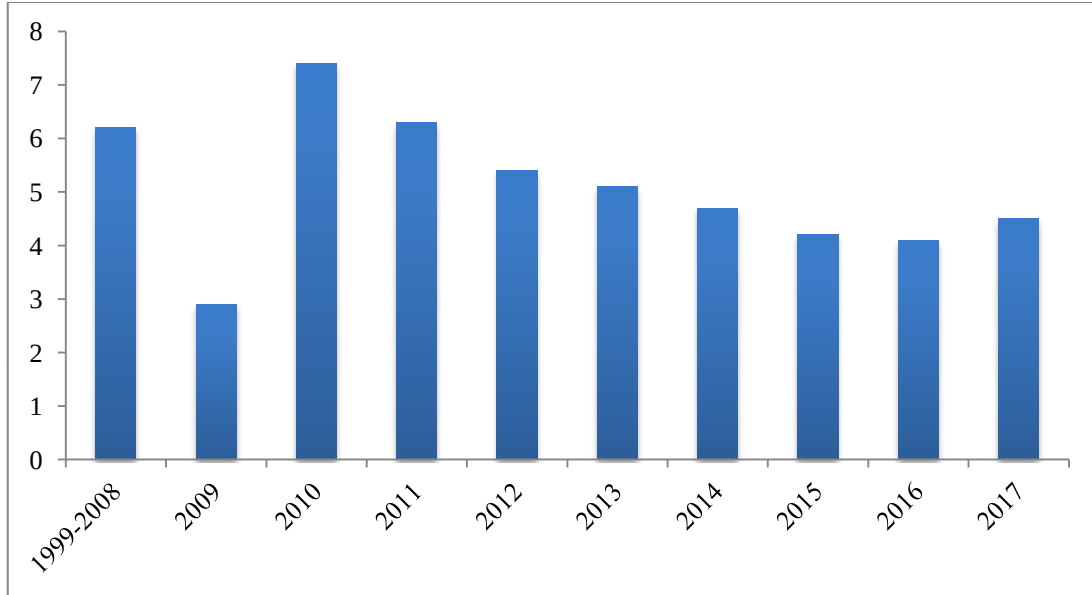


Kaynak: IMF, 2017 (www.imf.org).

Şekil 2.1.'de gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinin küresel büyüme yapmış oldukları katkılar karşılaştırılmalı olarak gösterilmiştir. 1976 yılından itibaren gösterilen verilerde başlangıçta gelişmiş ülkelerin küresel büyüme katkısı %80'lerde iken bu oran zamanla azalmaya başlamıştır. 1990 yılından itibaren küreselleşmenin etkisiyle birlikte pek çok gelişmekte olan ülkenin liberalleşme politikaları ülkelerin birbirleriyle olan ekonomik ilişkilerinin artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ekonomide üretim ve tüketim miktarları artmaya başlamış ve artan sermaye hareketliliği de bu ülkelerin büyümelerine ve küresel ekonomiye daha fazla katkı sağlamalarına olanak sağlamıştır. Son on yılda geniş ölçüde iyileştirilmiş temeller ve dışsal faktörler dikkate alındığında yükselen piyasa ekonomileri sağlam bir şekilde büyüme performansı gösterebilmişlerdir. Bu dönemden itibaren özellikle yükselen piyasa ekonomisi sınıflandırılmasına dahil edilen ülkelerin büyüme oranlarındaki artışlar küresel büyümeye daha fazla katkı sağlamaya başlamıştır. Küresel büyümeye yapılan katkı zamanla yön değiştirmiş ve özellikle 2010 yılından itibaren gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinin küresel büyüme katkısı %70 seviyelerine ulaşırken gelişmiş ülkelerin katkısı %30 seviyelerine inmiştir. Bu ülkelerin küresel boyutta büyüme katkı yapmalarına

rağmen grup içersindeki her bir ülkenin gelir seviyesi gelişmiş ekonomilere kıyasla nispeten düşük durumdadır.

Şekil 2.2. Yükselen Piyasa Ekonomileri Büyüme Oranı (%)

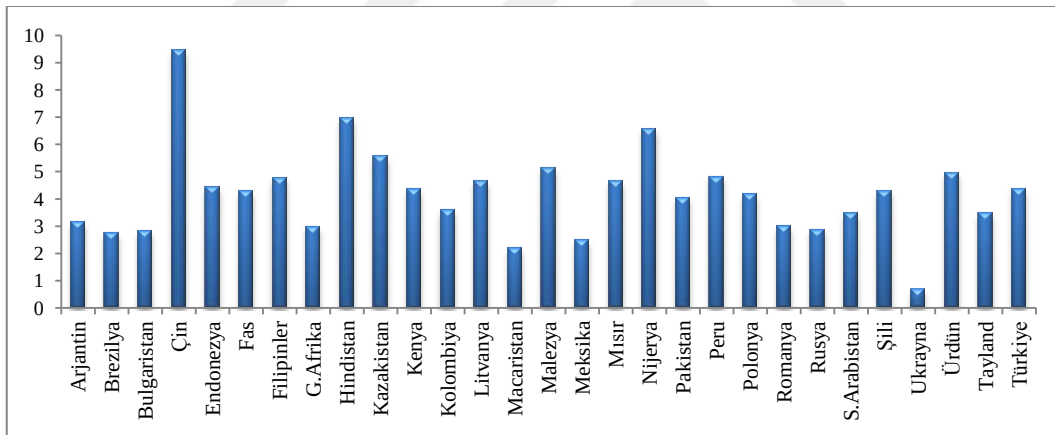


Kaynak: IMF, 2017 (www.imf.org)

Şekil 2.2.'de yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme oranları verilmiştir. 1980'lerde yaşanan Latin Amerika krizi ve 1990'larda yaşanan Asya krizinin etkisiyle pek çok aksilik yaşayan yükselen piyasa ekonomileri 2000'li yıllarda güçlü ve sağlam bir büyüme sürecine girmiştir. 2000-2015 yılları arasında yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme oranı önceki yirmi yıl boyunca gözlemlenen ortalamanın üstünde bir seyir izlemeye başlamıştır. Bu güçlü büyüme performansının gerçekleşmesinde olumlu dış çevre koşulları ve geliştirilen ekonomik politikalar etkili olmuştur. Dış faktörlerin temeli olan dış talep koşullarının artış göstermesi özellikle liberalleşme politikalarını daha çok önemseyen ülkeler için büyümenin itici gücü haline gelmesine neden olmuştur. Bu ülkelerde büyümeyle birlikte meydana gelen verimlilik artışı gelişmiş ülkeleri yakınsanmasına olanak sağlamıştır. Son on yılda ortalama büyüme oranları %5 olan yükselen piyasa ekonomilerinin 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkisine bağlı olarak, 2009 yılında bir düşme eğilimine girdiği görülmektedir. En yüksek büyüme ivmesinin yakalandığı 2010 yılında küresel krizin etkilerinin azalmaya başladığı ve ülkelerin mevcut ekonomik durumlarında iyileşmelerin yaşanmaya başladığını ancak yinede düşük seviyelerde

devam ettiğini kanıtlar niteliktedir. 2011 yılından itibaren genellikle düşme eğilimi gösteren büyüme oranlarına bakıldığında yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme oranları küresel boyutta beklenen oranlarda sürdürülebilir bir seyir izlemektedir. Yükselen piyasa ekonomisi sınıflandırılmasına dahil olan ülkelerin arasında bireysel olarak farklılıklar gözlenmiş olsa da büyüme kriterleri açısından benzerlik göstermektedirler. Pek çok yükselen piyasa ekonomisi 2000 yıllardan itibaren önceki on yıl baz alındığında yüksek oranda büyüme performansı göstermiştir. Şekil 2.2'de ülke grubu olarak verilen büyüme oranları Şekil 2.3'te yükselen piyasa ekonomisine dahil olan ülkelerin büyüme oranlarının yirmi yıllık ortalaması bireysel olarak gösterilmektedir. 1995-2015 yılları arasındaki büyüme oranlarının ortalaması alınarak oluşturulan Şekil 2.3 IMF tarafından belirlenen yirmi dokuz yükselen piyasa ekonomisi dahil edilerek oluşturulmuştur.

Şekil: 2.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin bireysel büyüme oranları % (20 yıllık ortalama 1995-2015)



Kaynak: WorldBank, 2017.

Ulusal ve uluslararası pazarların artan bir şekilde doyma noktasına gelmesi uluslararası pazarlamacıların giderek yükselen piyasalara kaymasına neden olmuştur. Nitekim düşük üretim potansiyeli ve işçilik maliyetleri, artan miktarda tüketici ve GSYİH bu piyasaları çok uluslu şirketler ve küçük kuruluşlar için giderek cazip hale getirmiştir. Ayrıca bu ekonomilerin pek çoğu ticaretlerini daha özgür hale getirmek ve büyümenin sürdürülebilirliğini sağlamak için sınırlarını açma politikaları gerçekleştirmiştir. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomileri son yirmi yılda

özellikle dış talebin artışına bağlı olarak önemli verimlilik artışı sağlamış ve büyüyen bir ivme kazanmıştır (Singh, 2010: 15).

Şekil 2.3.'de yer alan yükselen piyasa ekonomilerinden istikrarlı bir şekilde büyüme rakamları sergileyen ülkelerin başında Çin ve Hindistan gelmektedir. Bu ülkelerin son yirmi yıldaki ortalama büyüklükleri %7 ve üzerinde bir seviyededir. 1980'lerden itibaren ekonomik reformlarını hızlı ve istikrarlı bir şekilde sürdürmeye devam eden Çin büyüme konusunda olumlu sonuçlar almaya devam etmektedir. Özellikle Dünya Ticaret Örgütü (WTO)'ne katıldıktan sonra dünya piyasasındaki rolünü küresel bir üretim tesisi olarak genişleten Çin, gelişmiş ülkelerle olan dış ticaretini yoğunlaştırarak büyük ekonomiler arasında yerini almaya başlamıştır. Büyüme konusunda önde gelen ülkelerden Hindistan, bilgi teknolojisi, e-ticaret ve perakende sektöründe dünyanın önde gelen yükselen piyasa ekonomisinden birisidir. 1980'lerden önce pek çok ticari ve ekonomik kısıtlamalara maruz kalan Hindistan bu dönemden sonra özelleştirmeler ve doğrudan yabancı yatırımların önünü açarak liberal politikalar benimsemiş ve dünya piyasasında adından söz ettirmeye başlamıştır. Özellikle 2009 yılında Amerikan şirketi olan Wal-Mart ile yapılan işbirliği Hindistan için önemli bir gelişmenin başlangıcını oluşturmuştur (Çavuşgil, vd., 2012: 262; Matusitz, 2015: 89). Şekil 2.3.'de en düşük büyüme seviyesinde olan ülke ise Ukrayna'dır. 2014 yılında Kırım'da başlayan kriz ve Rusya'nın Kırım'a karşı müdahaleleri Ukrayna'yı da olumsuz etkilemiş ve Ukrayna'nın 2014-2015 yılları arasındaki büyüme oranı %-6.6'dan %-9.8'e gerileyerek %16'lık bir düşüş göstermiştir. Bunun yanında Rusya'nın Kırım'a karşı tutumu ve yapılan referandum sonucu Kırım'ın Rusya'ya bağlanması Avrupa Birliği tarafından da tepkiyle karşılanmış ve Rusya'ya karşı bazı ekonomik yaptırımlar uygulanmıştır. Bu yaptırımlar sonucunda sadece Ukrayna'nın değil Rusya'nın ekonomisinde de küçülme gerçekleşmiştir. Son yirmi yıllık dönemde ortalama büyüme oranları %3'ün altında kalan diğer ülkeler ise Brezilya, Bulgaristan, Macaristan ve Meksika'dır. Brezilya 1990 yılının başlarından itibaren liberalizasyon politikalarını benimseyerek özelleştirme ve doğrudan yabancı yatırımlar aracılığı ile özellikle bankacılık, telekomünikasyon, otomotiv, enerji ve ticaret alanın büyük gelişmeler göstermiştir. Dünyanın en büyük beş yükselen piyasa ekonomisi arasında yer alan Brezilya son

dönemlerde düşük büyüme performansı göstermeye başlamıştır. 2014 yılında %0,1 oranında büyüme sergileyerek ciddi bir düşme eğilimine giren ülkede, son dönemlerde yaşanan siyasi krizler güvenin azalmasına, yapılan yatırımların düşmesine ve ülke ekonomisinin küçülmesine neden olmuştur (DEİK, 2015: 3-4).

Yükselen piyasa ekonomilerine dahil olan ülkelerin bireysel olarak büyüme oranları değerlendirildiğinde yıllara göre değişiklik göstermiş olsa da bu ülkelerin önemli gelişmeler sağladıkları görülmektedir. 1990 yılından itibaren gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilen ekonomik reformlar ve buna bağlı olarak gelişmiş ülkelerle yaşanan ekonomik bütünleşmelerin verimliliği arttırmak açısından başarılı sonuçlara neden olduğu düşünülmektedir. Küresel manzaradan bakıldığında yükselen piyasa ekonomilerinin sadece yükselen bir güç değil aynı zamanda ekonomik büyümede temel oyuncu konumunda bulunacağı görüşleri daha artmaktadır.

2.4.2. Politik Yapının Etkinliği

Her ulusun kanunları, siyaseti, ticaret koşulları ve kültürleri birbirinden farklılık göstermektedir. Bazen aynı ülke içerisinde bölgeler arasında bile bazı yönetsel farklılıklar bulunmaktadır. Bu ülkeler arasındaki farklılıkları anlamak yükselen piyasa ülkelerinin ekonomik büyümede sürdürülebilirliği sağlaması açısından önem taşımaktadır.

Gelişmenin makroekonomik parametreleri yükselen piyasa ekonomileri arasında farklılıklar gösterdiğinden dolayı bu ülkelerin büyüme sürecini sürdürülebilir hale getirmek için karşılaştıkları zorluklarda farklılıklar göstermektedir. Dahası bu bölgelerdeki hükümetlerin güçlü bir kalkınma gündemi olduğundan politika yapıcıların desteğini almak büyümeyi yönlendirmenin anahtarı olarak görülmektedir. Dolayısıyla her ülkenin başında bulunan siyasi iktidar sürdürülebilir büyümeyi sağlamak için farklı politikalar izlemektedir. Örneğin, Brezilya hükümeti için sürdürülebilir büyümenin temelini makroekonomik istikrar oluşturmaktadır. Ancak son dönemlerde yaşanan siyasi istikrarsızlık Brezilya'nın büyüme oranlarını olumsuz etkilemiştir. Dolayısıyla yükselen piyasa ekonomilerinde siyasi yapının etkinliği ülke ekonomileri büyük önem taşımaktadır. Ancak, bu ülkelerin pek çoğunda modern devlet anlayışından farklı bir yönetim anlayışı

bulunmakta ve devlete bağı pek çok kurum rekabetçi bir görüntü sergileyememektedir. Her ne kadar yapılan ekonomik reformlar devlet tarafından desteklenmeye çalışılsa da pek çok problem aşılamamaktadır. Bu ülkeler için en zor görev siyasi rahatsızlıklar ve girişimden nispeten özgür olan disiplinli ve istikrarlı bir ekonomiyi garantilemek için mali ve hukuki açıdan yapısal reformları yapmaktır (Çivi ve Çavuşgil, 2001: 121; pwc.com.br).

Yükselen piyasa ekonomileri açısından ülkeye yabancı sermaye girişi de büyük önem taşımaktadır. Yabancı yatırımlar gelecekteki getirilerine ilişkin yatırımcıların beklentilerine ve bu getirilere verebilecekleri güvene dayanan ileriye dönük bir faaliyettir. Bir ülkeye yatırım yapmak isteyen yatırımcılar güvenilirliği ön planda tutmaktadır. Bu nedenle yatırım yapılacak olan ülkenin siyasi istikrarı doğası gereği yabancı yatırım kararını da etkilemektedir. Yatırımcıların ev sahibi ülkelerde karşılaştıkları bazı temel riskler bulunmaktadır. Bunlar, ülke içi istikrarsızlık ya da iç savaş ve komşu ülkelerle olan siyasi çatışmadır. Bu olumsuz koşullar hem ülkede faaliyet gösteren şirketlerin karlılığına zarar verir hem de ülkenin para biriminin değerini etkilemektedir (Brada, vd., 2005: 8).

Çizelge 2.2. Seçilmiş Yükselen Piyasa Ülkelerindeki Farklılıklar ve Yaşanılan Zorluklar

	Yasal ve Siyasi Faktörler	Ekonomik ve Finansal Faktörler	Teknolojik Faktörler	Sosyo-Ekonomik Faktörler	Yapısal Faktörler
Çin	Yolsuzluğa karşı meydan okuma Bürokrasi Hukukun üstünlüğü ve vergi karmaşıklığı	Sürdürülebilir büyüme Büyüyen orta sınıf Hisse senedi piyasasının geliştirilmesi	Nüfusun teknolojik becerisini geliştirme İnternet erişimi	Yükselen orta sınıf DemoŞekil avantaj Sosyal çatışmalar riski Beslenme eksikliği	Altyapının geliştirilmesi
Brezilya	Yolsuzluğa karşı meydan okuma Bürokrasi Hukukun üstünlüğü ve vergi karmaşıklığı	Gerekli büyüme için alt yapı ve eğitim yatırımları Büyüyen orta sınıf	Yüksek teknoloji üretim hacmini genişletmek Nüfusun teknolojik becerisini geliştirme İnternet erişimi	Yükselen orta sınıf DemoŞekil avantaj Nitelikli iş gücü sıkıntısı	Liman verimliliği ve karayolu alt yapısının geliştirilmesi
Türkiye	Hukukun üstünlüğü ve siyasi istikrar	Hisse senedi piyasasının geliştirilmesi Yurt içi kredilerinin durumu Gerekli büyüme için teşvik	Yüksek teknoloji üretim hacmini genişletmek Nüfusun teknolojik becerisini geliştirmek	Genç işgücü Yüksek nüfus	Liman verimliliği ve karayolu alt yapısının geliştirilmesi
Hindistan	Yolsuzluğa karşı meydan okuma Hukukun üstünlüğü ve siyasi istikrar	Sürdürülebilir büyüme Çok sayıda yatırım hedefi Büyüyen orta sınıf	Yüksek teknoloji üretim hacmini genişletmek Nüfusun teknolojik becerisini geliştirme İnternet erişimi	Yükselen orta sınıf DemoŞekil avantaj Sosyal çatışmalar riski	Genel ulaşım altyapısını sağlamak
Meksika	Hukukun üstünlüğü ve vergi karmaşıklığı Yolsuzluğa karşı meydan okuma	Düşük büyüme hızı Hisse senedi piyasasının geliştirilmesi Yurt içi kredilerinin mevcut durumu	Nüfusun teknolojik becerisini geliştirme İnternet erişimi	Yüksek nüfus Yetenekli işgücü boyutu	Liman verimliliği ve karayolu alt yapısının geliştirilmesi
Güney Afrika	Sınır ötesi ticarete karşılaşılan zorluklar	Büyümeyi teşvik etmek	Yüksek teknoloji üretim hacmini genişletmek Nüfusun teknolojik becerisini geliştirme İnternet erişimi	Sosyal çatışmalar riski	Liman verimliliği ve karayolu alt yapısının geliştirilmesi

Kaynak: www.pwc.com.br

Çizelge 2.2.'de yükselen piyasa ekonomileri arasından seçilmiş yedi ülkenin siyasi, ekonomik ve yapısal faktörleri gösterilmektedir. Her biri yükselen piyasa olarak tanımlanmasına ve yüksek büyüme seviyesine sahip olmasına rağmen pek çok açıdan farklılıkları da bulunmaktadır. Ülkelerin ortak özellikleri dikkate alındığında neredeyse hepsi teknolojik ürün gelişimine ve altyapı yatırımlarına önem vermektedir. Özellikle ülke nüfusunun teknolojik becerilerini geliştirerek beşeri sermayeyi arttırmak ve teknoloji üretim hacmini geliştirmek bu ülkelerin temel ekonomi politikalarının başında gelmektedir. Bunların yanında tüm ülkelerin sürdürülebilir büyümenin sağlanması ve finansal piyasaların gelişmesi için çözüm önerileri aradıkları görülmektedir. Bu çerçevede yükselen piyasa ekonomileri ekonomik büyüme için gerekli alt yapı, eğitim ve teşviklere büyük önem vermektedirler. Çizelgeye göre siyasi olarak Güney Afrika sınır ötesi ticarete; Çin, Türkiye, Brezilya, Hindistan ve Meksika hem hukukun üstünlüğü hem de yolsuzlukla mücadele konusunda sıkıntı yaşamaktadır. Örneğin Brezilya'da 2014 yılından itibaren yaşanan yolsuzluklara bağlı olarak pek çok siyasi kriz yaşanmış ve bu durum ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. Finansal sistemin gelişmesi ve hukukun üstünlüğü gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının temelini oluşturmaktadır. Dolayısıyla yükselen piyasa ekonomileri de bu sıkıntılarla baş etmenin yollarının aramaktadır. Küreselleşen dünyada kültürel yapıda değişmeye başlamış, rüşvet ve yolsuzluklarda yükselen bir boyut kazanmıştır. Bu nedenle politik açıdan özellikle demokratik altyapısı yetersiz olan ülkeler politik yapısında istikrarsızlıkların görülmesi kaçınılmaz olmaktadır. Dolayısıyla politik açıdan ülke içerisinde yaşanan sorunlar ticari faaliyetleri ve yönetsel organizasyonları da olumsuz etkilemektedir.

2.4.3. Yüksek Risk

Yükselen piyasa ekonomilerinin geçiş sürecinde olduğu varsayılınca bu ülkelerdeki yaşanan bazı istikrarsızlıklar risk ortamını da yükseltmektedir. Yaygın olarak kabul edilen görüşe göre bu ülkelerde en az ekonomik koşullar kadar politik koşullarında önemli olduğudur. Bunun nedeni yükselen piyasa ekonomilerindeki siyasi kurumların zayıf olma eğiliminde olması ve gücün genellikle elit kesimde bulunmasıdır. Böyle durumlarda yasa ve yönetmeliklerin hazırlanma ve uygulanma

süreci kolayca bozulabileceğinden, yatırımcılar değişebilen ve öngörülemeyen bir risk ortamıyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Ortaya çıkan bu politik risk yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır (The Economist Intelligence Unit, 2006: 4).

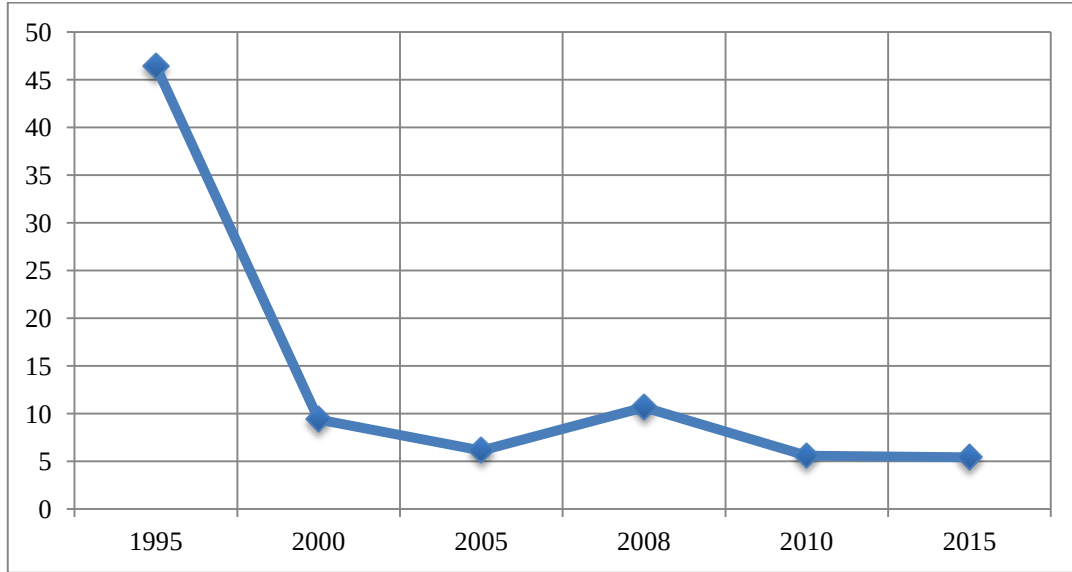
Yatırımcıların risk faktörleri arasında bir ülkenin para biriminin gücü ve hükümetinin ve siyasi kurumların istikrarı bulunmaktadır. Özellikle yatırımcılar açısından yükselen piyasa ekonomilerinde olgun piyasa koşullarına sahip gelişmiş ekonomilere göre daha fazla risk bulunduğu düşünülmektedir. Bu riskler başta fiyat oynaklığı olmak üzere politik riskler, döviz kurunun değişikliği ve enflasyon olarak sıralanmaktadır. Bu ölçütler açısından yükselen piyasa ekonomileri birbirinden farklılık göstermektedir. Örneğin, ABD'deki pek çok yatırımcı hala yükselen piyasaları, yıllardır yatırımcıların odak noktası haline gelmiş BRIC ülkeleri olan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin olarak düşünmektedir. Fakat Endonezya, Filipinler ve Meksika gibi pek çok yükselen piyasa ekonomileri de yatırımcılara önemli fırsatlar sunmaktadır. Dolayısıyla yükselen piyasa ekonomileri arasındaki farklılıkları ve yaşanan siyasi, sosyal ve kültürel sorunları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bununla birlikte yüksek risk-yüksek kar ilkesi gereğince bu tür piyasalarda yatırım yapma riskini üstlenen yatırımcılar gelişmiş piyasalardan daha fazla kazanma şansına sahip olmaktadırlar. Uluslararası yatırımcılar için bu tasarruflara yatırım yapmak portföylerini çeşitlendirmek için bir fırsat oluşturabilmektedir (Muromcew and Renfrew, 2017: 1; Cristina and Gheorge, 2014: 42).

2.4.4. Yüksek Enflasyon

Yatırımların nereye tahsis edileceğini seçerken makroekonomik koşullar vazgeçilmez bir öneme sahiptir. Bu nedenle son yıllarda yatırımcıların odak noktası haline gelen yükselen piyasa ekonomilerinin makroekonomik yapısı da ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu ülkelerin çoğunda üretim açığının düşük olduğu düşünülürse, özellikle yüksek enflasyon önemli bir risk kaynağı haline gelmektedir. Son on yıl içinde yükselen piyasa ekonomilerindeki üretim artışı pek çok sanayileşmiş ülkeyi geride bırakmıştır.

Şekil 2.4.'de yükselen piyasaların beşer yıl aralıklarla enflasyon oranları gösterilmektedir. 1995 yılında liberalleşme ve diğer ekonomik politikaların yapıldığı dönemin başlangıcında olan yükselen piyasa ekonomilerinin neredeyse tamamında enflasyon oranları iki haneli rakamlardan oluşmakta ve ortalama enflasyon oranı yaklaşık %45 oranında bir seviyede yer almaktadır. Bu dönemde ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlayabilmek için bir altyapı oluşturma aşamasındadırlar. 1995 yılından sonra bu ülkelerde daha elverişli bir dış çevre, ticarete yapılan yapısal reformlar, küresel sermaye piyasalarına erişimin sağlanması, merkez bankası bağımsızlıklarının arttırılması ve ihtiyatlı makroekonomik politikaların gerçekleştirilmesiyle enflasyon oranı düşmeye büyüme oranları yükselmeye başlamıştır. Bu süre zarfında yükselen piyasa ekonomilerine yüksek büyüme ve düşük enflasyon oranları eşlik etmiştir. Ancak 2008'de ABD'de yaşanan küresel krizin etkileriyle enflasyon oranları yükselmeye başlamıştır. 2005 yılında ortalama %6.2 ile tek hanelerde oluşan enflasyon oranları 2008 yılında tekrar çift haneli rakamlara çıkmaya başlamış ve %10.6 seviyelerine yükselmiştir. Bu yükselişin pek çok nedeni bulunmaktadır. Artan petrol fiyatları, finansal piyasalardaki istikrarsızlık ve konut piyasasındaki koşulların bozulması gelişmiş ülkelerin özellikle ABD'nin büyümesini baltalamıştır. ABD bu duruma finansal kurumların gecelik borçlanma faiz oranlarını düşürerek karşılık vermiş ve doların özellikle Euro karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Pek çok yükselen piyasa ve petrol ihraç eden ülke ABD doları karşısında sabit bir döviz kuru muhafaza etmeyi gerektiren para politikasını benimsemiştir. Sonuç olarak, güçlü iç talep, artan emtia ve gıda fiyatları ve düşük bir döviz kuru enflasyonu son bir yılda hızla yukarı doğru itmiştir (BlackRock, 2011: 21; IMF, 2008: 15-16).

Şekil 2.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon (%)



Kaynak: WorldBank, 2017.

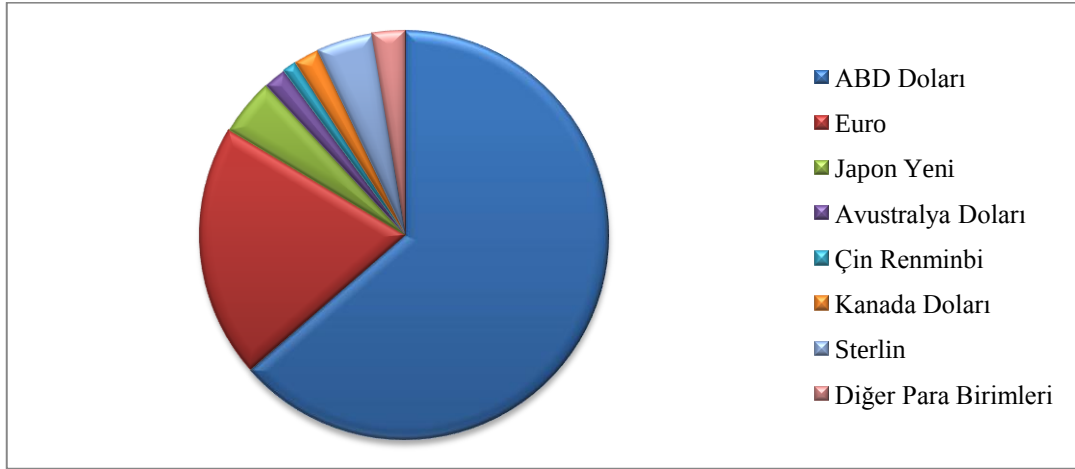
Küresel krizin etkilerinin azalmaya başladığı dönemlerde yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunda enflasyon oranı düşüş göstermiştir. 2011 yılında petrol ve gıda fiyatlarının artmasıyla enflasyon tekrar yükselme eğilimine girmiştir. Brezilya, Şili, Hindistan, Güney Kore ve Malezya gibi ülkeler sıkı para politikaları benimsemiş ve borsaların %15-20 oranında düşmesine neden olmuştur. 2012 yılına kadar sürdürülen sıkı para politikası ile bu ülkelerin piyasa değerlerinde düşmeler yaşanmıştır. Enflasyon oranın düşmeye başlamasıyla 2012 yılında sıkı para politikası yerine parasal gevşeme politikaları benimsenmeye başlamış ve 1992’den bu yana en yüksek ekonomik performanslar gözlenmiş ve 2015 yılında yükselen piyasa ekonomilerinde ortalama enflasyon %5.42 oranında gerçekleşmiştir (Hale, 2012: 44).

Calvo ve Mishkin (2003) yapmış oldukları çalışmada yükselen piyasa ekonomilerinin sağlam bir politika gerçekleştirebilmeleri için özellikle zayıf mali yapının düzeltilmesi gerekliliğini ortaya koymuşlardır. Çünkü mali yapının zayıflığı bu ülkeleri yüksek enflasyon ve para krizlerine karşı çok daha savunmasız bırakmakta ve ülke parasının değerini koruması imkansız hale gelmektedir. Dolayısıyla bu ülkeler dolarizasyon (para ikamesi) tehdidi ile karşı karşıya kalabilirler. Dolarizasyon yalnızca geçmiş enflasyon deneyimlerinde kaynaklı değil aynı zamanda uluslararası işlemlerde ABD doları gibi bir dövizin önemli bir hesap

birimi olmasından da kaynaklanabilir (Mishkin, 2004: 5). Günümüzde uluslararası para sistemi farklı derecelerde uluslararasılaşmaya imza atan ABD doları ve Euro ile karakterize edilmektedir. Tarihsel olarak pek çok merkez bankası kendi dış rezervlerini ABD doları ve Euro gibi önemli gelişmiş para biriminde tutmayı tercih etmektedir. Ancak sistemin yükselen piyasa para birimleri için daha büyük bir role doğru evrimleştiği yönünde işaretler bulunmaktadır. Bir para biriminin uluslararası kullanımı için yaygın ölçütler, bir dövizin uluslararası rezerv varlık olarak kullanılması, uluslararası işlemlerde kullanılması ve döviz piyasalarındaki işlem hacmidir. Aynı zamanda ulusal bir para biriminin ticari ve finansal işlemlerde yaygın şekilde kullanılmasını ifade etmektedir. Dolayısıyla, yükselen piyasa ekonomilerinin para birimlerinin uluslararası işlemlerdeki sınırlı rolü küresel ekonomideki artan ağırlıklarıyla zıt bir durum oluşturmakta ve bu uluslararası para sistemi için bir stres oluşturmaktadır (Maziad, vd., 2011: 4-5; Ma and Villar, 2014: 72).

Uluslararası tecrübe, ticaret ağları da dahil olmak üzere ekonomik boyutu, makroekonomik istikrarı ve politika desteğini paranın uluslararasılaşmasının önemli belirleyicileri olarak görmektedir. Bu çerçevede Çin'in para birimi Renminbi liderliğindeki sadece bir kaç yükselen piyasa para birimi uluslararası ölçekte uluslararasılaşma potansiyeline sahiptir. Bu potansiyele sahip olan Çin'in para birimi 2016 yılından itibaren uluslararası para birimi statüsüne geçirilerek uluslararası rezerv varlığı haline gelmiştir. Böylece dünyada rezerv para birimi olarak kullanılan ABD Doları, Euro, Japon Yen'i, İngiliz Sterlini ve Çin Renminbi'nden oluşan beş para birimiyle belirlenmeye başlamıştır.

Şekil 2.5. Dünyada Kullanılan Rezerv Para Oranları 2017 (%)



Kaynak: IMF, 2017 (www.imf.org)

Şekil 2.5.'de 2017 yılında rezerv para birimi olarak kullanılan para birimlerinin dünyadaki kullanım oranları gösterilmektedir. Grafiğe göre en yüksek oran %63,5 ile ABD doları ile %20,04 ile Euro'dur. Resmi rezervlerde önceki yıllara göre göreceli olarak ABD Doları'nın payı azalmış olsa da rezerv para biriminin ağırlığı hala devam etmektedir. Euro 1999 kuruluş yılından beri nispeten istikrarlı bir seyir izlemektedir. Uluslararası platformda yeni bir rezerv para birimi olarak kullanılmaya başlayan Çin Renminbi ise bir yılda %1,12 oranında kullanılmıştır. Diğer para birimleri olarak gösterilen yükselen piyasa ekonomilerinin para birimlerinin payı son on yılda çok az değişiklik göstermiştir. Diğer yükselen piyasa ekonomilerinin dünya ticaretinde ve sermaye hareketliliğinde işlem hacimleri artış göstermiş olsa da küresel döviz piyasasında önemsiz bir noktada yer almaktadırlar (Ma and Villar, 2014: 73).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

Gelişmekte olan ekonomilerinin istikrarlı bir büyüme süreci gerçekleştirmeleri gerek fiziki gerekse beşeri ve sosyal olmak üzere tüm sermaye birikimlerini arttırmaları yoluyla gerçekleştirebilmektedir. Bu ülkelerin sermaye yetersizliğine bağlı olarak oluşan yatırım eksiklikleri 1990 yıllardan itibaren liberalleşme politikalarının gerçekleştirmeye başlanmasıyla aşılmaya çalışılmıştır. Genel olarak kabul edilen görüş, uygulanan bu politikaların pek çok ülke piyasasının birbirine entegre olmasına olanak sağlayarak yatırımların artmasına ve bu yolla ekonomik gelişmeye katkı sağlayacağını öngörmüştür. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomisi olarak sınıflandırılan gelişmekte olan ülkeler içinde finansal gelişme yatırımların etkinleşmesine, verimliliğin artmasına bağlı olarak doğrudan veya dolaylı bir biçimde ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır (Sever, vd. 2010: 45).

Dünyada globalleşme sürecinde yaşanan gelişmeler yükselen piyasa ekonomilerini fazlasıyla etkilemiş ve özellikle 1980'lerden itibaren bu ülkeler uluslararası finansal piyasalarda çokça yer almaya başlamışlardır. Dünya nüfusunun yaklaşık %78'ini oluşturan yükselen piyasa ülkeleri finansal serbestleşme politikalarının yanı sıra uluslararası piyasa hareketlerinde daha fazla pay almayı sağlamak için finansal gelişime büyük önem vermiştir. Bunun için yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları gibi gelişmekte olan ülkelerin çoğunda kronikleşmiş sorunların aşılmasına yönelik politikalar geliştirmeye başlamışlardır. Aynı zamanda tasarrufların özendirilerek finansal sisteme aktarılmasını sağlamak ve aktarılan bu tasarrufların finansal aracılık hizmetleriyle yatırımlara kanalize edilmesi için finansal piyasaların gelişimi ile ilgili altyapı çalışmalarını gerçekleştirmeye başlamışlardır (Özgen,1998: 3-4).

1990 yılından itibaren pek çok yükselen piyasa ekonomisinin finansal küreselleşme sürecinde aktifleşmesi ve sermaye dolaşımlarının serbestleşmesi ile yatırımcılar yüksek getiriye sağlamak amacıyla bu ülkelere doğru yoğunlaşmaya başlamışlardır. Yatırımcıların uzun vadeli yatırımlarında yükselen piyasa ekonomisine doğru yönelmelerinin pek çok sebebi vardır. Temelde sosyal eğilimler

bu piyasalardaki ekonomik büyümeyi ve yatırım fırsatlarını desteklemeye devam etmektedir. Bunlara ek olarak 2008 yılında yaşanan küresel krizden en az hasarı yükselen piyasa ekonomileri görmüştür. Nitekim bu durum yükselen piyasalar geçmişe dayalı olarak gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında görece istikrarın daha fazla olduğunu göstermektedir. Ayrıca küreselleşmeyle ve piyasa ekonomisine geçiş politikaları bu ülkelerin daha eksiksiz, daha derin, daha istikrarlı ve daha iyi düzenlenmiş finansal piyasaları içeren finansal sisteminin geliştirilmesine olanak sağlamıştır (Muromcew and Renfrew, 2017: 1; Schmukler, 2008: 48 -50).

Birinci bölümde de belirtildiği gibi finansal gelişmenin varlığını ölçmek için kullanılan pek çok gösterge çeşidi bulunmaktadır. Bu göstergeler kendi içerisinde de gruplara ayrılmaktadır. Literatürde finansal gelişme ile ilgili parasal göstergeler içerisinde yer alan M2/GSYİH oranları analizlerde çok sık kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra kredilere ilişkin olarak özel sektör kredileri/GSYİH, diğer banka ve finansal kurumlar tarafından kullanılan özel sektör kredileri/GSYİH finansal gelişmenin önemli belirleyicileri olarak kabul edilmektedir. Mali varlık stokuna ilişkin göstergelerin başında gelen banka mevduatları/GSYİH, finansal sistem mevduatları/GSYİH ve mevduat bankaları varlıkları/GSYİH verileri de finansal gelişmenin belirleyicisi konumundadır. Finansal gelişmenin önemli hatlarından bir tanesi de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerdir. Bu göstergelerden en önemlileri; borsa ciro oranı, borsa kapitalizasyonu/GSYİH ve borsanın toplam hacmi/GSYİH'dir. Bu bölümde, yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal gelişme durumunu yorumlayabilmek için öncelikle bu ülkelerin parasal genişliği, kredi hacmi, finansal varlıkların durumu ve borsa hacmine ait veriler değerlendirilmiş ve bu ülkelerin finansal yapısı hakkında tespitler yapılmıştır. Çalışmanın analiz kısmında yükselen piyasa ekonomileri, Dünya Bankası'nın ülkeler için yapmış olduğu gelir sınıflandırılması ile kendi aralarında petrol ihraç eden ülkelerin de dahil edilmesiyle dört gruba ayrılmış ve değerlendirilmiştir. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomileri yüksek gelir grubu, üst orta gelir grubu, düşük orta gelir grubu ve petrol ihraç eden ülke grubu olarak sınıflandırılmıştır.

3.1. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme

Yükselen piyasalarda özellikle 1980'lerin sonunda finansal liberalleşme ile pek çok yeni adımlar atılmış fakat bu yeni süreç ülkelerin zaman zaman kriz dönemleri ile baş etmelerine neden olmuştur. Finansal krizlerden sonra yaşanan iyileşme süreçleri finansal krizlerle ilişkili olmayan krizlerin iyileşme süreçlerinden daha uzun sürmüştür. Bazı piyasalarda yaşanan finansal krizler diğer piyasaları da etkilemiş ve krizlerin boyutlarının daha fazla olmasına neden olmuştur. Örneğin, 1994-1995 yılları arasında Meksika'da yaşanan finansal kriz Arjantin'i de etkilemiştir. Bu krizler finansal sistem üzerindeki ilave baskının yanında yükselen piyasa ekonomilerinde istikrar ihtiyacının da artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, daha geniş finansal gelişmenin ve daha dinamik finansal sistemlerin uzun vadeli ekonomik büyüme üzerinde yapabileceği olumlu etkinin değerlendirilmesi de önemli hale gelmeye başlamıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinde finansal gelişmenin sermaye piyasalarına, parasal genişlemeye ve finansal varlıklara ek olarak en önemli göstergelerinden biri de bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerdir. Son yıllarda yükselen piyasa ülkelerinde bankacılık sektörü hızlı bir büyüme sürecinden geçmektedir. Bununla birlikte, bu bankalar hakkında, özellikle de sınır ötesi faaliyetleriyle ilgili çok az şey bilinmektedir. Pek çok batı ülkesi yükselen piyasa bankacılık faaliyetlerine yabancı olsa da bu oran hiç de azımsanacak kadar değildir. Örneğin, dünya piyasasında aktif olarak işleyen en büyük bankalardan birisi Çin'e ait olan ICBC Bankası'dır. Şuanda küresel ilk 25 bankanın içerisinde 8 tane banka yükselen piyasalara ait bankalardan oluşmaktadır. Varlıklar açısından bakıldığında bütün bu bankalar ilk 75. sıranın içerisinde yer almaktadır. 2010 yılında, yükselen piyasa bankaları bir grup olarak küresel kârın yaklaşık % 30'unu, küresel gelirin de üçte birini oluşturmuşlardır. Son yıllarda bu oranlar daha da artış göstermiştir (Horen, 2012: 42; Steinberg ve Bruno, 2012: 5).

Yükselen piyasa ekonomileri sınıflandırmasında dünya bankası tarafından belirlenen ve yüksek gelir grubuna dahil olan beş ülke bulunmaktadır. Bunlar Güney Amerika'da yer alan Arjantin ve Şili, Orta Avrupa ülkesi olan Macaristan ve Polonya son olarak da Arap Yarım Adası'nda bulunan Suudi Arabistan'dır. Bu ülkelerin ortak

özellikleri son yirmi yıllık milli gelir artışlarının ortalamasının %4'ün üzerinde olması dolayısıyla yüksek gelirli (high income) ülkeler arasında sınıflandırılmalarıdır. Bu ülkelerin finansal durumları aşağıdaki bazı finansal gelişme göstergelerine yer veren şekiller yardımıyla değerlendirilmiştir. Finansal gelişme göstergelerinde literatürde en çok kullanılan veriler yirmi yıllık süreçlerle ele alınmıştır.

3.1.1. Arjantin

Güney Amerika'nın ikinci büyük ülkesi olan ve bölgede kilit oyuncu olarak görülen Arjantin'in finansal sistemi, benzer gelişme aşamasındaki ülkelere kıyasla kamu kurumlarının belirgin rol oynadığı, çok küçük ve çoğunlukla işlemsel bir yapıya sahiptir. Bankalar ve Sürdürülebilirlik Güvencesi Fonu (FGS) finansal manzaraya hakim olurken, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve diğer banka dışı finansal kuruluşlar (NBFİ'ler) nispeten küçük bir etkiye sahiptir. Bankacılık Arjantin'in finansal sisteminde büyük rol oynamaktadır. Arjantin'de özellikle devlete ait bankalar, bankacılık sektöründeki kilit aktörlerdir. Bankacılık sistemi, bankaların büyük sermaye ve likidite tamponlarının yanı sıra varlıklarının güçlü kalitesini yansıtan çok çeşitli şoklara karşı dayanıklı görünmektedir. Bu durum, son birkaç yılda banka kârlılığındaki iyileşmelerden, oldukça büyük finansal marjlardan ve güçlü hizmet gelirinden kaynaklanmaktadır (IMF, 2016a: 5-6).

Tüm yükselen piyasalar gibi Arjantin'de istikrarlı bir finansal sistemin oluşturulmaya çalışılması çoğunlukla yaşanan finansal krizlerden elde edilen tecrübelerle gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. İlk olarak 1980'lerde Meksika'da yaşanan finansal kriz Arjantin'de de etkisini göstermiş ve Arjantin büyük bir borç krizi ile karşı karşıya kalarak, enflasyon, ekonomik durgunluk, finansal istikrarsızlık ve büyük sermaye çıkışları ile baş etmeye çalışmıştır. Finansal açıdan bakıldığında Arjantin'de bankacılık sektöründe büyük kayıplar yaşanmış ve bu durum pek çok mevduatın kaybedilmesine de neden olmuştur. Krizin etkisi devam ederken ülkede yüksek enflasyon ve ulusal parasının aşırı değer kaybetmeye devam etmesi 1991 tarihli Kovertibilite Planı ile başlayan bir reform sürecine doğru adım atılmasına neden olmuştur. Dönüştürülebilirlik, yani, Pezo ile dolar arasındaki birebir ilişkiyi sağlayacak yasal, kurumsal ve parasal düzenlemeleri içeren reform Nisan 1991'de

Arjantin'de tanıtılarak uygulanmaya başlanmıştır. Hiper enflasyonun bıraktığı küllerin dışında, "bir pezo-bir dolar" kuralı, paranın değer işlevini hızla geri kazanmasına ve banka mevduatlarını hızla büyümesine olanak sağlamıştır. Bu reform süreci aynı zamanda ticaret ve sermaye hareketleriyle ilgili çoğu kısıtlamanın kaldırılması ile birlikte finansal ve ticari serbestleşmeyi de içermektedir. 1980'lerden itibaren pek çok ekonomik ve finansal zorluklarla karşı karşıya gelen Arjantin 1991 yılında Konvertibilite Planı'nın kabulü ile finansal sektördeki istikrarsızlıkların önlenmesini amaçlayan politikalar belirlemiştir. Finansal reformların başlangıcını oluşturan ile Konvertibilite Planı birlikte 1992 yılında imzalanan merkez bankası sözleşmesi ile merkez bankasının para tabanının üçte ikisinin uluslararası rezervlerle desteklenmesi kararlaştırılmıştır. Bu kurallar, merkez bankasını, bütçe açığının enflasyonist bir şekilde finanse edilmesi olasılığını ortadan kaldıran bir para birim kuruluna dönüştürmüş, merkez bankası organlarını bağımsız hale getirmiştir. Ayrıca bankacılık alanında yapılan düzenlemeler bankacılık sisteminin güvenilirliğini arttırmış ve bankalar arasındaki rekabetin artmasına neden olmuştur. Konvertibilite düzenlemesinin Arjantin'deki başarısı, özellikle birçok alternatif döviz kuru düzenlemesinin çöküşünün ardından, dikkat çekmiştir. Ancak ülke ekonomisi 1990'dan sonra düşük ithalat tarifeleri, yabancı yatırımlar, ABD dolarına sabitlenen bir para birimi ve düşen enflasyon bağlamında büyürken, finansal piyasalardaki oynaklık devam etmiştir (Pou, 2000; 2; Hacıhasanoğlu, 2005: 57).

1991 yılından itibaren sağlanan başarıların sürdürülebilirliği 1995 yılında Meksika'da yaşanan Tekila krizinin Arjantin'de de etkisini göstermeye başlamasıyla tekrar sorgulanmaya başlamıştır. Meksika pezosunun devalüasyona uğraması sonucu ülkede oluşan krizin etkisi Arjantin ve Brezilya'ya da sıçramıştır. Bu ülkelerden yüksek sermaye çıkışları yaşanmış ve Arjantin'in banka mevduatları bir hafta içerisinde yaklaşık %20 oranında düşmüştür. Yaşanan bu kriz Konvertibilite Planı için en büyük zorluklardan birisini oluşturmuştur. Yeni koşullar çerçevesinde ülkede esnek bir bankacılık sisteminin gerekliliği kabul görmüş ve bir dizi reformlar gerçekleştirilmiştir. 1994 sonrası reformlar ülke açısından oldukça ağır maliyetler gerektirmesine rağmen çoğu açıdan dünya finansal sistemiyle uyumlu bir bankacılık sisteminin yaratılmasına olanak sağlamıştır. Kriz nedeniyle finansal sistem tarafından

kaybedilen 8 milyar dolarlık mevduat 1996 yılının başlarında tamamen toparlanmış ve 1997 yılına kadar toplam mevduat 65 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca özel sektöre verilen krediler bir yıl sonra yeniden tesis edilmeye başlamıştır. Gerçekleştirilen bu reformlar ülke ekonomisinin büyümesine olumlu katkı sağlamış fakat iflasların sayısı, işsizlik oranı ve cari açık artmıştır. Bununla birlikte 1999 yılında Avrupa Birliği ve Brezilya'nın para birimlerinin değer kaybetmesine bağlı olarak ticaret hacminin düşmesine neden olmuştur. Arjantin ticaretinin yalnızca %15'ini temsil eden büyük bir ticaret ortağı olmamasına rağmen Arjantin döviz kurunun ABD dolarına sabitlenmesi bu olumsuz etkiyi daha da arttırmıştır. Ayrıca he ne kadar bankacılık alanında reformlar yapılmış olsa da, Arjantin'in bankacılık sektöründe kırılganlığı arttırıcı etkenler devam etmiştir. 2000 yıllarının sonuna doğru Arjantin'deki devam etmekte olan ekonomik sorunları Arjantin'in borçlarının sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizliğin artmasına neden olmuş Yatırımcılar, Arjantin'in ödemelerini askıya alma riskinin önemli ölçüde arttığına inandıkları için Arjantin devlet tahvillerine yatırım yapmak konusunda daha isteksiz hale gelmişlerdir. Yaşanan bu sorunlar Arjantin'in IMF ile anlaşarak borçlanmasına neden olmuştur. IMF ile yapılan anlaşma finansal piyasaların sakinleşmesini sağlamıştır. Fakat ülkede yaşanan siyasi kargaşalar ve düzelmeyen ekonomik göstergeler yeni bir güven krizine yol açarak IMF ile ikinci bir borç anlaşmasının yapılmasına neden olmuştur (Torre, vd., 2002: 4; Tentori, 2013: 29; Kiguel, 1999: 21; Roed, 2001: 92).

Arjantin'in ulusal finansal sistemi yaşanan krizin temelinde olmasa da dış borç verme ve yoğun gayri resmi dolarizasyona büyük ölçüde güvenmeyi teşvik ederek kırılganlıkların artmasına katkıda bulunmuştur. 1990'larda yaşanan önemli finansal derinleşmeye rağmen, Arjantin'deki finansal sistem uluslararası finansal sisteme göre daha az gelişmiştir. Üstelik 1990'lı yıllarda Arjantin bankacılık sisteminin önemli bir şekilde güçlendirilmesine rağmen, bankalar daha sonra meydana gelen pek çok risklere maruz kalmışlardır. Arjantin'in finans sektörü, 1990'larda önemli bir konsolidasyon, özelleştirme ve yabancı kurumların daha fazla girmesi sonucu bankacılık sistemi verimliliğinin güçlü biçimde artmasıyla önemli bir dönüşüm geçirmiştir (IMF, 2003: 26).

Arjantin'in 1990 ve 2010 yılları arasındaki büyüme performansı tekrarlayan krizlere rağmen, gelişmiş ülkelerle yakınlaşma sürecinin başlamasını sağlamıştır (OECD, 2017: 14). 2003-2011 yılları arasında Arjantin ekonomide gerekli toparlanmanın sıkı para ve maliye politikalarının uygulanarak gerçekleşmesi gerekliliğinin farkına varmış ve heteredoks (ülkenin kendi kendini finanse etmesi) önlemler sayesinde yaklaşık %8 oranında ekonomik büyümenin gerçekleşmesini sağlamıştır. Bu dönemde çoğu ekonomist Arjantin'in bu başarısının diğer Latin Amerika ülkeleri için de yeni kalkınma stratejileri olarak hizmet edebileceğini ön görmüşlerdir. Arjantin 2001-2002 krizi ve bununla başa çıkmak için uygulanan politikalar, kriz sonrası dönemde bankalara yeni bir başlangıç sağlamıştır. Geçtiğimiz on yılda uygulanan finansal serbestleşme politikaları hala bozulmamışken, bankalar giderek büyük uluslararası bankaların tipik davranış kalıplarına uyum sağlamayı başarmıştır. Arjantin'de finansal hizmetler, kriz sonrası dönemde faiz oranının yayılması ve finansal yatırımların dışında kalan karları geride bırakarak, bir banka karı kaynağı olarak ilgi kazanmıştır (Cibils ve Allami, 2013: 4; Doyran, 2014: 3).

2010 yılında Arjantin'deki finansal sektör GSYİH'nin %34'ünü temsil eden varlıklarla bankacılık sektörünün hâkimiyetinde bulunmaktadır. Finansal sistem varlıkları %27 kamu, %28 yabancı %24 yerli ve %21 diğer kurumlar arasında dağılmaktadır. Arjantin, ana şirketleri Brezilya, Fransa, Almanya, İngiltere, İtalya, Japonya, Güney Afrika, İspanya, Uruguay ve ABD'de bulunan finansal şirketlere ait uluslararası bankalara ev sahipliği yapmaktadır. Vadeli mevduatlar 2009 yılından beri oldukça istikrarlı bir şekilde artmasına rağmen, mevduatların büyük bir kısmı kamu sektörü bazında kısa vadeli kalmaktadır. Bununla birlikte, Aralık 2010 itibarıyla, kısa vadeli mevduatlar hala toplam özel sektör mevduatının yaklaşık yarısını temsil etmektedir. 2001 krizinden sonra kamu mali altyapısının iyi işleyen unsurlarının varlığı Arjantin'de finansal sektörün büyümesini desteklemiş ve 2008 yılında ABD'de başlayan ve tüm dünyada etkisi hissedilen küresel ekonomik krizin etkilerini azaltmayı başarmıştır. 2008 krizinde banka başarısızlıkları yaşanmamış, varlık kalitesi ve sermaye yeterliliği sağlam kalabilmiştir. Bununla birlikte, finansal sektörün Arjantin ekonomisinin büyümesini daha fazla destekleme kapasitesi sınırlı kalmıştır. 2012 yılında Arjantin ekonomisinde finansal gelişmenin sağlanması

açısından çeşitli reformlar gerçekleştirilmiştir. Bu reformların amacı, ülkenin sermaye piyasalarına olan güveni sağlayarak yerli ve yabancı şirketlerden daha fazla yatırım çekebilmek ve yatırımcılar için finansman kaynaklarının kapsamını ve derinliğini genişletmektir. Genel olarak ifade edilirse, bu dönemde yapılan reformlar ile Arjantin'de sermaye piyasalarında faaliyet gösterme şartları esnekleştirilmiş, kurumsal borç yetkileri basitleştirilmiş ve bu durum ülkedeki sermaye piyasalarının istikrarına katkı sağlamıştır (IMF, 2012a: 11). IMF ve Dünya Bankası'nın 2016 yılında yapmış olduğu Arjantin'in finansal gelişmesiyle ilgili durum değerlendirmesinde finansal yapısı şu şekilde rapor edilmiştir;

- Arjantin'de küçük hacimli uzun vadeli finansman bulmak oldukça güç olduğundan bu durum, ekonomik büyümeyi kısıtlamaktadır. Finansal sektörün gelişiminde özellikle konut, altyapı yatırımları ve KOBİ'lere borç vermede önemli uygulama eksiklikleri bulunmaktadır. Ayrıca KOBİ'ler işgücünün yaklaşık yarısını istihdam ederken, özel sektöre banka kredisinin yalnızca %13'ü aktarılmaktadır.
- Uzun vadeli finansman araçlarında daha derin finansal piyasaların gelişimini teşvik edecek makroekonomik engeller vardır. Makroekonomik belirsizlikler bankaların uzun vadeli kredi risk değerlendirilmesine engel olmakta, bu nedenle bankalar uzun vadeli krediler için sabit bir faiz oranında fiyatlandırma işlemi gerçekleştirememektedir. Bu nedenlerden dolayı özel tahvil piyasaları göreceli olarak daha yüksek bir gelişme göstermektedir.

Arjantin'in sermaye piyasaları emsal ülkelere göre daha küçük yapıda ve talep tarafında kurumsal yatırımcı tabanı daha küçük bir oranı temsil etmektedir. Ülkede ana kurumsal yatırımcı olarak bireysel emeklilik sisteminin millileştirilmesi sonucu yaratılan ve 50 milyar dolarlık varlık ile oluşturulan bir devlet fonu (FGS) yer almaktadır. Yatırım fonlarındaki varlıklar ve sigorta sektörü ise GSYİH'nin %3'ünü temsil etmekle birlikte, yabancı yatırım miktarı da çok kısıtlıdır. Son yıllarda piyasaya konsolidasyon sürecinde olan bölgesel borsalar ve bankalar tarafından düzenlenen borçlanma senetleri için tezgah üstü elektronik bir pazar hizmet etmektedir. Şirket tahvili ve hisse senedi piyasaları son yıllarda GSYİH'nin %13'ünden daha küçük bir paya sahiptir. Şirket tahvilleri en sık kullanılan finansal araç olmakla birlikte, 2015 yılında yaklaşık 4,4 milyar ABD doları ihraç edilmiştir.

Yerel yatırımcı tabanı, büyük şirketlerin fon sağlama ve sermaye artırma gereksinimlerini karşılayacak kadar büyük olmadığı için, ülkedeki büyük ve kaliteli şirketler çoğunlukla uluslararası borç piyasalarında işlem yapmaktadırlar. 2015 yılı sonunda, piyasada 30,6 milyar dolar tutarında borç ihraç eden 207 şirket bulunmaktadır. Bununla birlikte, Arjantin'de finansal piyasa nispeten değişkendir. Ancak şirketlerin çoğunluğu finansal değildir ve çoğu gelişmekte olan piyasadaki durumdan farklı bir durum söz konusudur. Uzun vadeli konut finansman piyasası, yüksek faizli ortam ve güvenilir enflasyon verilerinin bulunmaması nedeniyle yok denecek kadar az bir paya sahiptir. Yabancı yatırımcılar makroekonomik durum ve belirsiz bir politika ortamı ile ilgili endişelerinden dolayı ulusal sermaye piyasalarından gözle görülür bir şekilde çekilmeye başlamışlardır (World Bank, 2017: 12-17; IMF, 2016a: 35-38).

3.1.2. Şili

Latin Amerika ülkelerine kıyasla dış ticaret finansmanı ve para değişim işlemleri iyi gelişen ve son otuz yılda katılımcı sayısının, ürün çeşitliliğinin ve finansal derinliğinin artış gösterdiği bir ülke olan Şili, gelişen ekonomisinin taleplerini karşılamak için verimli bir finansal sistem geliştirmiştir. Bu nedenle, Şili'nin finans sektörü, bölgedeki en derin sektörlerden biri haline gelmiş ve küresel finansal sisteme oldukça entegre bir yapıya sahiptir. Bankacılık sistemi iyi kapitalize edilmiş likit ve karlı olduğundan dolayı olumsuz şoklara karşı dirençli bir yapıya sahiptir. Ayrıca finansal sistem düzenleyici ve denetleyici kurumları oldukça sağlam bir yapıya sahip olduğu için finansal açıdan ülkeye avantaj sağlamaktadır. Şili'nin finansal sisteminin temelinde varlık yöneticileri ve bankalar bulunmaktadır. Uluslararası karşılaştırmaya göre, Şili'deki hane halklarının brüt finansal tasarrufları yüksektir ve emeklilik fonları, sigorta poliçeleri, banka mevduatları ve yerel şirketler için doğrudan talepler arasında çeşitlendirilmiş şekilde yatırım yapılmaktadır. Sigorta sektörü (özellikle emeklilik sistemine bağlı yıllık gelirler) ve yatırım fonları da kilit rol oynamaktadır. 2004 yılında yatırım portföylerindeki değişiklikler sonrasında yatırım portföyleri çeşitlendirilmiş ve sistemin uzun vadeli hedefleri ile daha uyumlu hale getirilmiştir (IMF, 2011: 8-17).

Son elli yılda radikal ekonomik ve politik değişiklikler yaşayan Şili özellikle 1980'lerin sonundan itibaren olağanüstü makro ekonomik ve finansal performansı ile başarılı piyasa odaklı politikaların bir örneği olarak gösterilmiştir. 1970'lerin ikinci yarısında faiz oranlarının serbestleştirilmesi, bankaların özelleştirilmesiyle birlikte ilk olarak bankacılık sisteminde serbestleşmeye gidilmiştir. Bununla birlikte 1980'de emeklilik sistemi reformu, menkul kıymetler piyasasını düzenleyen yeni yasalar, 1984 vergi reformu ve 1986 yılında yeni bankacılık kanunları ile ülke ekonomisinin alt yapısı hazır hale gelmiştir. Bu dönemi takip eden on yıl boyunca demokrasiye geri dönüşün uluslararası finans camiası üzerindeki olumlu etkisi ve son olarak 1990 yılında özerk bir merkez bankasının kurulması gibi pek çok önemli gelişme Şili'nin hem finansal hem de ekonomik anlamda gelişmesine büyük katkı sağlamıştır. 1980'lerin ortasına kadar Şili, derin ancak zayıf düzenlenmiş bir finansal sisteme sahip olmuştur (Gallego ve Loayza, 2000: 2-12).

1970'lerin sonunda Şili pek çok ticari ve finansal reformlar gerçekleştirmiştir. Bankacılık sistemi serbestleştirilmiş ve kredi ve faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla pek çok banka özelleştirilmiştir. Sabit kur rejimi devam etmekteyken bankaların ticarete konu olmayan özel sektöre vermiş olduğu kredi hacminde bir artış yaşanmıştır. Bu süreçte finansal altyapı ile ilgili düzenleme ve denetleme işlemleri yeterli olmadığı ve bankaların kredi vermekte oldukları sektördeki uyumsuzluk, Şili'de finansal krize neden olmuştur. Bu dönemde bankaların denetlenmesi ve düzenlenmesi eksikliği, aşırı risk almaya başladıklarında ortaya çıkmıştır. 1982 yılında özel sektör kredilerinin GSYİH içersindeki payı %19 seviyelerine yükselmiştir. Bu riskin ötesinde Şili hükümetinin herhangi aksi bir durumda bankaları destekleyeceği de varsayılmıştır. Çünkü 1970'lerin sonunda bir banka kurtarılmış ve bu durum bankaların ahlaki tehlike sorunlarına katkıda bulunmuş ve bankacılık krizinin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Bu nedenle, bankalar kredi riskini artırmış ve makroekonomik koşullara karşı oldukça savunmasız hale gelmiştir. Nitekim 1982 yılında isabet eden dış şok, Şili bankacılık sisteminin zayıflıkları ve sabit döviz kuru rejiminin çöküşüyle birlikte, derin bir döviz kuru ve bankacılık krizine yol açmıştır. 1986'nın sonunda yürürlüğe giren Genel Bankacılık Yasası, 1982 krizine neden olan temel sorunları için çözüm önerileri belirleyerek,

ilgili taraflara borç vermeyi ve devlet teminatlarını sınırlayarak denetimi ve ihtiyati düzenlemeyi iyileştirmiştir. Bu yasa aynı zamanda, Basel standartlarına uygun sermaye yeterliliği şartını getiren bankacılık yasal çerçevesini geliştirmiş ve bankaların faaliyetlerini genişletmelerine ve yurtdışına yatırım yapmalarına olanak sağlayarak bankacılık sisteminin daha da güçlendirilmesine ve geliştirilmesine yardımcı olmuştur. Bütün bunlar, uzun vadeli finansman arzını artırarak, bankacılık sisteminin ve borsa, finansal araçlar ve kurumsal yatırımcılar gibi diğer finansal kurumların gelişmesine yardımcı olmuştur. 1980'lerin sonunda tahvil piyasası gelişmeye başlamış, 1990'larda ise borsada çarpıcı artışlar yaşanmıştır. 1990'lı yıllarda, bankacılık faaliyeti 1980'lerin sonundaki yeni düzenleyici çerçeveyi izleyerek ve özellikle borsa ve tahvil piyasası olmak üzere diğer finansal sektörlerin hızlı gelişimine eşlik eden ılımlı ve istikrarlı bir büyüme yaşamıştır. 1990'lardan sonraki süreçlerde daha karmaşık aktörlere ve ürünlere yönelik finansal kuralılaştırmaya ve pazar açıklığına odaklanılmıştır. 1999'da Şili'deki fiili sermaye kontrolleri kaldırılarak, döviz kuru bandı sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiştir. 2000 yılı sonunda kabul edilen OPA (halka açık hisse senedi) Kanunu, bu reform sürecinde bir başka önemli ilerlemelerin başında gelmektedir. Son olarak 2007 yılında ikinci sermaye piyasası reformu ile menkul kıymetler piyasasının güvenilirliği artırılarak finansal gelişmenin sürekliliğinin sağlanması amaçlanmıştır (OECD, 2011:12; Gallego ve Loayza, 2000: 2-12; Betancour, vd., 2005: 164).

2008 yılında Amerika'nın finansal piyasalarında başlayan daha sonra diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etki etmeye başlayan küresel kriz, Şili'de de etkisini göstermiştir. Bu etkiler büyük ölçüde Lehman Brothers'ın iflas etmesinin ardından alacaklıları saran panik dalgası ile sermaye akışlarında yaşanan düşüşlerden kaynaklanmış ve kaçınılmaz olarak dış finansmana erişimde kısıtlanmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Aynı dönemde krizden etkilenen yabancı banka şubelerinin varlığının da etkisiyle iç pazarda kredi oranlarının azalmasına bağlı olarak likitide oranları düşmüş ve bütün bunlar ülkedeki rezerv oranlarının azalmasına ve döviz kurlarının dalgalanmasına neden olmuştur. Şili ekonomisi Eylül 2008'den bu yana yaşanan önemli şoklara karşı esnekliğini korurken, politika

yapıcılar iç kesintileri en aza indirmek ve iç mali sistemdeki istikrarlı koşulları korumak için çeşitli önlemler almıştır (Lau, 2010: 3).

Bu önlemlerin yanı sıra Şili, 2000'li yıllarda birkaç yıl boyunca dünya ekonomisinin yaşadığı büyüme döngüsünden faydalanmış ve bu durum 2008 başlarında dünyadaki finansal kargaşayla başa çıkması için iyi hazırlanmasına olanak sağlamıştır. Kriz sırasında yetkililerin zamanında harekete geçmesi, ülkedeki güçlü bilanço ve karlılığın sağlanmış olması ve sağlam bir düzenleyici çerçevenin varlığı 2008 krizinin etkilerinin azalmasına olanak sağlamıştır. Bunun nedeni ise 1980'lerin ortasından bu yana düzenlenen ve 1990'larda konsolide edilen makroekonomik çerçevenin dış şokları yönetmede ve makroekonomik istikrarı sağlamada giderek daha etkili olması olmuştur. Bu bağlamda krizin etkisini oldukça çabuk atlatan Şili'de 2010 yılında finansal sistem varlıkları iki kat büyüyerek bölgedeki en derin finansal sistemlerden birisi haline gelmiştir (Cortes, 2016: 118-120; IMF, 2011: 5).

Gelişmekte olan pek çok pazarla kıyaslandığında Şili'nin finansal piyasaları sağlam maliye ve para politikaları ile desteklenmiş ve gelişmiş bir yapıya sahiptir. Bankacılık sektörü genellikle olumsuz ekonomik koşullara karşı dirençli ve iyi kapitalize bir yapıya sahip olduğu için takipteki alacak oranları oldukça düşüktür. Ülkede ekonomik büyümenin yavaşlama dönemlerinde bile bankaların karlılığı OECD ortalamasının üstünde devam etmiştir. Yurt içi mevduatlar ülkenin ana finansman kaynağıdır (finansal sistem mevduatları GSYİH'nin %200 oranındadır) ve dış finansmana (sermaye hariç) bağımlılık oranı oldukça düşüktür. Yabancı bankaların bağlı ortaklıkları, banka varlıklarının büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Ayrıca, son yıllarda yerel bankalar operasyonlarını Şili dışında genişletmiştir. Bankacılık sisteminde genellikle risk ölçüsü olarak değerlendirilen kredi / mevduat oranı uluslararası karşılaştırmalarda oldukça yüksek bir orana sahiptir. Bunun temel nedeni ise kurumsal mevduata olan güven ve varlıklar tarafında ise kredilerin yüksek paya sahip olmasıdır. Bütün bu gelişmeler Şili'nin finansal sisteminin bölgesel ve uluslararası gelişmelerden yoğun bir şekilde etkilenmesine neden olmuştur. Bu yüzden Şili hükümeti finansal yapıyı daha da güçlendirmek ve modernize etmek için finansal düzenlemelere devam etmektedir. Şili'nin finansal sistemi, yerel ekonomiye,

bölgeye ve dünyanın geri kalanına önemli bağlantılar sağlayan büyük bir sistem olarak görülmektedir (OECD, 2018: 20-21; IMF, 2014b: 12-13).

3.1.3. Suudi Arabistan

20. yüzyılın ortalarına kadar Suudi Arabistan'da resmi bir para ve bankacılık sistemi yoktu. Yüzyıllar boyunca ülkedeki yerli halkın parasal gereksinimlerine yabancı paralar hizmet etmiştir. Uluslararası para piyasaları ile gayri resmi bağlantıları olan para değiştiriciler (genellikle Mekke'yi ziyaret eden hacılar) bankacılık işlevini yerine getirmiştir. 1939 yılında ülkede petrolün keşfedilmesiyle telif gelirlerinin devlet kasasına girmeye başlaması ve II. Dünya Savaşı'nın ardından petrol talebindeki artışa bağlı olarak petrol üretiminin artması ile birlikte yabancı bankalar piyasaya girmeye başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak Suudi Arabistan krallığı 1952'de istikrarlı para mekanizması için Suudi Arabistan Para Ajansı'nı (SAMA) ardından 1953'te krallığın ilk bankası olan Ulusal Ticaret Bankasını faaliyete geçirmiştir. 1970'lerde devlet gelirlerindeki artışa ayak uydurmak ve kalkınma projelerinin finansmanını sağlamak amacıyla bankacılık sisteminde hızlı gelişmeler yaşanmıştır. 1975'e kadar devlet yabancı bankaları ülkede şube açmaları için teşvik etmiş ve yabancı bankaların sayısını arttırmıştır. 1976 yılında ise devlet bu bankaların şubelerini Suudi yatırımcıların da sektöre girmelerini teşvik etmek amacıyla halka açık şirketlere dönüştürme kararı almıştır. Bu bankaların hisselerinin bir araya getirilmesi ve ihraç edilmesi, geniş tabanlı halk katılımını teşvik etmiştir. Bu durum aynı zamanda ülkede borsanın gelişmesine büyük katkı sağlamıştır. 1979'da ülkede finansal işlemlerde kullanılan yerli bankaların sayısı sadece 3 iken, yabancı banka şube sayısı 140 olmuştur. 1980'lerden sonraki on yıl Suudi Arabistan'ın bankacılık sistemi açısından zorlayıcı yıllar olmuştur. 1981'den sonra petrol fiyatlarının aşırı düşmesiyle birlikte devlet gelirlerinin geçmiş yıllara göre yavaşlaması ticari bankaların varlık kalitesinde bozulmalara sebep olmuş ve bu durum ülkeyi zor bir düzenleme süreciyle karşı karşıya getirmiştir. 1980'lerde büyüyen ticari krediler ve mevduatlar, 1980'lerin sonunda çok fazla azalmıştır. 1982'de kalan üç yabancı banka şubesinin Birleşik Suudi Ticaret Bankası ile birleşmesiyle birlikte dönüşüm süreci başlamıştır. Suudi Krallığı finansal işlemlerle

ilgili yeni düzenlemeler gerçekleştirmiştir (Saudi Arabian Monetary Agency, 1999: 183-187).

1990'ların başında Suudi Bankacılık Sistemi 80'lerin ortalarındaki zorluklardan büyük ölçüde kurtulmuş, bankalar şube ağlarını genişletmiş, daha güçlü yönetim ile yeni teknolojiler sunmuş, yeni sermaye sağlamış, karlılıklarını arttırmış ve şüpheli hesaplar için büyük karşılıklar ayırmıştır. Ancak, Ağustos 1990'da Kuveyt'in Irak tarafından işgaliyle Suudi Bankacılık Sistemi büyük zorluklarla karşılaşmıştır. Yaşanan bu kriz Suudi Bankacılığı'nın gücünü tamamen test etmiş ve SAMA'nın bir merkez bankası ve bir bankacılık süpervizörü olma kabiliyetinin olduğunu göstermiştir. Kriz, parasal durumu derinden etkilemiş, yurt içi mevduatlar fon sahipleri tarafından geri çekilmiş ve büyük ölçüde yabancı para birimine çevrilerek yurt dışına transfer edilmiştir. SAMA, müşteri taleplerini karşılamak için, Repo düzenlemeleri ve bankalara döviz yatırma işlemleri yoluyla daha fazla likidite sağlayarak yabancı para mevcudiyetini sağlamıştır. Geçekleştirilen çözüm politikaları Körfez krizinin atlatılmasına olanak sağlamış hatta kriz sonrası dönemde finansal piyasaların temelini oluşturan bankalarda istikrarlı ve güçlü bir büyüme sağlanmıştır (Saudi Arabian Monetary Agency; 2003: 10-11).

Suudi Arabistan'daki finans sektörü ülkenin gelişim sürecini teşvik eden en önemli araçlardan birisi olarak görülmektedir. IMF'ye göre Suudi Arabistan orta ölçekli ve banka merkezli bir finansal yapıya sahiptir. Suudi Arabistan bankaları sağlam finansal düzenlemeler sonucunda iyi kapitalize edilmiş olup yüksek derecede kredi teminat oranlarına sahip, dış borçlanmaya az ihtiyaç duyan bir yapıya sahiptir. Bölgesel emsallerine göre ülkenin finansal sektörü küresel finansal piyasalardan nispeten ayrılmıştır. Sınır ötesi kredilendirmelerde önemli rol oynayan daha küçük körfez ülkelerinin aksine Suudi Arabistan bankaları iç piyasalarda işlev görmektedir. İpotek kanunun bulunmaması da Suudi Arabistan bankalarının yerel emlak piyasalarında yer almamalarına neden olmaktadır. Bu durum Suudi Arabistan'ın finansal ihtiyat tarihi ile birlikte Suudi finans sektörünün 2008 yılında Amerika'da yaşanan kredi krizi ve sonrasında ortaya çıkan finansal krizin ardından nispeten iyi performans göstermesine katkıda bulunmuştur. Yaşanan küresel krizin ardından pek çok ülkede kredi büyümesi yavaşlamış bankalar karı kısıtlayan karşılık oranlarını

arttırmak zorunda kalmıştır. Ancak hiç bir Suudi Arabistan bankası merkez bankası tarafından yönetilen sermaye enjeksiyonlarına ihtiyaç duymamıştır. Ayrıca bu dönemde banka varlıklarında ve kredilerde artışlar yaşanmıştır. 2012 yılında Standard & Poor's tarafından yayınlanan küresel değerlendirmeye göre, Suudi Arabistan'ın bankacılık sistemi Orta Doğu'daki en büyük ve en hızlı büyüyen bankacılık sektörlerinden birine sahip olmakla birlikte dünyadaki en güvenli sistemlerden biri görülmektedir (Mohamed, vd., 2014: 3; Almazari ve Almumani, 2012: 178).

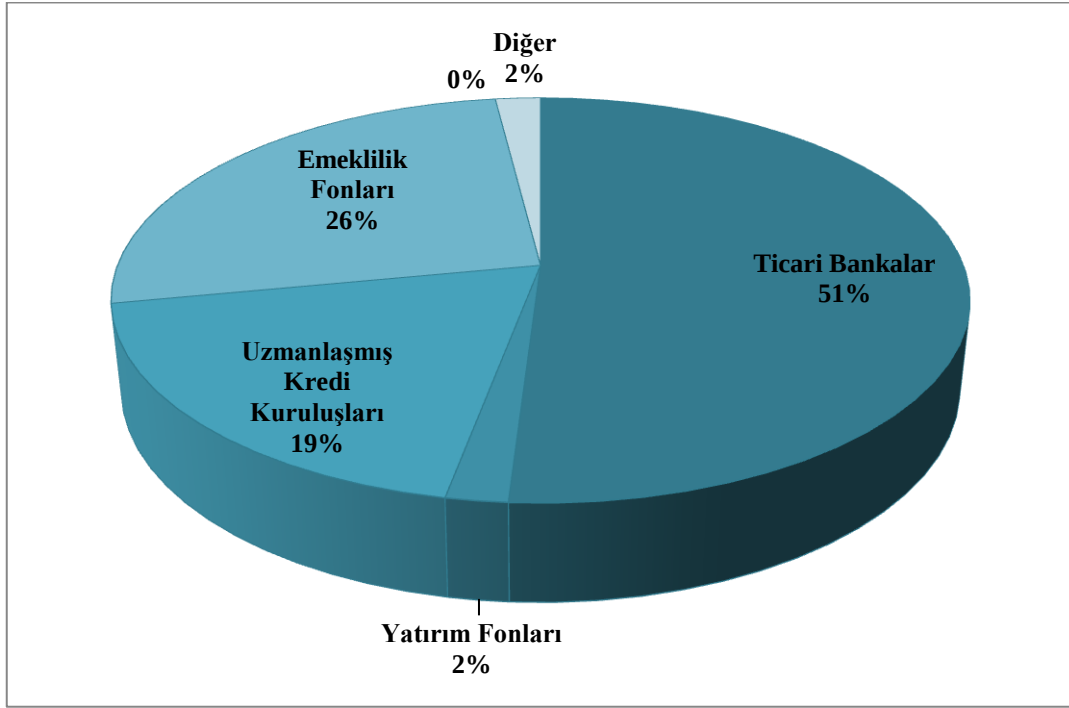
Son on yılda petrol ihracatçısı ülkelerde yaşam standardı dikkate değer şekilde yükselmiş ve bu durum ülkelerin ekonomik büyüme oranlarına da yansımıştır. Aynı şekilde, finansal gelişme hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeyi etkilemede önemli bir rol oynamaktadır. Petrol bazlı bir ekonomi olan Suudi Arabistan, son zamanlarda finansal sektörün gelişimine daha fazla önem vermiştir. Suudi Arabistan'daki finans sektörü son birkaç yılda özellikle bankacılık, borsa ve sigorta sektörlerinde hızlı bir büyüme sürecine girmiştir (Alghfais, 2016: 3). G-20 üyesi ülkelere birisi olan Suudi Arabistan en önemlisi petrol piyasası olmak üzere, küresel piyasaların farklı kanallarında önemli rol oynamaktadır. 2014 yılı haziran ayında başlayan petrol fiyatlarındaki önemli düşüş, birçok petrol ihraç eden ülke için zorluk yaratmıştır. Fakat Krallık güçlü ekonomik temellerin yanında ihtiyatlı para ve maliye politikaları nedeniyle düşen petrol fiyatlarının olumsuz etkisine dayanmayı başarmıştır. Suudi Arabistan ekonomisinin temel prensipleri arasında uzun süredir cari hesap fazlası, büyük döviz rezervleri, güçlü mali tamponlar, ılımlı enflasyon oranları ve düşük devlet borcu bulunmaktadır. Ülkede petrol ihracatına bağlı olarak dolar cinsinden oluşan büyük devlet gelirleri sermaye akışını da sağlayarak yüksek finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Devlet finansal istikrarı sağlamak ve özellikle sermaye piyasasında yüksek düzeyde yatırımcı güvenini korumak için bankacılık sisteminin düzenlenmesine ve denetlenmesine büyük önem vermektedir. 2015 yılına kadar yabancı yatırımcıların doğrudan hisse senedi piyasasına yatırım yapmasına izin verilmemiş, ancak yalnızca takas ve yatırım fonları aracılığıyla izin verilmiştir. Suudi Arabistan, 15 Haziran 2015 tarihinde piyasayı nitelikli yabancı yatırımcılara açarak hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi konusunda önemli bir ulusal politika kararı almıştır.

Böyle bir uygulamanın hem finansal sistem hem de Suudi Arabistan'ın reel ekonomisi üzerinde önemli etkileri olmuştur. Bu bağlamda ülke, sermaye girişinin teşvik edilmesi, borsa değerinin arttırılması ve sermaye maliyetlerinin azaltılmasını sağlayarak yatırımların büyütülmesini amaçlamıştır. Fon sahipleri genellikle sermaye akışını gerçekleştirmek için ülkelerin finansal sistemlerinin kurumsal ve şeffaf olma durumlarını değerlendirmektedirler. Böylece kurumsal yatırımcıların piyasaya katılmasıyla birlikte verimliliğin artması da beklenmektedir. Suudi Borsası 2015 yılında 530 milyar doları aşan bir piyasa değeri ile MENA bölgesinin en likit ve en büyük borsası olarak görülmektedir. Suudi Piyasalarının performansı, güçlü ekonomik temeller, öngörülebilir politikalar, ihtiyatlı düzenlemeler ve sıkı denetim gibi faktörler nedeniyle daha iyi durumdadır. Bu bakımdan, Suudi piyasası hem yurtiçinde hem de yurtdışında cazip bir yatırım hedefi olarak kabul edilmektedir (Alkhareif, 2015: 3-5).

2015–2016 döneminde, petrol fiyatlarındaki düşüş petrol önemli bir petrol ihracatçısı olan Suudi Arabistan'ın da gelirlerinde keskin bir düşüşe yol açmıştır. Devlet harcamaları kesilmiş ve bazı tedarikçilere yapılan ödemeler ertelenmiştir. Bu durum ekonomi üzerinde daralmaya neden olmuştur. Keskin bir şekilde artan iç devlet borçlanmalarıyla birlikte bankacılık sisteminin likiditesinin de daralmasına neden olmuştur. SAMA piyasaya likidite enjekte ederek ve bankaların mevduat borç verme konusundaki ihtiyatı oranını gevşeterek ekonomideki daralmaya müdahale etmeye çalışmıştır. Aynı zamanda, yaşanan bu olumsuz koşullar devletin yeni reform arayışlarına girmesine neden olmuş ülke petrol dışı gelirleri arttırmak için yeni adımlar atmış ve finansal firmalar için yeni fırsatlar yaratılmıştır. Bu bağlamda yetkililer, yerel finans sektörünü yeniden şekillendirmeye çalışmış ve Suudi Arabistan'ı küresel düzenleyici reform gündemiyle aynı hizaya getirmek için bir dizi büyük reform gerçekleştirmişlerdir. Bu dönemde Suudi finans sisteminin çekirdeği olan bankalar yine likit ve esnek olmaya devam etmiştir. Ülkenin finansal sistemi ile ilgili yapılan stres testleri, sistematik öneme sahip bütün bankalar dahil olmak üzere çoğu bankanın, mevcut fiyatların önemli ölçüde altına düşmesiyle karakterize edilen, ağır ekonomik şoklar durumunda, yasal sermaye şartlarını işletmeye ve karşılamaya devam edebileceğini göstermektedir. Petrol fiyatlarındaki oynaklık, Suudi finansal

piyasalarının kırılganlığında kilit rol oynamaktadır. Ancak bu risklerin Suudi bankacılık sistemine olan etkisi test edilmiş ve bankacılık sisteminin likit, iyi kapitalize edilmiş ve ciddi şoklara karşı dayanıklı olduğu sonucuna varılmıştır (IMF, 2017b: 7-17).

Şekil 3.1. Suudi Arabistan Finansal Sistem Yapısı



Kaynak: IMF,2016.

Şekil 3.1. Suudi Arabistan'ın finansal sisteminde rol oynayan finansal araçların ve aracılarn dağılım oranlarını göstermektedir. 2016 yıl sonunda Suudi finans sektörü yaklaşık 1.2 trilyon dolarlık (GSYİH'nin %186'sı) toplam varlıkla 24 ticari bankayı içermektedir. Yani finansal sistemin yaklaşık olarak %51 oranında bir paya sahip olan ticari bankalar, Suudi finansal sistemin özünü oluşturmaktadır. Emeklilik fonları ise beş uzmanlaşmış mevduat almayan kredi kurumu ile finansal yapının %26'sını, sanayi, tarım ve KOBİ'ler ve emlak sektörü için uzun vadeli kalkınma kredileri sağlayan uzman kredi kuruluşlarının finansal yapının %19'unu oluşturmaktadır. Yatırım fonları ve sigorta şirketleri dahil diğer finansal kurumlar ise %2'lik bir paya sahiptir.

3.1.4. Macaristan

Doğu Avrupa Bloku üzerindeki Sovyet etkisinin azalmasının ardından Macaristan, makroekonomik istikrarın sağlanmasında ve piyasa odaklı bir ekonomik sistemin yaratılmasında başarılı olmuş ve genellikle finansal sektör reformları açısından en iyi performans gösteren geçiş ülkelerinden biri olarak kabul edilmiştir. Macaristan, geç rejimin "mono-bankalı sisteminden" sağlıklı bir banka sistemi geliştirmeye çalışan Doğu Blok'undaki öncü ülkeler arasında yer almaktadır. Sosyalist sistemin devam yıllarda "mono-bankalı sistem", bu bloğun sınırları içinde bulunan ülkelerin finansal sektörünü geniş ölçüde temsil etmiştir. Ancak, planlı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde "mono-bankacılık sistemi" terk edilmeye başlanmıştır. Macaristan'ın finansal sistemi, iki aşamalı bankacılık sisteminin temellerinin atıldığı 1987'den bu yana önemli değişiklikler geçirmiştir. Macaristan kamu ekonomisini ve Batı Avrupa ile yakın iş ilişkilerini erken açmaya başlayan geçiş ülkeleri arasında yer almıştır. Bu tür faaliyetler ülkede daha büyük bir yabancı banka katılımına neden olmuştur. Macaristan hükümeti yabancı bankaların yatırımlarını daha güvenli hale getirmek için reformlara başlama gerekliliğini kabul etmiştir. 1992 yılında hükümet, yeni bankacılık yasaları ve düzenlemeleri uygulamaya başlamıştır. Macar bankaları 1994 yılına kadar büyük ölçüde yeniden aktifleştirilmiş ve bu dönemde bankalar %4'lük bir varlık/sermaye oranına ulaşmışlardır. Aynı dönemleri kapsayan 1990 yılında da Budapeşte Menkul Kıymetler Borsası (BES) kurulmuştur. Ancak, Borsanın ilk yıllarında hisse senedi ticareti ve cirosu oldukça düşük olmuştur. Bunun nedeni, Macar piyasasında yatırım fırsatlarının düşük olması ve buna bağlı olarak yeterince yatırımcının olmamasıdır. 1990'ların sonuna kadar Macar borsasında sadece altı adet hisse senedi oluşmuş ve hiç bir devlet tahvili işlem görmemiştir. Hisse senedi alım satımı düşük likidite, sık görülen piyasa sorunları, küçük piyasa büyüklüğü, çeşitlendirme için sınırlı fırsatlar, dönüştürülemeyen para birimi, makroekonomik sorunlar, şeffaflık eksikliği ve para birimi riskleriyle talihsiz deneyimler yaşamıştır. 1995 yılında yapılan düzenlemelerle yatırımcıların güvenini arttırmayı sağlayan makroekonomik gelişmelerin temelleri oluşturulmaya başlamıştır. Makroekonomik yapıyı düzenleme (enflasyonun düşürülmesi, cari açıkların düşürülmesi, gibi) politikalarının uygulanmaya

başlamasıyla daha güvenli bir vade profili, etkin finansman ve daha iyi piyasa likiditesi hedefleyen devlet, menkul kıymet piyasalarının daha da geliştirilmesi için elverişli koşullar sağlamaya çalışmıştır (Varhegyi, 2002: 75-76; Cesizmazia, 2014: 54-55; Nivorozhkin, 2002: 171-172; Csajbok ve Nemenyi, 1998).

1994-1999 yılları arasında Macaristan'da devlete ait bankaların özelleştirme dalgasından bu yana, büyük, yabancı sermayeli, uluslararası kredi kuruluşları Macar finansal sisteminin bel kemiği haline gelmiştir. Bugün, bankalar sadece finansal sistemdeki tüm kurumsal varlıkların üçte ikisini temsil etmekte ve finansal aracılık pazarlarının tamamında önemli bir yere sahip olmakla kalmamakta, aynı zamanda sermaye piyasası, sigorta ve fon sektörlerinde de önemli rol oynamaktadır. Ekonomik geçişin ilk yıllarında, Macaristan'daki bankalar ağırlıklı olarak kurumsal sektörlerde kredi vermekteydi. 1990'ların sonunda, iyi işleyen bir sermaye piyasasının olmayışı nedeniyle kredilere yönelik güçlü kurumsal talebin desteğiyle, bu segmentteki bankalar arasında rekabet güçlenmeye başlamıştır. Böylece, Macaristan ekonomisinin uluslararası yakınsamasına paralel olarak firmaların borçlulukları hızla artmıştır. Portföy içindeki yabancı para cinsinden kredilerin artan payı ile özellikle KOBİ'lerin döviz kurundaki değişikliklere karşı kırılganlığı da artış göstermiştir. Çünkü bu dönemde KOBİ'ler doğal bir koruma olarak kullanılacak yeterli avro gelirinden yoksundur (Szikszai, 2013: 6-8).

Hane halklarına verilen büyük çaplı borçlar, özellikle 2002-2003 döneminde hane halkı kredisi portföyünde keskin bir artışa neden olan devlet tarafından sübvansiyon edilen çekici kredilerle başlamıştır. Tahsis edilen krediler üzerindeki devlet desteği 2003 yılında kesilmiş ve bankalar müşterilere düşük faizli döviz bazlı ipotek kredisi sağlamaya başlamıştır. Bu durum, kurumsal kredi piyasasındaki rekabetin güçlenmesine yol açmıştır. 2002 yılından itibaren bankalar, hükümetin doruk noktasına ulaşan bir uygulama olan konut kredisi sübvansiyonu ile güçlendirilen hane halkı kredi piyasasına yönelmiştir. Bu durumda yabancı sermayeli bankalar, yeni ofisler açarak, yeni ATM'ler kurarak, çalışanlarını artırarak ve bankacılık ürün ve hizmet yelpazesini genişleterek güçlü bir maliyet temelli rekabete başlamışlardır. 2004 yılında Avrupa Birliğine üye olan Macaristan aynı zamanda Avrupa piyasasına girerek piyasa ekonomisine dönüşmeye başlamıştır. Bu bağlamda hane halkının

borçluluğu 2005'ten itibaren hız kazanmış ve hane halkı sektöründeki problemler, bankaların gevşek borç verme uygulamaları ve takipteki kredilerin artan miktarı sorunu ile sonuçlanmıştır. Macaristan bankacılık sektöründe gerçekleşen bu teşvik edici kredi genişlemeleri ülkenin ulusal ekonomik yetersizlikleri ile birleşince yabancı yatırımcılarında güvenlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum 2007-2008'de Amerika'da başlayan ve Macaristan'da da etkisini gösteren kredi patlaması yaşanmasına neden olmuştur. Çünkü Macaristan'ın kredi politikaları Amerika'nın kredi politikalarını fazla benzerlik göstermektedir. Krizin başlangıç dönemleri bankalar arası likidite krizi ile işaretlerini göstermiş ve bunu kredilendirmedeki keskin gerileme ve sonunda borç verme konusundaki sıkı düzenlemeler izlemiştir. Kredi ve borç verme koşullarının sınırlandırılması borçluların finansal durumlarını kötüleştirilmiş, durgunluğu derinleştirmiş, finans sektörü ve üyelerinin işleyişinde yayılma etkisine neden olmuştur. 2008 kriziyle Macaristan ekonomisinde ciddi dengesizliklere neden olan ve gelecek on yılın ekonomik fırsatlarını etkileyebilecek bazı hatalar ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda yaşanan küresel kriz uluslararası finansal ortamın yeniden şekillenmesine ve Macaristan gibi pek çok gelişmekte olan ülkenin risk derecelendirilmesine değişmesine neden olmuştur. Bu durum Macar hükümetini acilen finansal krizler için uluslararası çözümler ve kredi kurumları için kurtarma planları yapmaya zorunlu hale getirmiştir. Krizle başa çıkma yöntemleri bulmaya çalışan Macar hükümetinin dış borcunun çok yüksek seviyelere ulaşması ve ulusal paranın aşırı değer kaybetmesi sonucu birçok bilanço üzerinde oluşan baskı IMF'den yardım istemesine neden olmuştur. Dış borçlanmanın ana etkenlerinden biri, Macar bankalarının 2008'den önce uluslararası olarak ağır borç almaları ve hem hane halklarına hem de firmalara döviz cinsinden borç vermeleri olmuştur (Szikszai, 2013: 6-8; Korösi, vd., 2017: 524; Dapontas, 2011: 7-8; Ranciere, vd., 2010: 600).

2008 küresel finansal krizinin Macaristan dahil, Avrupa'da reel GSYİH ve yerel banka kredisi büyümesi üzerinde önemli ve kalıcı bir etkileri olmuştur. Krizin ardından diğer Avrupa ülkelerinde olduğu gibi Macaristan'da da özel sektör ve hane halkı borçlanması azalmıştır. Böylece, Macar hane halkları ve finansal olmayan şirketler borçlarını azaltmış ve yatırım yapmak ve tüketmek yerine tasarruf yapmaya başlamıştır. Bu durumun durgunluğu tetikleyici etkisi olmuştur. Toparlanma

sürecinde Macaristan'daki özel sektörün finansal varlıkları artış göstermeye devam etmiştir. 2008 yılında GSYİH'nin yaklaşık %41'ine gerileyen hane halklarının finansal varlıkları 2016 yılında GSYİH'nin %87'sine yükselmiştir. Bu durum tasarruf eğiliminin artışına ve hane halkları ve özel sektörün likitide kısıtlılığının düşmesine neden olmuştur. Finansal krizden bu yana, bankalardaki hane halklarına verilen krediler ve toplam kredilerde bir azalma görülmüştür. Aynı zamanda, bankaların takipteki alacak oranları düşme eğilimine girmiştir. Yasal ve düzenleyici çerçevedeki son değişiklikler, gelişmekte olan bir ipotek tahvil piyasasını da (mortgage bond market) desteklemiştir. Macaristan, diğer Avrupa ülkelerinin çoğu gibi, küresel finansal krizi takiben tarihsel deneyimlerden beklenenden daha derin ve daha uzun bir resesyon yaşamıştır. Ancak 2013 yılından bu yana ülke ekonomisi iyileşme sürecine girmiştir. Bu iyileşme süreci kredisiz olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda Macaristan, hızlı yerel banka kredisi artışı olmadan gerçek büyüme ve istihdam yaratmanın var olduğunu göstermiştir. Ancak, yerel banka kredisi tek finansman kaynağı olmadığından, özel koşullar bu süreci kolaylaştırmıştır. Macaristan'daki büyük ve saygın şirketlerin dış finansmana erişim hakkına sahip olması ve AB tarafından finanse edilen projelerle ilgili nispeten cömert avans ödemelerinin finansal baskıları hafifletmiş olması muhtemeldir. Ülkede bankacılık sektörü baskı altında kalmasına rağmen, döviz kuru riskine karşı kırılganlığı azalmıştır. Ayrıca banka bilançolarında toplam sermaye ve likidite pozisyonları yeterli olsa da, Macaristan Merkez Bankası'nın yapmış olduğu stres testlerine göre ülkede yaşanabilecek olumsuz makro ekonomik koşullarda bankacılık sisteminin sermaye ihtiyacına duyabileceği sonucundan dolayı bankaların toplam bilançolarında daralma hala devam etmektedir (IMF, 2015a: 11-12; IMF, 2017c: 13-18).

3.1.5. Polonya

1989 yılından önce sosyalist rejimle yönetilen Polonya'da olan mevcut bir finansal sistemden bahsetmek mümkün değildir. Sosyalizmin etkin olduğu dönemlerde ülkede piyasa eksikliği ve etkili bir fiyat mekanizmasıyla, para sadece bir hesap birimi olarak ve sadece bir ödeme aracı olarak sınırlı bir ölçüde kullanılmıştır. Planlı ekonomi döneminde ülkedeki finansal sistem sadece piyasaların dışında kalan ve hükümetin belirlediği tüm önemli parametrelerle hareket eden

bankalardan oluşmaktaydı. Piyasada başka hiç bir finansal aracılık türü ve finansal piyasa mevcut değildi. 1980'lerin sonuna kadar Polonya dünya çapında küreselleşme, uluslararasılaşma ve serbestleşme trendlerinin dışında kalmıştır. 1989'lu yılların sonunda ülkenin serbest piyasa ekonomisine geçişiyle birlikte Polonya'nın finansal yapısı oluşmaya başlamıştır. 1989'daki geçişin başlangıcından itibaren ilk on yıl, Polonya finans sektörünün kurumsal yapısı sadece bankacılık sektörünün baskın olmasına neden olmuş ve görece düşük faaliyetler gerçekleştirmiştir. Bu durum neredeyse elli yıllık piyasa dışı bir gerçekliğin, merkezi yönetimin ve kapalı bir ekonominin doğal bir sonucunu yansıtmaktadır. 1990'ların ekonomik geçişi rekabetçiliği geliştirme ve bankacılık sisteminin faaliyet alanını arttırma şansı yaratmıştır. Geçiş sürecinden bu yana, banka dışı finansal kurumların varlıklarında da önemli bir büyüme gözlenmiştir. Doğu Avrupa'da bankacılık sektörünün kapasite geliştirme ve kurumsal gelişim süreci, Batı Avrupa'nın aksine yalnızca on yıl sürmüştür (Janc, vd., 2013: 6-7; Orlowski, 1999: 9-10).

Polonya'nın bankacılık sektörü dışında; kredi birlikleri, banka dışı finansal kurumlar, toplu yatırım kuruluşları, sigorta şirketleri gibi pek çok finansal oluşumu bulunmaktadır. Bunların yanında aktif olarak hizmet veren para, sermaye ve türev piyasalar finansal sistemde önemli bir yere sahiptir. Özellikle 2000 yılından sonra para piyasalarında bir canlılık görülmüş ve ikincil piyasalarda hazine bonusu alım satım işlemleri artmıştır. Sermaye piyasasında ise hazine bonoları ve borsa önemini korumaya devam etmiştir. Yerel hazine bonusu piyasası bölgedeki en büyük ve en likit piyasa olma özelliğini taşımaktadır. 2002 yılından sonra firmaların uzun vadeli şirket tahvilleri ihracına olan ilgisi büyümüştür. Bu durum, hem menkul kıymetlerin olağanüstü değerindeki bir büyüme hem de taval ihracı sayısındaki bir artış ile kanıtlanmıştır. Ancak, kısa vadeli şirket tahvili piyasasına kıyasla, pazar küçük kalmaktadır (National Bank of Poland, 2004: 7-8).

Polonya finansal sistemi, bankacılık sektörü de dahil olmak üzere finansal kurumu ve gelişmiş piyasa ekonomilerinin her türlü özelliklerini taşıyan piyasaları kapsamaktadır. Aynı zamanda gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmiş bir finansal piyasa özelliğini taşımaktadır. Ülkedeki finansal sistemin büyüklüğü ve yapısı ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi açısından yoğun şekilde hissedilmektedir.

Polonya'da, bölgenin diğer ülkelerinde olduğu gibi, bankacılık sektörü finansal sistemin en büyük bölümünü oluşturmaktadır. Ticari bankaların yurt içinde genişleme arayışı kapsamında, küçük kasabalara ve kırsal alanlara hizmet etmek için kurulan kooperatif bankacılığı da finansal sistemde küçük ama hızlı büyüyen bir yapıyı oluşturmaktadır. Küresel finansal krizin patlak vermesinden bu yana, finansal olmayan sektöre verilen kredilerde biriken büyüme tüm AB üye ülkeleri arasında Polonya'da en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Tüm kilit kredi kategorileri değişen bir hızla yükselirken, en düşük orana konut kredileri sahip olmuştur. Ülkede, kooperatif bankaları operasyonel olarak ticari bankalardan daha az etkindir. Ancak sermaye oranları ticari bankalarla karşılaştırılabilir büyüklüktedir. En istikrarlı dış fon kalemi olarak kabul edilen finansal olmayan sektör mevduatları yerli bankalar için ana finansman kaynağını oluşturmaktadır. Ülke için yapılan stres testleri risk faktörlerinden hiçbirinin sistemik oranlarda yer almadığını göstermiştir. Ayrıca ülkede finansal gözetim ve güvenlik ağırları gelişmiştir (Narodowy Bank Polski, 2017: 11-14; IMF- World Bank, 2014: 1-7).

2008 yılında ABD ekonomisinin finansal sisteminde ortaya çıkan ve dünyadaki ekonomik faaliyet seviyesini etkileyen finansal krizde en zarar gören ülkelerden birisi de Polonya olmuştur. Küresel krizin başlangıç yıllarında Polonya'da kayda değer makroekonomik dengesizliklerin olmaması, iyi kapitalize edilmiş bankaların varlığı, ılımlı kredi büyümesi ve kamu dış borcunun orta düzeyde olması ekonomiyi kriz dönemi boyunca durgunluktan uzak tutmada kilit rol oynamıştır. Bunların yanında IMF ile birlikte alınan ihtiyatlı tedbirler, ekonominin yalıtılmasına ve güvenin sağlanmasına destek olmuştur. Sonuç olarak Polonya ekonomisi bu dönemde iyi bir performans göstermiştir. Ancak Avrupa bölgesinde yaşanan finansal gerilimler Polonya'nın da yavaşlamasına neden olmuştur. Polonya'da, bölgenin diğer ülkelerinde olduğu gibi, bankacılık sektörü finansal sistemde önemli bir rol oynamaya devam etmiş olsa da, Polonya finansal sistemi bölgedeki ülke grubundan en az bankacılık odaklı olanlardan biri olarak kabul edilmektedir. Bunun nedeni emeklilik ve yatırım fonlarının ve sigorta şirketlerinin, bölgedeki diğer ülkelere göre daha büyük olmasıdır. Bu bağlamda kriz sonrası dönemde Polonya'nın finansal

sistem varlıklarında önemli artışlar yaşanmıştır. (Narodowy Bank Polski, 2017: 11-14; IMF, 2013a: 8).

2019 yılında IMF'nin Polonya'nın finansal sistem yapısıyla ilgili değerlendirmesinde şu bilgiler rapor edilmiştir;

- Ülkedeki bankacılık sisteminin bazı orta ölçekli bankaların dışında olumsuz şoklara karşı direnç gösterme kabiliyeti oldukça yüksektir. Ayrıca bankalar yerel para birimi cinsinden kısa vadeli likidite risklerine karşı da dayanıklı görünmektedirler.
- Finansal sistem için, devlet-finansal kurum bağlantıları artmış, döviz ipoteğine maruz kalma oranları düşmüştür.
- Makro ihtiyati politika çerçevesi sağlam bir yapıya sahiptir.
- Sigorta sektörü çoğu AB pazarına kıyasla küçüktür, sermaye piyasalarında ise hisse senedi piyasası nispeten iyi gelişmiştir.
- Hisse senetleri hem Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda hem de daha küçük bir alternatif alım satım sistemi aracılığıyla alınıp satılmaktadır.
- Tahvil piyasaları, büyük ölçekli piyasalarla karşılaştırıldığında sınırlı likitide ile küçük bir yapıya sahip olmasına rağmen büyümektedir.

IMF'in yapmış olduğu değerlendirmeler çerçevesinde, Polonya'nın şoklara karşı dirençli, likit ve güvenilir bir bankacılık sistemine sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca kamunun ekonomik ve finansal yapı için uygulanan politikaların sağlam temellere dayandığı ifade edilmektedir. Ülkedeki sermaye piyasalarında ise hisse senedi piyasalarının tahvil piyasalarına kıyasla daha iyi geliştiği belirtilmektedir.

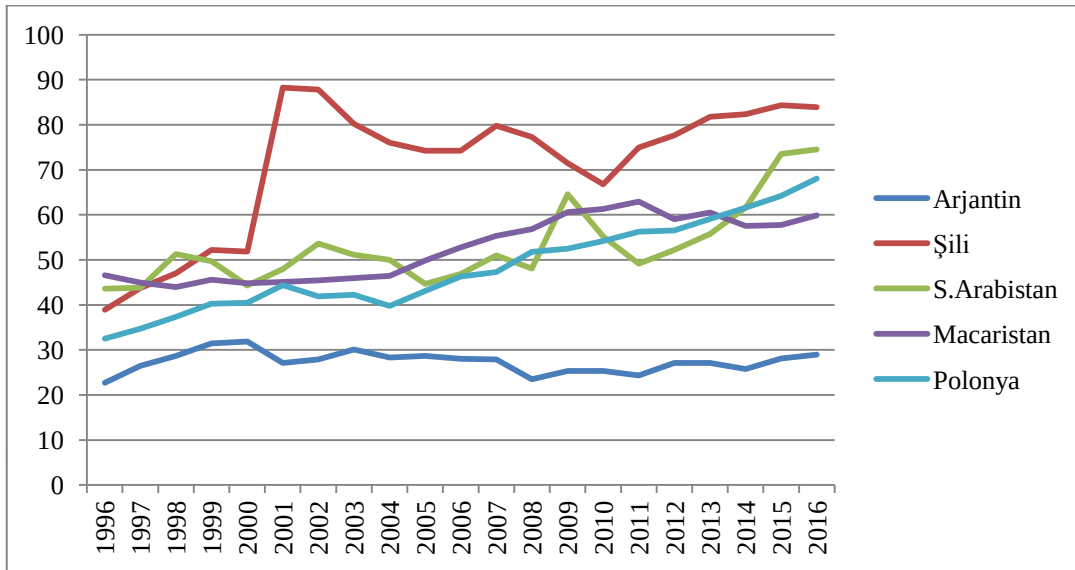
3.2. Yüksek Gelir Grubunda Yer alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeler

Bir önceki başlıkta yüksek gelir grubunda yer alan ülkelerin finansal serbestleşme dönemi ve sonrasında finansal sistemlerinde meydana gelen değişimler hakkında değerlendirmeler yapılmıştır. Bu başlıkta ise, ele alınan bilgilerin daha açıklayıcı olması açısından, bu ülke grubuna ait bazı finansal gelişme göstergelerinin son yirmi yıllık süreçte nasıl bir değişim geçirdiği hazırlanan şekiller yardımıyla gösterilmektedir. Öncelikle ülkeler açısından parasal genişlemenin bir göstergesi

olan M2/GSYİH verileri değerlendirilmiştir. Ardından finansal sistem içerisinde ağırlıklı olan yer alan bankacılık sektörünün işlevinin değerlendirmesine yardımcı olan özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranları gözden geçirilmiştir. Finansal sistemin temelini oluşturan ve şekil yardımıyla açıklanmaya çalışılan diğer bir veri ise borsa kapitalizasyon oranıdır. Son olarak da finansal piyasalarda fon arzının büyüklüğünü gösteren finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı ülke ülke değerlendirilmektedir.

Finansal gelişmenin en önemli göstergelerinden birisi olan ve dünya bankası tarafından geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranı olarak ifade edilen M2/Y oranları 1996-2016 yılları itibari ile şekil 3.2.1.'de gösterilmektedir. M2/GSYİH finansal gelişmişliğin ölçütü olarak yabancı ülke paraları cinsinden açılan mevduat hesaplarının da dahil olduğu geniş tanımlı para arzını ifade etmektedir. Para ve para arzını kaydeden finansal hesaplar, bir ülkenin finansal sisteminin merkezinde yer almaktadır. Şekil 3.2.1'e bakıldığında yüksek gelir grubuna dahil olan bütün yükselen piyasa ekonomilerinin parasal genişlik oranında artış eğilimi görülmektedir. Arjantin'deki parasal genişleme liberalleşmenin ilk on yılını kapsayan 1999 (%31) yılı ve 2003 (%30) yılında küçük artışlar göstermiş fakat benzer gelir grubuna dahil olan ülkelere kıyasla oldukça düşük seviyelerde kalmıştır. Parasallaşma oranı en yüksek olan ülke yaklaşık %84'le Şili ve onu takiben yaklaşık %74'le Suudi Arabistan'dır.

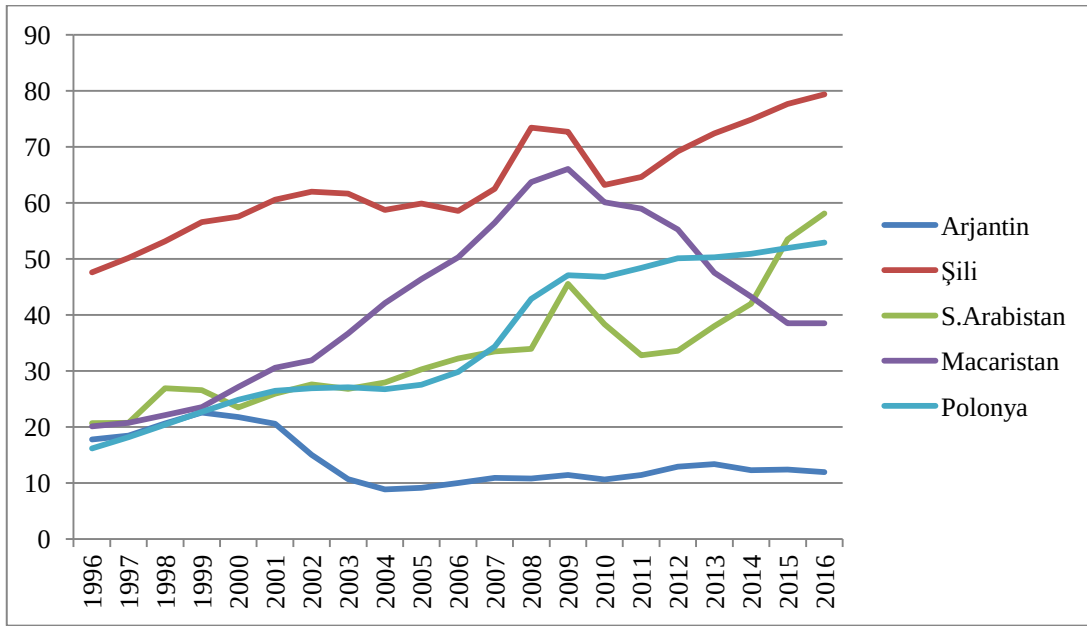
Şekil 3.2.1. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Yüksek gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinin bankacılık faaliyetlerinden birisi olan özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı şekil 3.2.2.'de gösterilmektedir. Arjantin ve Macaristan hariç tüm ülkelerde 1996-2016 yılları arasında artış eğilimi görülmektedir. En çok artış gösteren ülke ise %79'la Şili'dir. Şili için son zamanlarda en çok dikkat çeken alanlardan birisi olan bankacılık faaliyetleri, finansal gelişmenin kayda değer şekilde ivme gösterdiği alan olarak değerlendirilmektedir. 1980'lerin ortalarından bu yana bankacılık uygulamaları göz önüne alındığında, Şili'nin Latin Amerika'da ilerleyen dönemlerde finansal lider olarak görülmesi muhtemeldir. 2000'lerin ortalarına kadar, Şili'de özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı, bölgedeki büyük ülke olan Arjantin'in neredeyse iki katı büyüklüğünde gerçekleşmiştir (Gallego ve Loayza, 2000: 2). Arjantin'de özel sektöre verilen krediler 1990'lı yıllarda istikrarlı bir şekilde büyüme göstermiş, 2001 krizi sonrası dönemde sürekli bir düşüş yaşamıştır. 2001 yılına kadar ülkede iyi sermayeye sahip, güçlü bir şekilde karşılanmış ve oldukça likit bir bankacılık sistemini göstermiş olsa da krizi takiben, yaşanan düşüşler hiçbir zaman kriz öncesi seviyelerine tam olarak geri dönememiştir (Torre, vd., 2002: 5).

Şekil 3.2.2. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı

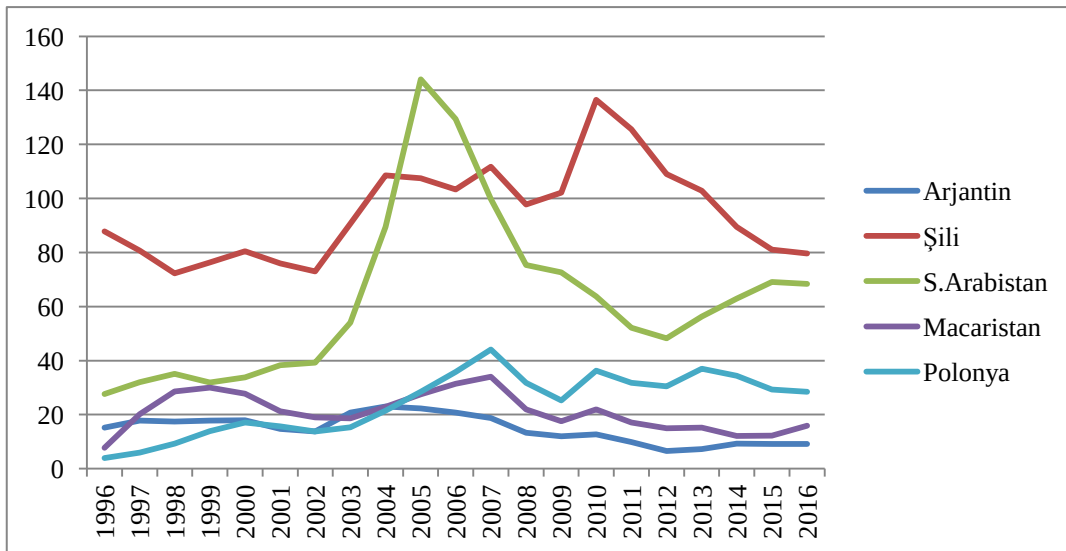


Kaynak: WorldBank, 2017

Macaristan'da 2007 yılının sonlarına 2008'in başlarına kadar özel sektör kredilerinde güçlü ve sorunsuz bir genişleme yaşamıştır. Macaristan finansal sisteminde en çok işleve sahip olan özel sektöre verilen banka kredileri özellikle 2008 krizinin ardından keskin bir yavaşlama sürecine girmiş ve 2016 yılında da kriz öncesi seviyelere erişememiştir. Bununla birlikte, Macar bankalarının nispeten yüksek karlılığı, bankaların piyasa güçlerini kullandıklarını ve özellikle hane halkı düzeyinde geçerli olan oligopol fiyatlandırmasını kullandıklarını göstermektedir. Her ne kadar yabancı bankaların varlığı ve sınır ötesi kredilerin artması nedeniyle, 1990'ların ikinci yarısından itibaren Macaristan'da kurumsal kredi piyasasında şiddetli bir rekabet yaşansa da hane halkı kredi piyasasına karşı yeterli rekabeti gösterememiştir (Szikszai, 2013: 66). İyi kapitalize edilmiş ve güçlü bir bankacılık sistemine sahip olan Suudi Arabistan'da ise özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı özellikle 2011 yılından sonra sağlam ekonomik faaliyetler ve güçlü bir iç talebin var olması nedeniyle istikrarlı bir büyüme göstermeye devam etmiştir. Ayrıca bankacılık sektöründe büyük bir orana sahip olan özel sektör kredileri Arabistan bankacılık sektörünün büyümesinde ana itici güç olma özelliğini göstermektedir (Saudi Arabian Monetary Agency, 2015: 14).

Yüksek gelir grubunda yer alan ülkelerde borsa kapitalizasyon oranları şekil 3.2.3'de gösterilmektedir. Sermaye piyasalarının likitidesinin ölçülmesi için kullanılan bu veri, işlem hacminin piyasa değerine oranıdır. Bu oranın yüksek olması hem düşük işlem maliyetlerinin bir göstergesi hem de firmaların ihtiyacı olan fonların sağlanmasına olanak tanıdığı için daha likit bir sermaye piyasasının varlığını göstermektedir (Huang, 2010: 15; Yetiz ve Şimşek, 2017; 10). Şekil 3.2.3'e göre borsa kapitalizasyon oranı en yüksek olan ülke %81 ile Şili ve %69 ile Suudi Arabistan'dır. Arjantin, Macaristan ve Polonya'da bu oranlar oldukça düşüktür. Bunun nedeni ise, Orta ve Doğu Avrupa'nın menkul kıymetler borsası nispeten küçük ve gelişmekte olan piyasalardan oluşmasıdır. Bu ülkeler arasındaki en büyük pazarda Polonya'ya ait olan Varşova Borsası olmasına rağmen borsa kapitalizasyon oranı yine de düşük seviyelerdedir. Her ne kadar Polonya finansal sistemi Doğu ve Orta Avrupa'da en az bankacılık odaklı sistem olarak kabul edilse de, diğer ülkelerde olduğu gibi bankacılık sistemi finansal sistemde önemli rol oynamaya devam etmiştir. Bunun nedeni ise emeklilik ve yatırım fonlarının ve sigorta şirketlerinin diğer ülkelere göre büyük olmasıdır (Narodowy Bank Polski, 2015: 11-13; Köke ve Schröder, 2003; 2-3).

Şekil 3.2.3. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı

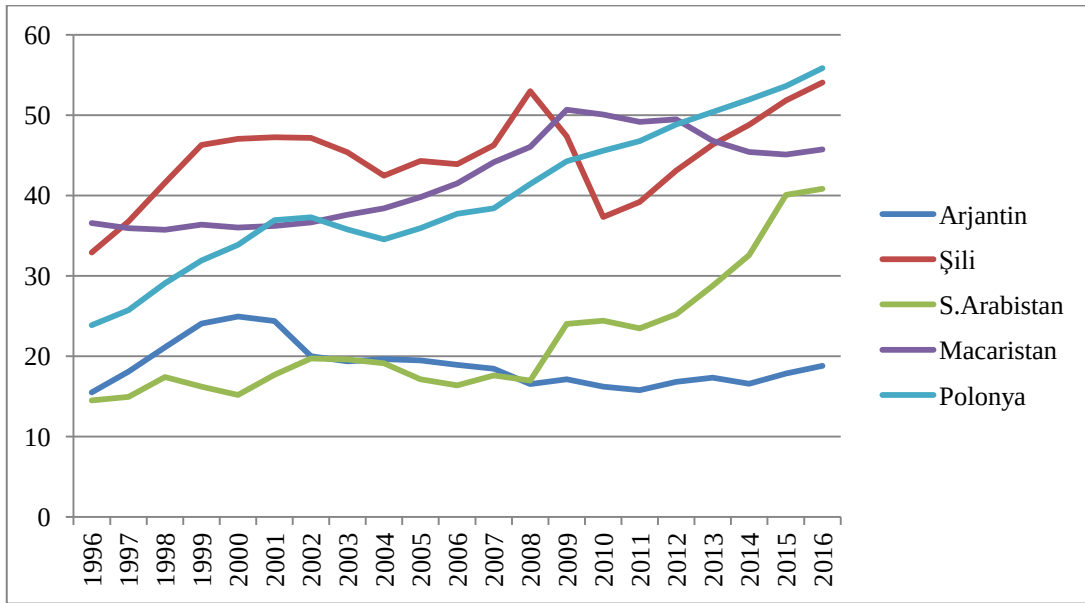


Kaynak: WorldBank, 2017.

2000 yılından beri dünya çapında yaşanan ekonomik daralma özellikle Avrupa ülkelerinin borsa işlem hacimlerini ve borsa kapitalizasyon oranlarında olumsuz etkiler yaratmıştır. Arjantin, sermaye piyasaları son yıllarda gelişme göstermiş ancak yine de bankacılık sektörünün gerisinde kalmıştır. Bu nedenle, piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacimleri Şili ve Suudi Arabistan gibi diğer gelişmekte olan ülkelerde ulaşılan seviyelerin altında kalmıştır. Bu gecikmeye rağmen, özellikle sermaye piyasalarının gelişmesinde belirleyici faktör olarak ortaya çıkacak olan kurumsal yatırımcıların hızlı evrimi göz önüne alındığında, sermaye piyasalarındaki büyüme beklentileri görülmektedir (Argentina Financial Sector Review, 1998: 5). Doğu Avrupa'da açılan ilk borsalardan biri olmasına rağmen, Macaristan borsaları, özellikle borsada işlem yapan firmaların sayısı bakımından diğer bazı pazarlara göre küçük kalmıştır. 2000 yılından beri büyüyen ve çeşitlenen Macar sermaye piyasaları yine de bazı bölgelerde zayıf kalmıştır. 2002'de Budapeşte Menkul Kıymetler Borsası'nın değerinin düşmesiyle borsa kapitalizasyon oranı da düşmeye başlamıştır. Macaristan'da 2005-2010 yılları arasındaki beş yıllık dönem, borsa kapitalizasyonunda bir düşüşle karakterize edilirken, aynı düşüş eğilimi 2010'dan 2012'ye kadar gözlenmiştir (IMF, 2005: 20).

Yüksek gelir grubunda yer alan ülkelerin finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı Şekil 3.2.4.'de gösterilmektedir. Arjantin hariç tüm ülkelerin finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı %40'ın üzerindedir. Finansal sistem mevduatlarında en yüksek paya sahip olan Polonya'daki bu artış temel olarak ticari bankaların aktiflerinin ve yatırım fonlarının değerindeki artıştan kaynaklanmıştır.

Şekil 3.2.4. Yüksek Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Bankacılık sektörü Şili ve Macaristan'da finansal sistemin ana unsuru olarak kalmaya devam etmektedir. Macaristan'da banka dışı finansal sektörler büyümeye devam etse bile yinede finansal sistem varlıklarının %50'den fazlasını bankalar oluşturmaktadır. Çünkü varlıkları artmaya devam eden bu finansal sektörler genellikle Macaristan bankaları tarafından finanse edilmekte ve bu bankaların iştiraklerinden oluşmaktadır (IMF, 2005a: 8). Şili'nin finansal sistemi, yerel ekonomiye, bölgeye ve dünyanın geri kalanına önemli bağlantılar sağlayan büyük bir sistemdir. GSYİH'nin %200'ünü aşan bir finansal varlığa sahip olan Şili'de çoğunluk bankalar, sigortalar ve emeklilik fonundan oluşmaktadır (IMF, 2014: 12).

3.3. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme

Yükselen piyasa ekonomilerinde üst orta gelir grubuna ait ülkeler Brezilya, Çin, Güney Afrika, Kolombiya, Ürdün, Malezya, Meksika, Peru, Tayland ve Türkiye'dir. Bu ülkelerde 1990 yılların başında gerçekleştirilen finansal serbestleşme politikaları ilk dönemlerde bazı krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Yükselen piyasalar, ortaya çıkan bu şoklarda, finansal sistemlerini dengelemekte bazı

zorluklarla karşılaşmıştır. Bu çerçevede ülkeler, finansal gelişme için gerekli altyapı ve düzenlemeleri uygun bir şekilde iyileştirmeye çalışmıştır.

Yaşanan krizlerden elde edilen tecrübeler ve uygulanan reformlar yükselen piyasaların finansal piyasalarda daha etkin olmalarına katkı sağlamıştır. Son yirmi yılda bu ülkelerin pek çoğu küresel rekabetin farklı alanlarında kendilerini göstermeye başlamışlardır. Bu kısımda, üst orta gelir grubunda yer alan ülkelerin finansal piyasalarında gerçekleşen değişimler ve gelişmelerden ayrıntılı olarak bahsedilmektedir.

3.3.1. Brezilya

Brezilya Finansal Sistemi, dünyanın en gelişmiş bankacılık sistemlerinden biri olarak kabul edilmiştir. Yıllardır süren yüksek enflasyon, bankaları paranın gerçek değerini koruyabilen bazı finansal ürünler ve bilgi sistemleri geliştirmeye zorlamıştır. Özellikle 2000'li yıllarda ülkede ekonomik faaliyetleri ve verimliliği arttırabilmek için alternatifler aranmış ve ülkenin kendi kendine sürdürülebilir büyümesini teşvik edebilmesi için finansal sistemin geliştirilmesi gerektiğine karar verilmiştir. 1994'ten sonra finansal piyasadaki kurumsal çerçevedeki değişiklikler, düzenleyici kurumların rolünün güçlendirilmesine ve aralarındaki koordinasyona odaklanmıştır (IRIBA, 2014: 19; Ribeiro, 2000: 3).

1960'lardan beri Brezilya gibi gelişmekte olan pek çok ülke farklı dönemlerde finansal serbestleşme politikaları uygulamaya başlamış ve serbestleşmenin ilk yıllarında pek çok finansal krizle karşı karşıya gelmiştir. Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelerin de serbestleşme dalgası 1960'ların sonunda ilk yabancı sermaye girişi ile gelişmiş ülkelerde finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve geliştirilmesi süreciyle aynı anda başlamıştır. Pek çok gelişmekte olan Latin Amerika ülkesi bu sürece hızlı bir şekilde entegre olmuştur. Brezilya 1960'lı yılların sonunda ülkeye sermaye girişini sağlamak amacıyla serbestleşme politikalarını başlatan ilk ülkelerden birisi olmuştur. Brezilya başlangıçta, ülkenin o yıllarda yaşadığı yüksek ekonomik büyüme oranlarının neden olduğu ılımlı bir cari hesap açığını finanse etmek için yabancı kaynakları çekmeye başlamıştır. 1973 yılında yaşanan petrol şokundan dolayı ülkenin cari açığı daha da yükselmiş ve dış finansman ihtiyacı daha

da artmıştır. Çünkü ülkenin hızlı büyüme sürecine girmesinin ve sürdürülmesinin temelinde yüksek petrol fiyatları büyük bir etken olmuştur. Latin Amerika'daki bu sermaye girişi dalgası 1981-1982 yılları arasında hızla azalmış ve ciddi finansal ve parasal krizlere neden olmuştur (Damill, vd., 2013: 2).

1980'lerin ve 1990'ların başında Brezilya'nın yaşadığı deneyim, özellikle yüksek ve artan enflasyonla derin makroekonomik dengesizliğin sürekliliği ile ilgili durgunluk eğilimi ile karakterize edilmiştir. 1994 yılında Brezilya fiyat istikrar planlarının başarısız olması ve yüksek enflasyonla başa çıkabilmek için yeni bir istikrar planı başlatmıştır. Ülkede kamu açıklarının kapatılması için yeni önlemler alınmaya başlanmış ve sıkı para politikasına geçilerek Brezilya Real'i ABD Doları'na sabitlenmiştir. Ancak bu durum ulusal paranın aşırı değerlenmesi endişesiyle finansal bulaşıcılığı da beraberinde getirmiştir. Yani, finansal krizler 1997'de Asya'yı, 1998'de ise Rusya'yı sarstığında, bu ülkelerden yatırımlarını çeken yatırımcılar Brezilya'dan da çekilmeye başlamıştır. Bu durumda Brezilya dolara sabitlenmiş döviz kuru politikasını sürdürebilmek ve ülkeden dolar çıkışını engelleyebilmek için faiz oranlarını arttırmıştır. Ancak bu durum ülkeden döviz çıkışını engellemeye yetmemiş ve ülkenin rezervleri hızla erimiştir. Büyüyen mali açıklar yatırımcıları endişelendirmiştir (Gruben ve Kiser, 1999: 13-14). Bu durum 1999 yılında Brezilya'da finansal krizle sonuçlanmıştır.

Brezilya'nın sermaye piyasası daha çok kısa vadeli kaynaklara odaklanmıştır. Uzun süreli yüksek enflasyon oranı ve genel ekonomik istikrarsızlık, genellikle yatırım için daha kısa vadeli yatırım olanaklarını beraberinde getirmiştir. Bu durum, 1990'ların ortasına kadar tarihsel olarak Brezilya borsası üzerinde ciddi olumsuz etkiler yaratmıştır. Ancak, 1994 yılında Brezilya için uygulanan ekonomi planı Brezilya borsası için bir dönüm noktası olmuştur. Nitekim ekonomik ve politik istikrarla desteklenen borsa, 2003'den bu yana güçlü bir büyüme trendi başlatmıştır. Yurt dışından yoğun bir sermaye girişi ile büyüme sürecinin çekirdeğini oluşturan Brezilya borsası yabancı yatırımcıların katılımıyla dünyadaki borsalar arasında önemli bir yere sahiptir. 1997'de başlayan yüksek iç faiz oranı ve özelleştirme programı, 2002 (seçim yılı) hariç önemli miktarda yabancı sermaye çekmiştir. O zamandan beri Brezilya yabancı yatırımcılar için önemli bir seçenek olarak

görülmektedir. 2000 yılında Brezilya borsasında yapılan bazı düzenlemelerle birlikte yatırımcının risk algısı azalmış, hisse değerleri ve likidite üzerinde olumlu bir etkisi olmuştur (Clemente, vd., 2012: 227).

Brezilya ekonomisinin finans sektörü de uluslararası piyasalardaki oynaklığın emtialar ve sermaye üzerindeki etkilerine maruz kalmaktadır. Ancak esnek döviz kuru, güçlü mikro ve makro ihtiyati politika çerçeveleri, sağlam bilançolar, yüksek sermaye ve karlılık ve bol miktarda likit varlık ülkenin bu risklere karşı dirençli olmasını sağlamaktadır. 2002 yılından bu yana Brezilya'nın finans sektörü çeşitlilik açısından ilerleme göstermektedir. Son on yılda, makroekonomik istikrar, finansal katılımdaki önemli kazanımlar, menkul kıymetlerin ve türev piyasaların genişlemesi ve kurumsal yatırımcıların önemli katılımının etkisiyle finansal sektör varlıkları iki katına çıkmıştır. Kamu borcunun yapısı daha esnek hale gelmiş ve özel tahvil piyasaları hareketlilik göstermiş olsa da hala küçük bir yapıda kalmıştır. Bankacılık sektöründe yerli finansal kuruluşların hakimiyeti devam ederken kamu bankaları önemli paylara sahiptir. Uluslararası yatırımcılar sermaye ve türev piyasalarında önemli roller oynamaktadır. Borç politikası tepkileri ve yerleşik finansal sistem tamponları nedeniyle, finansal sistem 2008 yılında tüm dünyada etkisini gösteren küresel krizi oldukça iyi bir şekilde atlattır. Sistemik risk şu anda düşük olmasına rağmen, Brezilya finansal sistemi zorlu bir ortamda çalışmaktadır. Son yıllarda hızlı kredi genişlemesi, ekonomik büyümeyi ve daha geniş finansal katılımı desteklemiştir. Ülkenin finansal sistemi, sermaye piyasası gelişimini ve potansiyel büyümeyi sınırlayan yüksek faiz oranı kısa vadeli bir dengede kalmaktadır. Faiz oranları, benzer ülkelerdeki oranların oldukça üstündedir. Çoğu borçlanma aracı gecelik faiz oranına endekslenmekte ve yurt içi yatırımlar daha çok kısa vadeli ve endeksli enstrümanlarda yoğunlaşmaktadır. Bu durum, geçmiş dönemlerdeki yüksek ve dalgalı enflasyonun mirasını ve düşük iç tasarruf düzeyini de içeren uzun süredir devam eden temel faktörleri yansıtmaktadır. Finansal sistem, yüksek derecede yığılma ve kamu kesimi varlığı ile karakterizedir. Bu durum yabancı banka katılımını sınırlandırmıştır. Brezilya'da bankacılık sistemi çok kârlıdır, güçlü bir sermaye tabanına sahiptir ve sınır ötesi fonlama ve döviz risklerine karşı riski oldukça azdır. Diğer gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, Brezilya bankacılık

sistemi yüksek kapitalizasyon, kârlılık ve likidite seviyelerine sahiptir (IMF, 2012b: 6-18).

IMF'nin 2018 yılında Brezilya'nın finansal yapısıyla ilgili sunmuş olduğu raporda aşağıdaki bilgiler yer almaktadır:

- 2012 yılından bu yana yaşanan finansal durgunluğa rağmen ülkenin finansal sistemi istikrarlı bir yapıda devam etmektedir. Bankacılık sisteminin esnekliği, yüksek faiz marjlarının taşıdığı yüksek karlılık ile desteklenmiştir. Sistem temel olarak finansal şirketler grubu ve kısa vadeli finansal araçlarda yoğunlaşmıştır. Kamu kesimi finansal sektörde baskın bir rol oynamaya ve birbirine bağlı kalmaya devam etmektedir.
- Bankalar, ciddi makro finansal şoklara karşı oldukça dirençli görünmektedir. Bankalar genellikle kısa vadeli ve orta vadeli likidite baskılarını yönetmek için iyi bir konumdadır ve bankalar arası bulaşmanın sınırlı olduğu görülmektedir.
- Finansal piyasalar özellikle türevler- likit olmakla birlikte, konsantrasyon yüksektir ve devlet tahvilleri sistemik likidite yönetiminde kilit rol oynamaktadır.
- Finansal sisteme bankalar ve yatırım fonları hakimdir. Bankalar finansal sistem varlıklarının yarısını oluşturmaktadır. Yatırım fonları ise toplam finansal sektör varlıklarının %30'unu oluşturmaktadır. Emekli fonları ve sigorta sektörü toplam aktiflerin sırasıyla %13 ila 8'ini oluşturmaktadır.
- Finansal piyasalara genellikle kısa vadeli varlıklar ve türev araçlar hakimdir. Kısa vadeli değişken faiz oranı veya enflasyona endeksli menkul kıymetler, kısmen Brezilya'nın yüksek enflasyon geçmişini yansıtan en önemli varlık sınıfıdır.
- Kamu sektörü, finans sektöründe baskın bir rol oynamaya devam etmektedir. Devlet borçlanma senetleri sabit gelirli piyasanın merkezi ve yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri tarafından tutulan en önemli varlık sınıfıdır.
- Net faiz marjları ile ölçülen finansal aracılık maliyetleri Brezilya'da özellikle yüksektir. Brezilya'daki net faiz marjları diğer Latin Amerika

lkelerindekilere benzer, ancak diğ er benzer ekonomilerden ve gelir grubundan oldukça yüksektir.

Bu raporda yapılan değerlendirmelere bakıldığında, Brezilya finansal sisteminde bankacılığın finansal aracılıkta hakim bir yapıda olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ülkede yaşanan krizlerden en çok etkilenen sektörde bankacılık sektörüdür. Ancak, Brezilya bankacılık sisteminin yaşanan şoklara karşı oldukça dirençli olduğu görülmektedir. Çünkü ülkede, denetim ve düzenleme sistemi oldukça yüksek seviyelerde ve iyi yapılandırılmış durumdadır. Bu düzenlemeler ülkedeki finansal sektörün gelecekteki risklere karşı korunmasına yardımcı olmaktadır. Bunun yanı sıra finansal piyasalarda kamunun etkinliği devam etmektedir. Özel bankaların yanı sıra kamu bankaları da finansal piyasalarda oldukça yüksek bir paya sahiptir. Aynı zamanda ülkede finansal aracılık maliyetleri de yüksektir. Bankacılık dışında ülkede, devlet yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri de finansal piyasalarda yer almaktadır.

3.3.2. Çin

Son otuz beş yılda ekonomik ve finansal açıdan en başarılı ülkelerden birisi olan Çin, gelecek yıllarda dünyanın en büyük ekonomilerin arasında görülmektedir. Çin'in bu gelişiminde finansal sistem kritik bir rol oynamaktadır. 1970'lerin sonunda başlayan reformlar ve liberalleşmeler Çin'in planlı ekonomiden piyasa ekonomisine hızlı bir geçiş yapmasını kolaylaştırmıştır. Bu dönemde ülkedeki piyasa ekonomisi geliştikçe kaynak tahsisine yönelik artan ihtiyaçlar Çin'in finansal piyasalarının kademeli olarak kurulmasına ve gelişmesine olanak sağlamıştır. Finansal reformların ilk on yılı finansal kurumların çoğalmasını kapsamaktadır. Uygulanan reformlar Çin'in dünyanın en büyük yatırımcısı ve geniş kar marjlarıyla küresel ekonomik büyümeye en büyük katkı sağlayan ülke haline gelmesine büyük katkı sağlamıştır. Finansal sistemin sermayeyi yatırıma tahsis etmedeki etkinliği ülkedeki ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği açısından büyük öneme sahiptir (Padmanabhan, vd., 2015: 2).

Çin banka odaklı bir finansal yapıya sahiptir. Tahvil ve hisse senedi finansmanı finansal olmayan kurumlara verilen toplam kredinin yalnızca beşte birini oluşturmaktadır. Finansal sektör genellikle devlete ait finansal kurumlar tarafından

ağırlıklı olarak ele alınmaktadır. Pek çok banka devlete ait olmakla birlikte ticari bankalar çoğunlukla kredi ve mevduat işlemlerine yoğunlaşmaktadırlar (Song ve Xiong, 2018: 17). 1990'lı yıllarda Çin'in finansal sistemi için en önemli olay, Çin'in sermaye piyasasına yoğunlaşması olmuştur. Şanghai Menkul Kıymetler Borsası (SHSE) ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası (SZSE), 1990'lı yıllarda yabancı yatırımcılara hisse satışı yaparak devlet teşebbüsünün sermaye yetersizliği sorunlarını çözmek ve merkezi hükümete destek sağlamak için kurulmuş ve 1990'ların sonunda çok hızlı büyümeye başlamıştır. 1990'ların ikinci yarısından itibaren Çin'in sermaye piyasaları küçük ve bölgesel piyasalardan hızla ulusal bir pazar haline gelmiş ve yıllardır gelişmiş olan piyasalarla rekabet etmeye başlamıştır. 2009'da Çin, hem sayı hem de değer bakımından dünyanın en büyük halka açık şirket kaynağı haline gelmiştir. Bu bağlamda, Çin'in sermaye piyasaları ülkenin finansal sisteminin dinamik bir bileşeni ve ekonomik ve sosyal reformların arkasındaki itici güçlerden biri haline gelmiştir (Huang, 2016: 81).

2008 yılında ABD'de başlayan finansal kriz neredeyse tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin finansal, ekonomik, sosyal ve politik alanlarına şok etkisi yaratmıştır. Ancak Çin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla bu krizden minimum düzeyde etkilenmiştir. Çünkü ülkedeki finansal kurum ve piyasaların yapısı, performansı, şeffaflığı ve yüksek denetim mekanizması ile ilgili devam eden reformlar ülkenin krize karşı savunma mekanizmasını güçlü hale getirmiştir. Bununla birlikte, ülkenin bankaları, sigorta şirketleri ve büyük sanayi işletmeleri, dış şoklara hayret verici derecede bir tepki göstermiş ve bu durum Çin finansal sektörünün şoklara karşı esnekliğini kanıtlanmıştır (Haasbroek ve Gottwald, 2017:7-8).

Dünyanın en büyük bankacılık sistemlerinden birisine sahip olan Çin 2005 yılından bu yana gelişmekte olan ekonomiler arasında doğrudan yabancı yatırım alan en büyük ülkelerden birisi olmuştur. Dünyanın en büyük üçüncü tahvil piyasasına sahip olan ülke özel kurumsal sektörler için nispeten küçük bir finansman kaynağı olmaya devam etmektedir. Hisse senedi piyasası büyük ve değişken bir yapıya sahiptir. Diğer ülkelere kıyasla bireysel yatırımcılar finansal işlemlerin çoğunluğunu oluşturmaktadır. Son beş yılda Çin'deki sigorta şirketleri de büyüme eğilimine

girmişlerdir. Emeklilik fonları vergi teşvikleri ve ülkedeki yüksek tasarruf oranına rağmen en az gelişmiş geleneksel banka dışı finansal kurum olarak varlığını sürdürmeye devam etmektedir. Ayrıca ülkede mikro kredileri, banka poliçelerini, kiralama faaliyetlerini ve yer altı borçlarını içeren ve 2012 sonunda GSYİH'nin %57'sine ulaşan bir gölge bankacılık sektörü bulunmaktadır. Bu durum ülkenin finansal sistemi için bir ahlaki tehlikeden dolayı risk artışlarına neden olmaktadır. Son olarak ülkedeki finansal sistem gölge bankacılık dışında varlık değerlendirmesi ve risk fiyatlandırmasını önemli ölçüde zorlaştıran yüksek derecede devlet mülkiyeti ve kontrolü ile karakterize edilmektedir (Song ve Xiong, 2018: 25; IMF, 2017c: 19; Hess, 2014: 29-30).

3.3.3. Güney Afrika

Güney Afrika 1980 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşme sürecinden bu yana pek çok değişikliğe tanık olmuştur. Faiz ve kredi kontrolleri 1980 yılında neredeyse tamamen kaldırılmış, bankacılıkla ilgili pek çok düzenleme yapılmıştır. Ülkedeki pek çok ekonomik ve finansal yaptırım 1992 yılına kadar kademeli olarak kaldırılmıştır. Ancak sermaye ve döviz kontrolleri 1995 yılına kadar devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin standartlarına göre, Güney Afrika'nın Sahra altı Afrika'daki en gelişmiş ve karmaşık finansal sistemlerden birine sahip olduğu düşünülmektedir. Bu durumun nedeni, ülkenin yetenekli işgücü, yeterli sermaye kaynakları, düzenleyici ve denetleyici bir alt yapıya sahip olmasıdır (Precious, vd., 2014: 239).

Güney Afrika'nın kurumsal ve finansal yapısının en büyük özelliği büyük ve yoğunlaşmış olmasıdır. Diğer gelişmekte olan piyasalarla karşılaştırıldığında günümüzde Güney Afrika finansal piyasasındaki yabancı banka sayısı oldukça fazla olmakla birlikte, Afrika'daki bankacılık sistemine de öncülük etmektedir. Dünya bankası veritabanına göre Güney Afrika'da bankacılık varlıklarının yaklaşık olarak %30'una sahip 50'den fazla yabancı sermayeli banka bulunmaktadır (McKenzie, vd., 2016: 53).

Güney Afrika finansal sistemi karmaşık fakat sağlam temelli bir yapıdan oluşmakta, çok çeşitli aktiviteleri kapsamaktadır. Aynı zamanda ülkedeki finansal

altyapı, yasal olarak etkili bir düzenleyici çerçeve ile desteklenmektedir. Genel olarak Arjantin'deki olumlu makroekonomik performans, gelişmiş ve çeşitlendirilmiş bir finansal sektörün gelişimini desteklemiştir. Ülkede para, döviz ve sermaye piyasaları aynı kategoride yer alan ülke grubuna göre daha iyi gelişmiştir (IMF, 2008b: 8-9).

Güney Afrika finansal sisteminin yapı taşlarından birisi de bankacılık sektörüdür. Gelişmiş ülkelerle kıyaslanabilecek şekilde gelişmiş ve iyi düzenlenmiş bir bankacılık sistemine sahiptir. Güney Afrika bankacılık sektörü geçmişte pek çok oynaklık ve değişim süreci geçirmiş olmasına rağmen, yurtdışından büyük ilgi görmüştür. Finansal sektör varlıkları ülke milli gelirinin %298'ini oluşturmakla birlikte bu oran yükselen piyasa ekonomilerinin oldukça üzerinde bir noktada yer almaktadır. Ayrıca son dönemde hızlı bir büyüme gösteren banka dışı finansal kurumlar finansal varlıkların yaklaşık olarak üçte ikisini oluşturmaktadır. Güney Afrika bankacılık sektörü, 2013/14 Dünya Ekonomik Forumu Küresel Rekabet Edebilirliği Anketi'nde 148 ülke arasında 3. sırada yer almıştır. Ülkede bankacılık sektörü şuanda hâlihazırda 17 kayıtlı banka, 2 ortak banka, 14 yabancı banka şubesi, 2 kooperatif banka ve onaylı yerel temsilcilikleri bulunan 43 yabancı bankadan oluşmaktadır. Ülkedeki emeklilik fonlarının varlık oranları neredeyse bankacılık varlıklarına eşit bir seviyededir. Uzun vadeli sigorta şirketleri sigorta varlıklarının %50'sinden fazla bir payla kısa vadeli sigorta şirketlerinin varlıklarında daha fazla bir paya sahiptirler. Ülkede yurt içi mevduatlar en büyük fon kaynağı olup bu mevduatların %60'ı banka dışı finansal kurumlardan gelmektedir (The Banking Association South Africa, 2014: 2).

Güney Afrika'nın sermaye piyasaları ülke ekonomisi açısından büyük önem taşımakta ve yıllardır ülkedeki şirketleri finanse etmektedirler. Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (JSE), 1887'de yeni madenlerin ve finansörlerin gelişimi ve fon toplamasını sağlayabilmek amacıyla Güney Afrika'da kurulmuştur. Ancak günümüzde listelenen kuruluşların çoğu madencilik dışı organizasyonlardan oluşmaktadır. Afrika borsaları, son birkaç on yılda dünya borsalarındaki yükselişin ardından gelişmeye başlamıştır. Düşük bir tabandan başlasa da yakın zamanda yapılan bir IMF çalışması bölge borsalarının Afrika şirketlerinin büyümesini finanse

etmeye yardımcı olduğunu, ancak daha geniş ekonomik faydalar sunmak için daha da geliştirilmesi gerektiğini göstermektedir. Güney Afrika dışında, Afrika borsaların çoğunda, ticaret toplam piyasa kapitalizasyonunun önemli bir bölümünü oluşturan sadece birkaç hisse senedinde gerçekleşmektedir. Ancak Güney Afrika borsaları bölgedeki diğer borsalara kıyasla oldukça gelişmiş ve piyasa kapitalizasyonu açısından Afrika'nın en büyük ve dünyanın 17. büyük pazarı konumunda yer almaktadır. 1990 yılından beri sermaye piyasasında gerçekleştirilen reformlar ülke borsasının gelişmesine büyük katkı sağlamıştır. İlk büyük değişiklik ise 1995 yılında borsanın Güney Afrikalı olmayanlara kapısını açması olmuş ve hisse senedi işlemleri tamamen elektronik bir takas ve ödeme sistemi aracılığıyla otomatikleştirilmiştir. Pazar şeffaflığını ve yatırımcı güvenini arttırmak amacıyla 1997 yılında gerçek zamanlı bir borsa haber servisi başlatılmıştır. 2001 yılında JSE Güney Afrika Vadeli İşlem Borsası (SAFEX) ile birleşmiş ve böylece Güney Afrika'da hem hisse senetleri hem de vadeli işlem ve opsiyon işlemlerinde lider olmuştur (IMF, 2007: 7; The Banking Association South Africa, 2014c:1).

Güney Afrika'nın finansal sektörü, 2008 yılında yaşanan küresel mali krizden göreceli olarak en az hasarla çıkmış olsa da makroekonomik ve kredi riskleri halen yüksek görünmektedir. Ülkedeki sermaye piyasası büyük olmakla birlikte, Banka Dışı Finansal Kuruluşlar ve yabancı yatırımcıların katılımı ile desteklenmektedir. 2003-2006 yılları arasında özel sektör kredisindeki hızlı büyüme hane halkı borcunu 2008 yılında gelirin %83'üne çıkmasına neden olmuştur. Ülkede kredi büyüme hızı son bir kaç yılda zayıflarken hane halkı borçları yükselişe devam etmiştir. Kamu sektörü firmaları, esas olarak büyük altyapı projelerini finanse etmek için borçlanmalarını önemli ölçüde arttırmışlardır. 2008 krizi sonrası ucuz finansman ve hükümetin finansal katılım çabaları bireysel teminatsız kredilerde keskin bir artışa yol açmıştır. Güney Afrika'nın finansal yapısına bütüncül olarak bakıldığında finansal sistemin performansı göreceli olarak güçlü görünmektedir. Ancak ülkenin çoğunlukla dış finansmana olan bağıllığı, ani sermaye çıkışlarının varlığına karşı savunmasız kalmaktadır. Esnek döviz kuru ve sınırlı sermaye kontrolleri, ekonomiyi geçici sermaye akımlarından durdurmaya yardımcı olurken, Güney Afrika'nın

uluslararası konumu istenilen politikalar ve esaslara göre daha zayıf kalmaktadır (IMF, 2014c: 12-18).

3.3.4. Kolombiya

1960'lı yıllara kadar Kolombiya dışa dönük kalkınma modeliyle tutarlı bir açık politika yönelimi benimsemiştir. Ancak 1965-1966 yılları arasında yaşanan ödemeler dengesi krizi nedeniyle ülke ekonomisine özellikle yabancı yatırımlarla ilgili yeni kısıtlamalar getirilmiştir. 1970'lerde Kolombiya finans sektörü çok kısıtlayıcı koşullar altında yönetilmeye başlanmıştır. Bu dönemde, Yasal düzenleyici çerçeve oldukça katı ve kamu denetimi oldukça baskın olmuştur. Ayrıca faiz oranları ve kredi tahsisi katı idari kontrollere tabi tutulmuştur. Özellikle finansal kurumlarda artan aracılık maliyetleri bu kurumların karlılıklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bununla birlikte 1982 yılında Meksika'da yaşanan borç krizi de Kolombiya'yı etkisi altında almış ve ülkenin kötüye gitmesine neden olmuştur. 1982'lerin başından itibaren ülkede kahve fiyatları düşmüş, büyüme durmuş, mali durum daha da kötüye gitmiş ve dış krediye erişim azalmıştır. Kolombiya'nın finans sektörü tekrar bir kriz dönemine girmiş ve politika yapıcılar ülkenin finans sektörünü güçlendirmek için yeni reformlar yapma noktasına gelmişlerdir. 1980 yılından itibaren değişen finansal baskılar ve finansal sistemde doğrudan yabancı yatırım üzerindeki kısıtlamaların ardından, 1990'ların başında Kolombiyalı politika yapıcılar yaygın doğrudan yabancı sermaye girişini sağlayan bir mali reform programı yürütmeye karar vermişlerdir. Alınan bu kararlar ile finansal kurumlarda rekabetin artırılması, kaynakların tahsisinin iyileştirilmesi ve finansal kurumlarda daha fazla idari verimlilik elde edilmesi amaçlanmış ve Kolombiya'nın dışa açılma süreci başlamıştır. Dışa açılma süreci Kolombiya'nın finansal sektörün açılmasına ve yabancı sermayeli finansal kuruluşların girişine katkı sağlamıştır. Aynı zamanda finansal aracılık faaliyetlerinde de büyük artışlar sağlanmıştır. (Arbelaez ve Echavaria, 2002: 8; Barajas, vd., 1999: 157-158).

Finansal serbestleşme ile birlikte Kolombiya'da finansal kurumların sayısında önemli ölçüde artışlar yaşanmış, yabancı banka aktiflerinin toplamı artmış ve devlete ait pek çok finansal kurum özelleştirilmiştir. Finansal sistemdeki büyümenin ve 1990'ların ilk yarısında gerçekleşen ekonomik genişlemenin bir sonucu olarak, 1991

ve 1997 arasında Kolombiya'da büyük bir kredi patlaması yaşanmıştır. Ancak bu durum, finansal kuruluşlarda kredi kalitesinin bozulmasına neden olmuş ve finansal kırılganlığı arttırmıştır. 1998 yılında ülkedeki sermaye girişi tersine dönmüş ve ticari olarak sert bir düşüş yaşanmıştır. Bu durum Kolombiya'nın, birçok bankanın ve diğer finansal kurumların başarısızlığıyla karakterize edilen bir finansal kriz dönemi yaşamasına neden olmuştur (Gonzales ve Kiefer, 2007: 3-4).

1999 yılında döviz krizi ile karşı karşıya kalan Kolombiya, derin bir mali açığa maruz kalmış ve döviz rejiminde değişikliğe gitmiştir. Sonuç olarak uluslararası finans piyasaları Kolombiya ekonomisine olan güvenini kaybetmiş ve finansal sistem kırılganlığı daha da artmıştır. Bu kriz ülkede ekonomik performansın güçlenmesi için sağlam bir finansal sistemin önemini ortaya koymuştur (Arias, 2000: 2-3). İhtiyatlı makroekonomik politikalar, yapısal reformlar ve küresel piyasalardaki olumlu hava, ekonominin 1999 krizinden sonra kademeli olarak fakat istikrarlı bir şekilde toparlanmasına izin vermiştir. Bankaları yeniden yapılandırma planının oluşturulması ve denetim çerçevesinin iyileştirilmesi üzerine, Kolombiya finansal sistemi makul derecede sağlam ve istikrarlı görünümüne kavuşmayı başarmıştır (IMF, 2005b: 4).

Kolombiya bankacılık sektörü finansal aracılık faaliyetlerinin artması ve ülke ekonomisindeki büyümenin etkisiyle ilerleme sağlamıştır. Bu gelişme aynı zamanda bankaların sermaye artışı sağlamasına neden olmuştur. Ülkede bankacılık sektörü finansal sistem varlıklarının yarısını oluşturmaktadır. Bankalar büyük oranda karlı bir yapıya sahiptirler. Ülkede yaşanan finansal krizlerin ardından finansal sektörlerde gerçekleştirilen reformlar, bankaların şoklara karşı daha dayanıklı hale gelmesine neden olmuştur (IMF, 2013f: 5-6).

Kolombiya'da borsacılığın kökeni 17.yy'ın başlarında çeşitli şirketler, finansal kaynaklar elde etmenin bir yolu olarak hisse çıkarmaya karar verdiğinde ortaya çıkmıştır. 20.yy'ın başlarında ise bazı sektörlerin sanayileşme sürecine girmesi ve kahve sektörünün gelişmeye başlaması ile 1928'de, bir grup şirket, işlem faaliyetlerini ve işlemlerin şeffaflığını kolaylaştırmak için borsada örgütlenmeye karar vermiştir. Kolombiya borsasının ilk yılları 1929 krizinden dolayı oldukça zorlu geçse de Kolombiyalı şirketlerin isteklerini karşılayabilmiştir. 1928'de Bogota,

1961'de Medellin ve 1983'te Occidente adına kurulan üç borsası bulunan Kolombiya, borsalar arasındaki rekabeti ortadan kaldırmak ve sermayelerin yatırımlara kanalize edilmesini sağlayarak saydam bir performansın sağlanması amacıyla 2001 yılında bu üç borsayı birleştirerek tek bir menkul kıymetler borsası kurmuştur. Borsalar arasında gerçekleşen entegrasyon Kolombiya sermaye piyasasında yıllar geçtikçe derinlik, şeffaflık ve dinamizme izin vererek fiili bir borsacılık sistemine katkı sağlamıştır (IRC, irc.gov.co). Kolombiya'da sermaye piyasaları aynı grup içindeki ülkelere kıyasla oldukça küçük bir yapıya sahiptir. Aynı zamanda Kolombiya borsaları daha büyük şirketlerde yoğunlaşmış durumdadır. Ülke borsasında işlem ve hisse senedi miktarı önemli ölçüde azalmıştır. 1992 yılında 80 tane hisse senedi ihracı yapılırken 2009 yılında yalnızca 32 hisse senedi ihracı gerçekleşmiştir. Buna karşılık, hisse senedi ihraçlarının GSYİH'nin yüzdesi olarak değeri, özellikle 2009 yılında, önemli ölçüde artmıştır. Bu durum ülkedeki sermaye piyasalarında büyük şirketlerin yoğunlaştığı anlamına gelmektedir (Salazar, vd., 2011: 18-19).

3.3.5. Ürdün

Ürdün finans sektörünün ana bileşenleri bankalar, sigorta şirketleri, finansal aracılık ve hizmet şirketleri, uzmanlaşmış kredi kuruluşları ve mikrofinans şirketleridir. Finansal sistemde büyük bir paya sahip olan Ürdün bankacılık sistemi, bölgedeki pek çok ülkeden daha gelişmiş bir yapıya sahiptir. Ülkedeki en büyük üç bankanın varlıkları ülkedeki tüm banka varlıklarının %70'ini oluşturmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Peria, 2010:2). Ürdün'deki bankacılık sistemi, hem ticari bankaları hem de İslami bankaları içerdiğinden batı ülkelerinden farklı bir yapıya sahiptir. Tahvil piyasaları ve yatırım fonları piyasaları gelişmemiş ve etkin olmadığından, hem ticari hem de islami bankacılık sistemleri Ürdün firmalarına kısa vadeli borç vermede önemli bir rol oynamaktadır. Bankaların vermiş olduğu krediler Ürdün'deki firmalar için ana fon kaynağını oluşturmaktadır. Ülkedeki bankalar kredilerini, genellikle uzun vadeli krediler gerektiren endüstriyel sektörlerden ziyade hizmetler sektörüne yoğunlaştırmaktadır (Zeitun ve Tinar, 2007: 42). Ülkedeki bankacılık sisteminin denetimi, 1964 yılında sermayesi tamamen devlete ait olan bağımsız ve özerk bir kurum olarak kurulan merkez bankası (Central Bank of Jordan, CBJ)'na aittir.

Ürdün'de finansal gelişmenin iki ana kaynağı bulunmaktadır. Birincisi toplam aktifleri GSYİH'nin %180'ini oluşturan bankacılık sektörü, ikinci ise mevcut kapitalizasyonu GSYİH'nin %75'ini oluşturan ve bölgedeki en eski borsalardan birisi olan Amman Menkul Kıymetler Borsası'dır (Omet, 2016: 117).

Ürdün'de sermaye piyasalarını yansıtan faaliyetler 1930 yılında halka açık şirketlerin ticari işlemleri ile başlamıştır. 1930 yılında ilk olarak Arap Bankası halka açık bir şirket olarak açılmıştır. Bir yıl sonra da Jordan Tobacco and Cigarettes, 1938'de Jordan Electric Power ve 1951'de Jordan Cement Fabrikaları halka açık şirketler olarak piyasaya katılmıştır. Ancak kurumsal olarak menkul kıymet piyasaları ilk kez Amman Finansal Piyasası'nın kurulduğu 1976'da örgütlenip yönetilmeye başlanmıştır. 1978 yılında tam olarak faaliyete başlayan Ürdün sermaye piyasaları kuruluşundan bu yana kademeli bir şekilde olgunlaşmış, yasal dayanaklarını güçlendirmiş, yatırımcıların kullanacağı finansal araç türlerini çeşitlendirmiş ve likitidesini arttırmıştır. Ülkenin özel sektör aracılığı ile ekonomik büyüme yaratma stratejisi göz önüne alındığında borsaların gelişmesini sağlamak ve etkinliğini arttırmak için uygun bir şekilde düzenlenmesi büyük önem taşımaktadır. Ayrıca sermaye piyasasının gelişmesi ülkedeki finansal kaynakların harekete geçmesine ve yurt dışından fon çekmeye katkı sağlamaktadır. Yerli ve yabancı yatırımların artması da ülkenin verimliliğine büyük etki etmektedir (Alshyab ve Sandri, 2018: 37).

Arap borsaları arasında en büyük borsa kapitalizasyonuna sahip olan ülke Ürdün'dür. Otuz yıldır faaliyet gösteren Ürdün sermaye piyasası bölgesel standartlara göre olgunlaşmış bir yapıya sahiptir. 1997 yılında piyasanın yapısını iyileştirmek için pek reform yapılmış denetleme ve yürütme kurumları birbirinden ayrılmıştır. Yürütme işlevinden sorumlu olarak da 1999 yılında da Amman Menkul Kıymetler Borsa'sı faaliyete başlamıştır. Ürdün'ün Menkul Kıymetler Borsa'sı Ürdün sermaye piyasasında yatırım yapmak için gereken tüm bileşenlere sahip bir pazar olarak gelişmeye devam etmektedir. Borsada işlem gören menkul kıymetlerin alım satımı için birincil ve ikincil piyasa olarak düzenlenmiştir. Menkul kıymet alım satım işlemlerinin büyük çoğunluğu birincil piyasalarda gerçekleşmektedir. Yani, merkezi hükümet ve kamu kuruluşları tarafından verilen yerel tahviller sadece yerel bankalara

satılmakta ve ikincil piyasada işlem görmemektedir. Ürdün Menkul Kıymetler Borsası inşaat, madencilik ve ticari hizmet dışındaki tüm sektörlerde yabancı yatırımcıların çoğunluk hisseleri elinde bulundurmalarına izin vermektedir (Saadi-sedik ve Petri, 2006: 4-9).

Ürdün ekonomisi çoğunlukla komşu ülkelerdeki siyasi kargaşalardan dolayı çeşitli risklerle karşı karşıya kalmaya devam etmektedir. Bu rağmen ülke ekonomisi ılımlı bir şekilde büyümeye devam etmektedir. Ürdün merkez bankası ülkenin finansal durumunu değerlendirmek için finansal istikrarın durumunu yansıtan bir endeks geliştirmiştir. Endeks bankacılık sektörü, makroekonomik koşullar ve sermaye piyasasını içeren üç alt endeksten oluşmaktadır. Endeksin değeri sıfırla bir arasında bir değerden oluşmaktadır. Endeks değerinin bire yakın olması finansal sistemin gücünü göstermektedir. 2016 yılında Ürdün'de finansal endeksin değeri yaklaşık olarak 0.50 belirlenmiştir. Ülkedeki politik ve ekonomik gelişmelerin finansal istikrar üzerine etkileri göz önüne alındığında Ürdün'deki finansal endeks değerinin nispeten tatmin edici olduğu düşünülmektedir. Özellikle bankacılık sektörü istikrar endeksi diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Ürdün'ün 19 Avrupa ülkesinde dördüncü sırada yer alması nedeniyle sağlıklı ve istikrarlı bir bankacılık sektörüne sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Geçmişten günümüze Ürdün'ün bankacılık sektörünün finansal sağlamlılık göstergeleri gelişmeye devam etmiştir. Bölgedeki bankacılık sistemleri arasında en yüksek sermaye yeterliliği oranına sahip olan ülke Ürdün'dür. 2007-2016 yılları arasında ülkedeki bankacılık sisteminin sermaye yeterlilik oranları %18 ile %21 arasında gerçekleşmiştir. Bu oran dünya standartlarının üstünde bir seviyede yer almaktadır (Central Bank of Jordan, 2016; 1).

3.3.6. Malezya

1970'lerde bir dizi yapısal reformlarla büyümeye başlayan Malezya, ihracata yönelik sanayileşmeyi teşvik etmek için küresel ticaret yollarındaki elverişli coğrafi konumunu kullanarak, ticarete ve yatırıma nispeten açık bir ortamda bölgesel entegrasyonu teşvik etmiştir. Böylece, küresel pazarlara, sermayeye, bilgiye ve teknolojiye erişimi sağlayarak imalat, büyüme, istihdam ve üretkenliği artırmayı kolaylaştırmıştır. 1997-1998 yılında yaşanan bütün Asya ülkelerini etkisi altına alan

Asya Kriz'inde de küresel entegrasyona devam etmiştir. Bununla birlikte makro-ihiyati politikaları güçlendirmeyi ve finansal direncin artırılmasını, finansal piyasaların genişletilmesini ve derinleşmesini ve önleyici ve riskli bir denetim üstlenerek finansal sektörü güçlendirmeyi tercih etmiştir. Bu çabalar dış piyasalarda yaşanan dalgalanmaların yarattığı risklerin azaltılmasına yardımcı olmuştur (OECD, 2016: 8).

1990'larda Asya'daki ülkelerin çoğunda olduğu gibi Malezya'da ekonomik ve finansal sıkıntı yaşanmıştır. Bu dönemde sonuçları hafifletmek için gerçekleştirilen politikalar ve geniş çaplı finansal reformlar büyük ölçüde başarılı olmuştur. Finansal sektöre yönelik genellikle bugünkü sistemin altyapısını oluşturmak için gerçekleştirilmiş düzenlemeler Malezya finansal sistemine güçlü kurumların katılımını sağlamıştır. Bu dönemde finans sektörünün yaşadığı güçlü dönüşüm 2008 yılında yaşanan finansal krizin de etkilerini azaltmaya yardımcı olmuştur. Ülkedeki finansal piyasa aracıları genellikle sınır ötesine güvendiği için bankalar arası fonlama genellikle az sayıda gerçekleşmektedir. Ayrıca ülkede yaşanan şirket birleşmeleri dış piyasalarda genişleyebilecek bir dizi güçlü bankacılık ve finansal grubun yanı sıra sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Malezya'da bankacılık kurumunun sermayesi oldukça iyi ve o karlıdır. 2008 yılından bu yana varlık kalitesi daha da iyileşmiş ve bu durum bankacılık sektöründeki karlılığın daha da artmasına olanak sağlamıştır. IMF tarafından ülkelerin bankacılık sistemi için yapılan stres testlerinde Malezya bankacılık sektörünün ekonomik şoklara karşı esnek olduğunu ortaya koymaktadır. Ülkede finans sektörü oldukça geniş ve iyi çeşitlendirilmiş olmakla birlikte bankacılık sistemine olan güven yüksektir. 2011 sonunda Malezya'da bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasası varlıklarının ülke milli gelirinin %400'ü kadar olduğu ifade edilmektedir. Finansal sektörde hem dolaylı hem de doğrudan devlet sermaye varlıkları yaygındır. Malezya, kolaylaştırıcı bir düzenleyici çerçeveye ve hedeflenen teşviklerle islami finans için küresel bir merkez haline gelmiştir (IMF, 2013b: 2-4). Yani Malezya bankacılık sistemi geleneksel ve İslami bankaların finansal aracılık sürecinin önemli bir parçası olduğu ikili bankacılık sisteminde faaliyet göstermektedir. 2014 yılı itibariyle Malezya'daki

İslami bankalar, bankacılık sisteminin yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır (IMF, 2014d: 11).

1980'lerin sonundan bu yana sağlam bir gelişme gösteren Malezya sermaye piyasası, gelişmekte olan piyasalara göre daha iyi durumdadır. 1989'un sonuna kadar Singapur ve Malezya'ya ait borsalar bir arada işlem görmüştür. Bu tarihten sonra borsaların ayrışmaları Malezya sermaye piyasasında gelişimin dönüm noktasını oluşturmuştur. Bununla birlikte özelleştirme projelerinin çoğalması ve hisse senedi patlamasının 1993 yılında artmasıyla birlikte, piyasa kapitalizasyonu 1990'ların ortalarında bölgedeki diğer pazarları fazlasıyla aşmış ve Malezya sermaye piyasasını en hızlı büyüyen bölgelerden biri haline getirmiştir. Malezya sermaye piyasası halka arz ile birlikte yeni hisse ihracı ve birçok şirketin ucuz finansman almasını sağlamış ve özel sektörün gelişimine katkıda bulunmuştur. Bireysel, kurumsal ve yabancı yatırımcıların sermaye yatırımları önemli ölçüde artmış ve buna göre pazar altyapısı geliştirilmiştir. Ülkede hem birincil hem de ikincil piyasaları geliştirmek için pek çok düzenleme gerçekleştirilmiştir. Hükümetin göstermiş olduğu çabaya rağmen tahvil piyasaları gerekli gelişmeyi gösterememiştir. 1997-1998 yılları arasından yaşanan Asya krizinden dolayı Malezya sermaye piyasası da ciddi zorluklarla karşı karşıya kalmış ve Malezya'ya ait Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası'na pek çok düzenleme getirilmiştir (Shimomoto, 1999: 80). Malezya sermaye piyasaları yurt içi ekonomik faaliyetler için hala önemli bir finansman kaynağı olmaya devam etmektedir. 2014 yılında dalgalı bir küresel ortamda, Malezya borsası yatırımcılara istikrarlı bir getiri sağlayarak, Asya'daki en iyi performans gösteren büyük pazarlardan biri haline gelmiştir. 2008 yılında ABD'de başlayan ve pek çok ülkeyi etkileyen küresel finansal kriz ve baskılar yüzünden orta gelir tuzağına yakalanma tehlikesi ile karşı karşıya kalan Malezya 2010 yılında yeni ekonomik programlar oluşturmuştur. Malezya'nın dönüşüm gündemi, bir sürdürülebilirlik ve kapsayıcılık platformu üzerine kurulmuş ve 2020 yılına kadar Malezya'yı yüksek gelirli bir ülkeye dönüştürme hedefi ortaya koymuştur. Malezya'nın finansal kaynakları etkin ve verimli bir şekilde tahsis etme kabiliyeti ülkenin katma değeri ve geliri yüksek bir ekonomi haline dönüşmesine olanak sağlamıştır (Securities Commission Malaysia, 2015: 4).

3.3.7. Meksika

1980'lerden bu yana Meksika'nın finansal yapısında yatırım ve büyüme düzeyini derinden etkileyen pek çok gelişme yaşanmış ve modern finansal kurumlardan oluşan bir ülke haline gelmiştir. Dahası, sadece gelişen finansal sistemin önemi değil, yapısı da son yirmi yılda önemli ölçüde değişmiştir. Bu süre zarfında borsa ve diğer banka dışı finansal kuruluşlar için ticari bankalar üzerinden zemin hazırlanmıştır. Meksika'nın finansal yapısındaki bu değişiklikler, 1994'ün Tekila krizinin ciddiyeti nedeniyle kısmen kesintiye uğramasına ve tersine dönmesine rağmen, esas olarak Meksika'yı 1980'lerin sonlarından bu yana nispeten daha fazla banka tabanlı bir sistemden piyasaya dayalı bir sisteme dönüştürmüştür (Copelman, 2000: 2).

1980'lerin sonunda Meksika'da, uygulanan ekonomik reformlara bağlı olarak finansal serbestleşme adımlarına başlanmıştır. 1991 yılında bankalarda özelleştirmelerle başlayan düzenlemeler ülkede gelir artışı sağlamıştır. Aynı zamanda Meksika ticari bankalarında hisse senedi bulunan yatırımcıların sayısı, millileşme yılı olan 1982'ye kıyasla yaklaşık olarak on kat artmıştır. Ayrıca Meksika hükümeti, 1993 yılında kredi kullanılabilirliğini artırmak için ülkede yeni yerel bankaların kurulmasına izin vermiş ve ertesi yıl ABD ve Kanada bankalarının Meksika'da faaliyete geçmesine olanak sağlamıştır. Bunun yanında ülkede sermaye piyasaları da etkisini göstermeye başlamıştır. 1988 yılında finansal serbestleşme politikalarının yürürlüğe girmesinden sonra, borsa 1993'te GSYİH'nin %45'ine ulaşarak istikrarlı bir şekilde artmıştır. 1994 yılının sonundaki döviz krizinin ardından hükümet, mevcut kısa vadeli yabancı yatırımları koruma altına almış ve ülkeye sermaye girişi sağlamıştır. Aynı zamanda ulusal paranın değerini korumak için korumak için faiz oranlarını sert bir şekilde artırmak zorunda kalmıştır. 1995 yılındaki yüksek faiz oranları, bireylerin ve işletmelerin borçlarının hızla artmasına neden olmuştur. Bu durum Meksika bankalarının kredi kullandırma performanslarını önemli ölçüde düşürmüştü ve finansal sektör için büyük bir kriz yaratmıştır. Meksika hükümeti bu dönemde acil yardım ve düzenleme programları başlatmış ve krizin etkilerini bir kaç yıl içinde azaltmıştır (Merrill ve Miro, 1996: 166-167).

Meksika, bir merkez bankası ve altı tür bankacılık (kamu kalkınma bankaları, kamu kredi kuruluşları, özel ticari bankalar, özel yatırım bankaları, tasarruf ve kredi kuruluşları ve ipotek bankaları) kurumundan oluşan Latin Amerika'nın en gelişmiş bankacılık sistemlerinden birine sahip olan ülkeler arasında yer almaktadır. Ülkedeki finansal sistemin diğer bileşenleri arasında menkul kıymetler piyasası kurumları, kalkınma fonları, sigorta şirketleri, kredi birlikleri, faktoring şirketleri ve yatırım fonları bulunmaktadır. Özel bankacılık sektörü, 2500'den fazla şubesi bulunan 200'den fazla bankadan oluşmaktadır. Ülkedeki finansal sektör aktifleri 2015 yılı itibariyle milli gelirin %90'ını oluştururken bu varlıkların yarısından fazlası ticari banka faaliyetlerini içermektedir. 2014 yılındaki bazı düzenlemelerden sonra kalkınma bankacılığı faaliyetleri de hızlı bir büyüme göstermiştir. Banka dışındaki finansal sektörler henüz beklenen gelişmeyi göstermese de hızlı bir büyüme sürecinde devam etmektedirler. Bunların yanında emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigorta şirketleri finansal sektör varlıklarının %30'unu oluşturmaktadır (Copelman, 2000: 15, IMF, 2016b: 10).

Ekonomik temelleri güçlü bir ülke olan Meksika ekonomisi için orta vadeli görünümün, güçlü makroekonomik politikalar ve geniş reformların desteklendiği istikrarlı bir büyüme olduğu öngörülmektedir. Ülkedeki finansal sistem, belirli olumsuz şokların altındaki bazı zayıflıklara rağmen geniş ölçüde esnekliğini korumaktadır. Bankacılık sisteminin borç ödeme gücü ve likidite stres testleri, bazı durumlarda büyük sermaye kayıplarına rağmen ciddi olumsuz makro-finansal şoklara dayanabileceğini göstermektedir. Meksika'da Yurt içi sermaye piyasaları, çok likit bir devlet tahvili piyasası ile sık kurumsal borç ve hisse senedi piyasalarıyla dengesiz bir şekilde gelişmiştir. Devlet tahvil piyasaları araçları ve vade çeşitliği açısından derinleşmiş ve likit bir yapıya sahiptir. Ayrıca ülkedeki yabancı yatırımcıların varlığı da ikincil piyasaların likitidesini desteklemektedir. Ancak kurumsal sermaye ve tahvil piyasaları uzun vadeli finansman kaynaklarının pahalı ve likit olmamasından dolayı hala güvenilir bir yapıya sahip değildir. Örneğin, ülkedeki hisse senedi piyasaları emsal ülkelerden daha az dinamik ve büyük işletmelere ve aile şirketlere eğilimli olduğu için GSYİH'nin yalnızca %38'ini oluşturmaktadır. Meksika Menkul Kıymetler Borsası şu anda sadece 146 şirketi listelemesine rağmen,

ülkenin sermaye piyasası son yıllarda sürekli büyümesini sürdürmüştür (IMF, 2016b: 7-31).

3.3.8. Peru

Peru finansal sistemi yükselen piyasa ekonomileri ile ortak özellikleri taşımaktadır. Genellikle finansal kurumların mevduat topladığı ve esas olarak piyasada kredi tahsis ettiği bankacılık işlemlerinin yoğun olduğu bir finansal sistem yapısına sahiptir. Ülkede kredi portföyünün çoğunluğunu paylaştan az sayıda ulusal ve uluslararası bankacılık kuruluşu bulunmaktadır. Son on yılda Peru finansal piyasalarının piyasa yoğunluk endeksleri oldukça yüksek çıkmaktadır. Ülkede finansal sistem sağlam bir büyüme yaşamasına rağmen finansal varlıkların %73'ü hala dört finansal kurumda toplanmaktadır (Aparicio ve Bohórquez, 2017: 2).

Diğer yükselen piyasa ekonomilerinde olduğu gibi Peru'da da finansal sistemin çoğunluğunu bankacılık sistemi oluşturmaktadır. Son yirmi yılda Peru bankacılık sektörünün milli gelirdeki payı büyük artışlar göstermeye başlamıştır. Banka kredileri, Peru'nun özel sektörü için en önemli fon kaynağı olmaya devam etmektedir. Aynı zamanda ülkedeki şirket tahvili piyasası da ulusal şirketler için fon kaynağı olarak yavaş yavaş artmaya başlamaktadır. Gelişmekte olan diğer piyasa ekonomilerinde olduğu gibi, Peru yerel finansal olmayan şirketleri de uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç etmektedirler. Yurtiçi emeklilik fonları gibi banka dışı bazı finansal kuruluşlar, yurt içi sermaye piyasasının gelişmesini teşvik edecek konumda olsalar da, bu kuruluşlar temel olarak uluslararası pazarlara yönelmektedirler. Son on yılda, güçlü GSYİH büyümesi ve Peru'daki düşük ve istikrarlı enflasyon, finansal aracılığın (bankalar ve banka dışı finansal kuruluşların kredileri ile yurtiçi ve yurtdışı piyasa tahvil ihracı), derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Peru'nun kredi pazarından kaynaklanan ana kaygılardan biri de finansal dolarizasyondur. Kredi dolarizasyonunun 2001'den (%79) 2014'e (%44) istikrarlı bir şekilde düşmesine rağmen, ticari bankalar tarafından dolar cinsinden verilen kredinin payı hala önemli bir noktada bulunmaktadır. Bu, finansal istikrar için bir tehdit oluşturmaktadır. Çünkü yabancı para cinsinden yükümlülükleri ve yerel para biriminden gelirleri olan şirketler yerel para biriminin değer kaybetmesi durumunda olumsuz bir bilanço etkisi yaşamaktadır. Bu durumda ticari bankaların kredi ödeme

oranlarının azalmasına ve ekonomik faaliyet üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktadır. Peru 1998'de Rus krizinden sonra böyle bir şok yaşamış; suç oranları iki katına çıkmış, banka sayısı yarı yarıya azalmış ve Peru yaklaşık 18 ay süren durgunluğa girmiştir (Rossini ve Quispe, 2015: 274-279).

1998'de yaşanan krizin ardından Peru sermaye piyasaları toparlanmış ve likit olmaya devam etmiştir. Yerel para birimi cinsinden para piyasaları nispeten küçük, kısa vadeli ve teminatsız bankalar arası işlemlerin hâkimiyetinde işlem görmektedir. Bununla birlikte Peru borsaları bir yatırım alternatifi olarak sürdürülebilir bir gelişme sağlayamamıştır. Peru için Finansal sağlamlık göstergeleri, bankaların karlı ve düşük performanslı krediler ve güçlü karşılıklarla iyi bir şekilde aktifleştirildiğini göstermektedir. Peru bankacılık sistemi de bölgedeki benzer ülkeler arasında karlılık açısından en yüksek performans gösterenlerden biri olarak ifade edilmektedir (IMF, 2018b: 8).

3.3.9. Tayland

Tayland finans sektörü, GSYİH'nin %180'ine yakın varlıklarıyla nispeten büyük yapıya sahiptir. Ülkede sermaye piyasaları ve banka dışı finansal kuruluşlar daha belirgin bir rol üstlense de, aslında finansal sektör varlıklarının % 60'ını oluşturan bankalar finansal sistemin merkezini oluşturmaktadır. Daha çok mevduat işlemlerinin yoğun olduğu finansal sistem son yirmi yılda yaşanan büyük krizlerin ardından yeniden yapılanmaya maruz kalmıştır. Yabancı sermayeli bankalar ülkede önemli bir yere sahip olmasına rağmen sınırlı bir rol oynamaktadır. Yabancı bankalar, gelişmekte olan birçok piyasa ülkesi ile paralel olarak, Mart 2007 sonunda toplam bankacılık varlıklarının yaklaşık %18'ini oluşturmuştur (IMF, 2009: 16).

1997 yılında yoğun bir devalüasyonla Taylan'da etkisini göstermeye başlayan Asya krizi, bir kaç ay içinde tamamen bir finansal krize dönüşmüştür. Döviz kuru ve borsanın çöküşüyle birlikte pek çok finansal kuruluş kapanmış ve ekonomi neredeyse %10 küçülmüştür. Krizin ardından finansal sektörü ayakta tutmaya yönelik acil önlemlerden ilki, devletin mevduatları dolayısıyla bankaların varlığını garanti altına alarak finansal sektörü dengelemeye çalışması olmuştur. İkinci bir önlem ise iflas etmiş finansal kurumların (ve genellikle başkalarıyla birleşme) kapatılması, finansal

kurumların sayısının büyük ölçüde azalmasına neden olmuştur. Tayland, Asya finansal krizinin neden olduğu depresyonun üstesinden gelmeyi başarmış ve hızla büyüyen bir ekonomi olarak önceki pozisyonuna yeniden dönmüştür. Bu iddialı kalkınma süreci, Tayland'ın finans sektörü için devam eden reformlarını içermektedir. Ülkede kriz sonrası finansal reformların kriz çözümünün gerekliliklerine göre belirlenmesi, ülkenin normal bir duruma dönmesine büyük katkı sağlamıştır. Tayland'ın finansal sisteminin sağlamlığı 1990'ların sonlarındaki finansal krizden bu yana güçlenmiştir. Ülkede Düzenleyici ve denetleyici sistemin iyileştirilmesinde ve makroekonomik yönetimin geliştirilmesinde önemli ilerleme kaydedilmiştir. Finansal krizden bu yana, bankalar risk profillerini iyileştirmeye yardımcı olan gelir tabanını çeşitlendirmişlerdir. Bankacılık temelleri güçlenmiş, çoğu Tayland bankası yüksek düzeyde sermaye ve sağlam kârlılık rapor etmiştir. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar da, kredi piyasalarındaki son karışıklık ve yükselen piyasa oynaklığı karşısında esnekliğini korumayı başarmıştır. (Menkhoff ve Suwanaporn, 2007:2-5).

Taylandlı yetkililerin ülkedeki sermaye piyasalarının gelişimini teşvik etme motivasyonu son yirmi yılda iki kat olmuştur. 2002 yılından uygulamaya koyulan sermaye piyasası geliştirme planı, Tayland sermaye piyasalarındaki eksikliklere odaklanmış ve çözümü için gerekli uygulamalar yapılmaya başlanmıştır. Bu planların önemli derecede başarılı olduğu görülmektedir. Tayland Menkul Kıymetler Borsası 2007 yılında güçlü bir şekilde yükselmiş ve yatırımcıların 2006 sonunda ve yine yılın ortasında geri çekmelerinden kaynaklanan zararları telafi etmiştir. Tahvil ve borsa piyasaları Tayland ekonomik ve finansal sistemini desteklemede rollerini sürekli geliştirmiş ve genişletmiştir. Ülkenin sermaye piyasaları göreceli olarak büyük olsa da pazar gelişimi, sınırlı ihraç faaliyeti ve sığ ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Tayland tahvil piyasası büyük olmakla birlikte devlet tahvilleri için birincil piyasa nispeten iyi işlev görürken, ikincil piyasadaki likiditenin oldukça zayıf olduğu görülmektedir. Tayland, genel olarak uluslararası finansal sektör standartlarına ve kurallarına yüksek düzeyde uyum gösterse de, mevcut denetleyici ve düzenleyici çerçevenin etkinliği ve zayıf bir yasal destek nedeniyle potansiyel olarak zayıflatılmaktadır. Bu sorunların birçoğu uzun zamandan beri tanımlanmış,

ancak özellikle hükümetin harekete geçirmesi gereken konularda ilerleme yavaş olmuştur. (Menkhoff ve Suwanaporn, 2007:6; IMF, 2009:7-8; Bank of Thailand, 2016: 2).

3.3.10. Türkiye

1980 yılında Türkiye'de piyasaya yerli ve yabancı bankaların girişi kolaylaştırılarak, bankacılık sektörünün uluslararası piyasalardan fon tedarik etmesi serbest bırakılarak ve sektörde yer alan bankaların yabancı para cinsinden işlem yapmalarına izin verilerek finansal serbestleşme yönünde büyük reformlar gerçekleştirilmiştir. Aynı zamanda bu dönemde sermaye piyasaları için önemli gelişmeler yaşanmış ve 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyetlerine başlamıştır. Pek çok ülke gibi Türkiye'de de serbestleşme sürecine bağlı olarak ekonomide dalgalanmalar meydana gelmiş ve ülke krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Ülkede sırasıyla 1994 ve 2000-2001 yıllarında finansal krizler yaşanmıştır (TCMB, 2014: 2). Bu krizlerin ardından finansal piyasalarda özellikle de bankacılık sektöründe pek çok düzenleme gerçekleştirilmiş ve ilerleme kaydedilmiştir. Bankacılık sektöründe yeniden yapılanma süreci 1999 yılında enflasyonla mücadele kapsamında başlamıştır. 2001 yılında ise Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı ile devam etmiştir (The Bank Association of Turkey, 2009: 5). Türkiye'de 2000'li yıllarda yeni kurum ve kuruluşların yanında yeni finansal araçlarda sisteme dahil edilmiş ve ülkedeki finansal gelişmenin hızlandırılması amaçlanmıştır. Bu bağlamda Türk finansal sisteminin derinlik sürecinde önemli ilerlemeler kaydedilmiştir (Oktayer, 2009: 81).

Türkiye 2008 finansal krizini nispeten daha hafif atlatabilmiştir. Bu durumun temel nedeni ise ülkede daha önce yaşanan 2000-2001 finansal krizinden sonra oluşturulan daha etkin bir finansal yönetim, bankacılık düzenlemelerinin ve denetimin güçlendirilmesi ve katılım bankacılığı uygulamaları sonucu oluşan önemli sermaye tamponlarıdır. Bunlara ek olarak ülkede sermaye akışındaki ve reel faaliyetlerdeki hızlı toparlanma süreci ekonomiyi krizlere karşı daha esnek hale getirmesi de hızlı toparlanma sürecine katkı sağlamıştır. Türkiye'nin yeni makro ihtiyati politika çerçevesi, ortaya çıkan risklere zamanında ve koordineli tepkiler için bir temel oluşturmaktadır. 2001 krizinden bu yana ülkenin finansal sistemi

bankaların hakim rolü eşliğinde bir derinleşme süreci yaşamaktadır. Bankacılık sistemi aktifleri 2005'te GSYİH'nın %63'ünden Ağustos 2011 itibariyle GSYİH'nın %90'ına varan boyutlara ulaşmıştır. Nispeten fazla sayıda ve banka dışı finansal kuruluşların çeşitliliğine rağmen, bankaların finansal sistemdeki önemi hala yerini korumaktadır. Ülkedeki bankacılık sisteminin büyük bi kısmı kamu bankalarından oluşmaktadır (IMF, 2012c: 4-5) .

Türkiye'deki finansal istikrar için hayati öneme sahip olan bankaların varlıkları, finansal sistemin %90'ından fazla bir orana sahiptirler. Ülkedeki Banka dışı finansal kuruluşlar ve sermaye piyasası aracılığı önemsiz bir noktada kalmaktadır. 2015 yılında GSYİH'nin %118'i oranında olan finansal sistem, 2008'den bu yana oldukça hızlı bir şekilde büyümeye devam etmektedir. Türkiye'deki bankacılık sistemi yükselen piyasa ekonomilerine göre ortalama büyüklükte yer almaktadır. Ülkede mevduat dışı kanallar tarafından finanse edilen kredi oranları oldukça yüksek bir paya sahiptir. Türkiye finansal piyasasında pazar payları, özel yerli, yabancı ve devlet bankaları arasında eşit olarak paylaştırılmaktadır. Türkiye'nin sermaye piyasalarının gelişmesi, bankaların ve şirketlerin uyumsuzluk sürelerinin azaltılmasına, döviz bağımlılığını azaltılmasına ve büyümenin desteklenmesine önemli ölçüde katkıda bulunabilmektedir (IMF, 2017e: 8-23).

Son on beş yıl içerisinde Türkiye ekonomisine önemli katkılar sağlayan sermaye piyasaları, ekonomik büyümenin de temelini oluşturan etkenlerden birisi haline gelmiştir. Geçmişten günümüze Türkiye'de sık sık patlak veren ekonomik krizlerin temelinde bankacılık sektöründe yaşanan olumsuz koşulların büyük etkisi olmuştur. Bu bağlamda finans sektöründe yaşanan kırılmalar ekonominin bütününe yayılma etkisi yaratmakta ve büyük tahribatları beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler bu noktada devreye girerek yaşanan krizlerin daha kolay atlatılmasına olanak sağlamaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, başta Borsa İstanbul (BIST) olmak üzere Türkiye'de faaliyet gösteren tüm borsalar, her geçen yıl artan şirket (üye) sayıları, işlem hacimleri, yatırım araçlarının çeşitliliği ve kriz yönetiminde gösterdikleri başarılı performanslar ile ekonomiye oldukça büyük katkılar sağlamışlardır. Ülkedeki sermaye piyasaları, piyasalardaki fon hareketliliklerini düşük maliyet, hızlı ve güvenilir şekilde gerçekleştirmek için

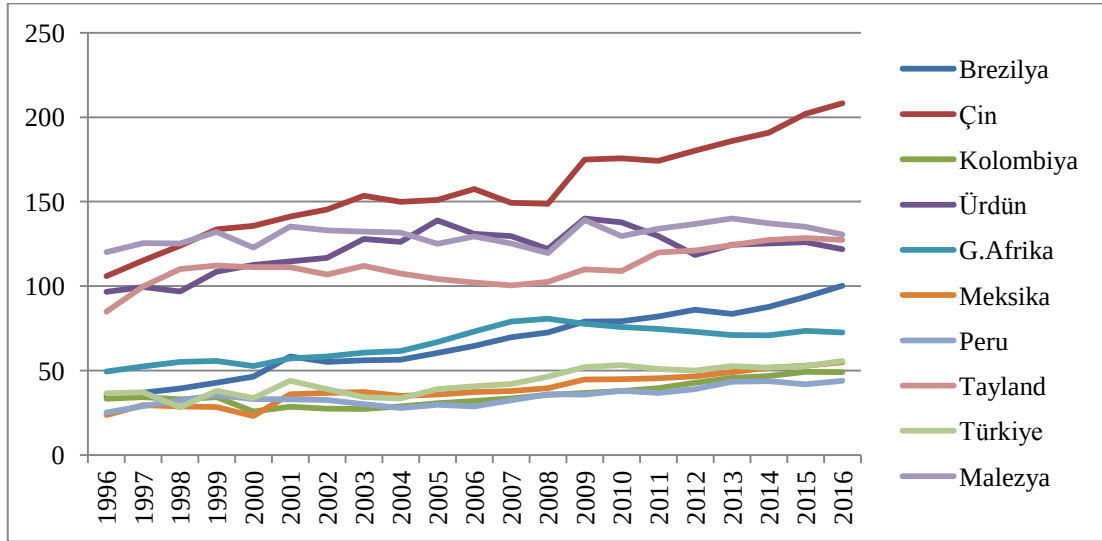
organize piyasalardan yararlanmaktadır. Organize piyasalar aracılığı ile gerçekleştirilen fon akımları ülkedeki şirketlere büyük finansman kaynağı oluşturmaktadır. 1987-2007 dönemleri arasında ülkede birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilen işlemler ekonomiye 37 milyar dolar fon aktarımı sağlamıştır. Türkiye'de sermaye piyasaları, gerçekleştirilen günlük ortalama işlem hacmine bakıldığında, her gün ekonomiye ciddi anlamda bir likidite girişi sağlamaktadır. Genel olarak Türkiye'nin finansal sistemine bakıldığında altyapısı sağlam temellere oturtulmuş ve iyi örgütlenmiş finansal piyasalara sahip olduğu görülmektedir. Finansal gelişmenin en önemli etkenlerinden birisi olan çeşitlilik açısından Türkiye finansal sektörünün büyüme aşamasında olduğu görülmektedir (TOBB, 2008: 7-8).

3.4. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeleri

Bu kısımda, üst orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinin finansal piyasalarındaki gelişmeler bazı verilerin değerlendirilmesi ile ele alınmıştır. Bunun için daha önceki bölümlerde açıklanmış olan finansal gelişme göstergeleri seçilmiştir. Bu göstergeler üst orta gelir grubunda yer alan ülkelerin parasal genişlikleri, bankacılık faaliyetleri ve sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili yirmi yıllık sürecin değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır.

Finansal gelişmenin en önemli göstergelerinden birisi olan ve dünya bankası tarafından geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranı olarak ifade edilen M2/Y oranları şekil 3.4.1'de 1996-2016 yılları itibari ile gösterilmektedir. M2/GSYİH finansal gelişmişliğin ölçütü olarak yabancı ülke paraları cinsinden açılan mevduat hesaplarının da dahil olduğu geniş tanımlı para arzını ifade etmektedir. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomilerinden üst orta gelir grubunda yer alan on ülkenin M2/GSYİH oranlarına bakıldığında en yüksek orana sahip olan ülke %202.2 ile Çin'dir. Çin'in ardından Malezya, Ürdün ve Tayland grup içerisinde yüksek paylara sahip olan ülkelerin başında gelmektedir. Peru, Türkiye, Meksika ve Tayland gibi ülkeler ise birbirine çok yakın seviyelerde ve %50'nin altında bir orana sahiptir.

Şekil 3.4.1. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

1996-2016 yılları arasındaki M2/GSYİH oranına bakıldığında en büyük dalgalanmalar yine en yüksek orana sahip olan Çin'de gerçekleşmiştir. Grupta yer alan ülkelerin çoğunda 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin etkileriyle ani düşüşler görülmektedir. Çin özellikle 1998 yılından sonra kademeli olarak istikrarlı bir para politikası yürütmeye başlamıştır. Bu politikalar, Çin'in büyük başarılar elde etmesine olanak sağlamıştır. Toplam para ve kredilerin istikrarlı bir şekilde büyümesini amaçlayan Çin özellikle 1998-2001 dönemleri arasında para arzı büyüme oranını kontrol altına almıştır. Çin, Malezya, Ürdün ve Tayland'ın M2/GSYİH oranları gelişmiş ülkelerle hemen hemen aynı seviyelerde yer almaktadır. Ancak grubun geri kalan üyelerinde bu oran oldukça düşüktür. 1980'lerin başında petrol fiyatlarının düşmesiyle ani bir durgunluk sürecine giren Ürdün, bu durumu telafi etmek için genişletici maliye politikalarının yanında para politikalarının aktif hale getirilmesi ile birlikte ekonomik istikrarı sağlamayı başarmıştır. O dönemden itibaren Ürdün merkez bankasının ekonomide daha etkili hale gelmesi ve para politikası araçlarını arttırması ile bankalarının likitidesi desteklenmiş ve kredi genişlemesi teşvik edilmiştir. Ürdün ihtiyatlı para politikaları ile ekonomide istikrarı sürdürmeye devam etmiştir (Maziad, 2009: 6). Malezya'nın para politikasında temel alınan etken enflasyon ve ekonomik büyüme üzerinde risklerin dikkatli bir şekilde

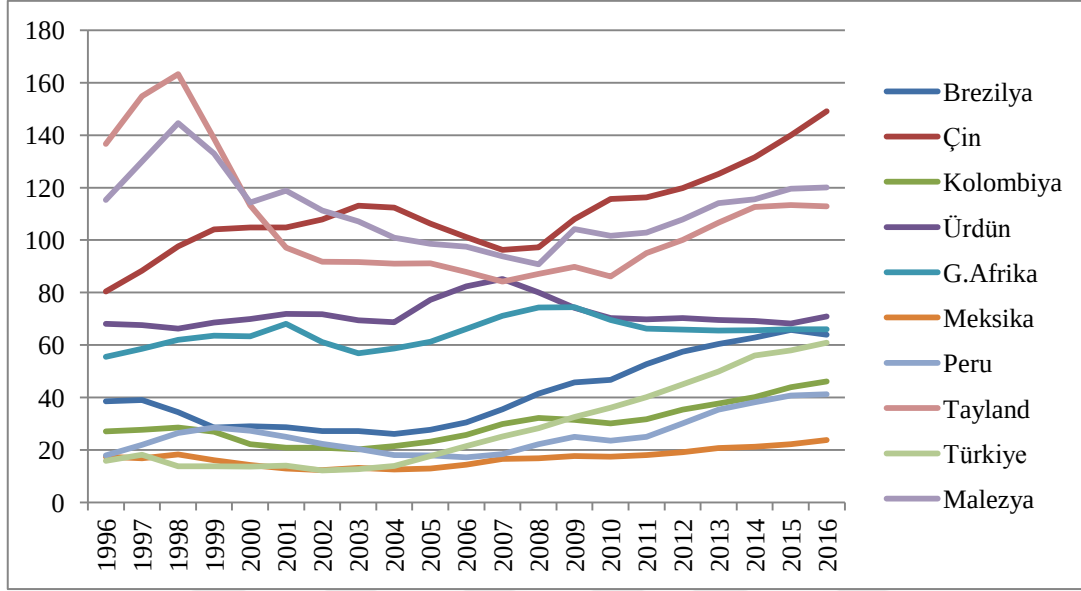
değerlendirilmesi olmuştur. Dolayısıyla M2/GSYİH oranı ufak çaplı dalgalanmaların dışında genellikle artış eğiliminde olmuştur. Bu oranın %50 ve altında bir seyir izlediği ülkelerde ise genellikle bir artma eğilimi görülmektedir.

Şekil 3.4.2'de üst orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde 1996-2016 yılları arasındaki özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranları yer almaktadır. Bu oran ülkelerin bankacılık sektöründeki hareketliliği göstermektedir. Grafiğe bakıldığında zaman bu oranın en yüksek olduğu ülke %139 ile Çin'dir. Yine %100'ün üzerinde oranla Çin'i takip eden ülkeler sırası ile Malezya ve Tayland'dır. Bu gelir grubuna ait diğer ülkelerde ise bu oran %80'in altındadır. Bu oranın en düşük olduğu ülke ise %20'lik bir orana sahip olan Meksika'dır. Genel olarak bu oranın en yüksek olduğu üç ülkede 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin etkisi ile ani düşüşler yaşanmıştır. 2008 yılında düşen ülkelerin aksine Ürdün ve Güney Afrika'da ise yükselme eğilimi görülmektedir. Küresel piyasalarda bu oranın ortalaması %50 civarındadır. 2016 yılı itibarıyla grupta bu ortalamayı geçen ülke sayısı oldukça fazladır.

Grup içerisinde yer alan Latin Amerika ülkelerine bakıldığında Brezilya'da özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı 2011 yılında büyük bir artış göstererek küresel ortalamanın üstünde bir seyir izlemeye başlamıştır. Bu oran pek çok Latin Amerika ülkesinin üstünde yer almaktadır. Bununla birlikte milli gelirin %120'sine sahip olan Çin, Malezya gibi ülkelerin oldukça altında kalmaktadır. Brezilya'da krediler 2000'li yılların ortasına kadar pek çok göze çarpan özelliklerle karakterize edilmektedir. Bunlardan ilk ikisi ise kıtlık ve yüksek oynaklıktır. Banka kredilerinin evrimi bu iki yönü göstermektedir. 1996 yılından 2004 yılına kadar özel sektör kredileri %27 seviyesinde kalmıştır. Bu diğer ülkelerin rakamlarıyla karşılaştırıldığında oldukça düşük bir seviye olarak görülmektedir. Brezilya'da kredilerin diğer bir özelliği ise yüksek maliyettir. 1990-2000 yılları boyunca ülkedeki hem nominal hem de reel faiz oranları çok yüksek seviyelerde tutulmuştur. Diğer bir özellik ise Brezilya'da devlet bankalarının rolünün fazla olmasıdır. Günümüzde Brezilya'nın finansal piyasası 2000'li yılların başından oldukça farklı bir yapıya sahiptir. Kredi maliyetleri ve piyasadaki oynaklık azalma göstermeye başlamıştır. Bu

bağlamda, özel sektöre verilen kredilerin payı 2008-2016 yılları arasında neredeyse iki katına çıkmıştır (IRIBA, 2014: 10).

Şekil 3.4.2. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Çin'in finansal sistemine hakim bir yapıya sahip olan bankacılık sektörü büyük önem taşımaktadır. Diğer yükselen piyasalara kıyasla Çin'deki özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı göze çarpmaktadır. 1996'dan 2008 yılına kadar sürekli artış gösteren kredi miktarı 2008 kriziyle bir miktar azalmış olsa da takip eden yıllarda artışını sürdürmüştür. 2008 yılında Çin'in finansal piyasaları küresel finansal krizden kaynaklanan yayılmalar arasında keskin bir şekilde dalgalanma göstermesine karşın, hükümetin almış olduğu önlemler sayesinde sorunsuz bir şekilde çalışmaya devam etmiştir. Kârlılıktaki keskin düşüşe rağmen, yerli finansal kurumların varlık kalitesi tatmin edici kalmıştır. Birkaç banka ve hayat sigortası şirketi dışında, finansal kurumların çoğunluğu, aracılık rollerini etkili bir biçimde yerine getirmişler ve 2016 yılına gelindiğinde özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı %160'a yükselmiştir (Elliot ve Yan 2013: 8; Central Bank Republic of China, 2009: 1).

Güney Afrika üst orta gelir grubunda yer alan ülkelerle karşılaştırıldığında zaman nispeten iyi gelişmiş bir finansal sisteme sahiptir. Özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı açısından finansal sektörün derinliği Brezilya'nın neredeyse dört katı

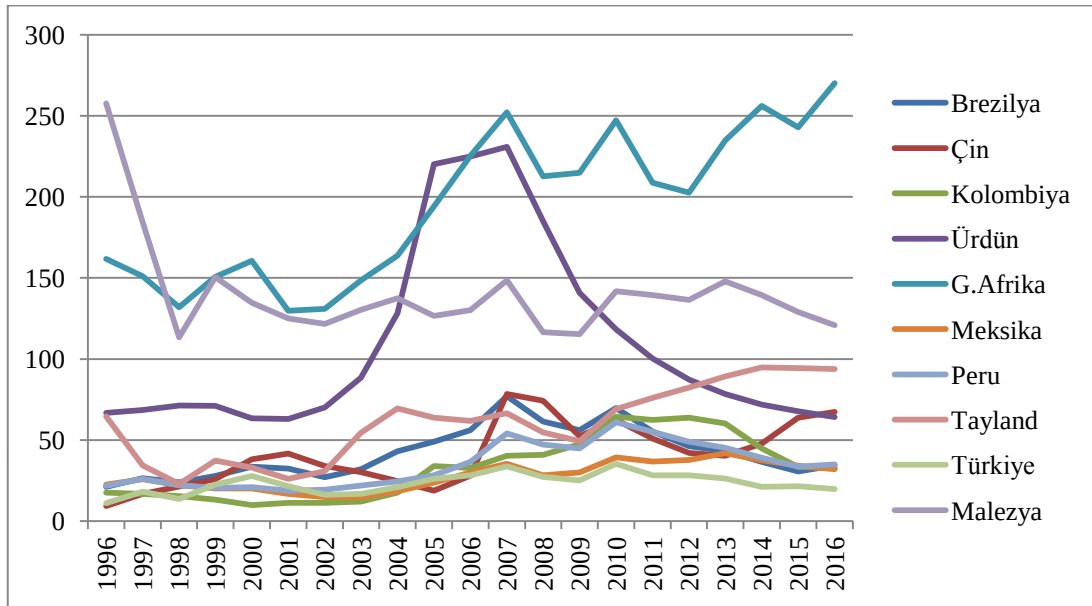
oranındadır. Güney Afrika bankacılığı tüm Afrika'daki bankacılık sistemine hakim olduğundan dolayı nispeten daha iyi gelişmiş ve karmaşık bir yapıya sahiptir. Bununla birlikte Güney Afrika'nın finansal sistemi yıllar itibariyle yoğunlaşma göstermektedir (Mlambo ve Ncube, 2011: 7) . Ancak yinede Çin, Tayland ve Peru gibi ülkelerden daha düşük oranlara sahiptir. 1996-2016 yılları arasında Güney Afrika'da özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı ortalama olarak %60 seviyelerinde yoğunlaşmaktadır.

Geçtiğimiz on yıl boyunca, Peru'daki güçlü büyüme ve düşük enflasyon, neredeyse finansal aracılığın derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Peru Bankacılık sistemi 2008 yılından sonra çok önemli bir rol oynamış ve aynı dönemde özel sektöre kredi teminini GSYİH'nin % 20,3'ünden% 41,1'e çıkarmayı sağlamıştır. Ayrıca, bankaların toplam piyasa bazlı fonlama içindeki payı 2004 yılında% 73,7'den 2014 yılında% 80,2'ye yükselmiştir. (Rossini ve Quispe, 2015: 274).

Türkiye'de 2003 yılından bu yana, bankacılık sektöründen gelen krediler, son küresel türbülans dahil olsa bile, reel olarak yıllık bazda %25'in üzerinde bir oranda artmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye, kredi / GSYİH oranı %50'nin altında olan diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla hala nispeten daha düşük bir orana sahip olarak devam etmektedir. (IMF, 2012c: 10).

Üst orta gelir grubunda yer alan ülkelerin borsa kapitalizasyon oranı şekil 3.4.3.'de gösterilmektedir. 1996-2016 yılları arasında pek çok ülkede bu oran istikrarlı bir şekilde artış göstermemiştir. Ancak en yüksek orana sahip olan ülke %270'le Güney Afrika olmuştur. Türkiye, Tayland, Malezya, Çin ve pek çok ülkede borsa kapitalizasyon oranı oldukça düşüktür.

Şekil 3.4.3. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Güney Afrika gelişmekte olan ekonomiler arasında en büyük sermaye piyasalarından birine sahiptir. Aynı zamanda, borsa kapitalizasyon oranı da en yüksek olan ülkelerden birisidir. Arabuluculuk etkinliği ve rekabetin bir göstergesi de olabilen faiz oranlarının Güney Afrika'da daha düşük olması, finansal sisteminin sermayeyi yatırıma yönlendirmede etkili olduğunu göstermektedir (Mlambo ve Ncuba, 2011:7). Güney Afrika'daki Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası, tüm Afrika kıtasının piyasa kapitalizasyonunun yaklaşık %90'ına sahiptir. (IMF 2007: 7). Bu durum Güney Afrika sermaye piyasasının olgunlaşmış bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

Çin borsaları sık sık yatırım yapmaktan ziyade spekülasyonlarla yönlendirildiğinden dolayı borsa kapitalizasyon oranı oldukça düşüktür (Elliot ve Yan, 2013:8). Ayrıca Çin'in borsaları hem piyasa kapitalizasyonu hem de işlem gören toplam değer bakımından diğer ülkelerin çoğundan daha küçük bir yapıya sahiptir (Allen, vd., 2006: 8).

Borsa kapitalizasyon oranında en çok oynaklık gösteren ülke ise Malezya olmuştur. 1998 yılında çok keskin düşüşler yaşanmış ve dalgalanmalar 2016 yılına kadar devam etmiştir. Malezya'da 1980'lerin sonunda gerçekleştirilen özelleştirmeler

neticesinde özel sektörün finansman ihtiyacı büyük artış göstermiştir. Bu talebin karşılanması için sermaye piyasası genişlemiştir. Ülkede sermaye piyasası ürün ve hizmetlerinin yanı sıra fon yaratma kapasitesinin çeşitliliği, özellikle 1990'larda, önemli ölçüde artmaya başlamıştır. Bu artışa rağmen 1998 yılında yaşanan Asya krizine bağlı olarak bir düşüş yaşanmıştır. Ancak hükümet yeni önlem ve reform paketleriyle toparlama sürecini başlatmıştır. Bu bağlamda ülkenin yurt içi borsaları bölgesel akranları ile paralel olarak büyümüş ve daha iyi performanslar göstermeye devam etmiştir (Singh ve Yusof, 2005: 5).

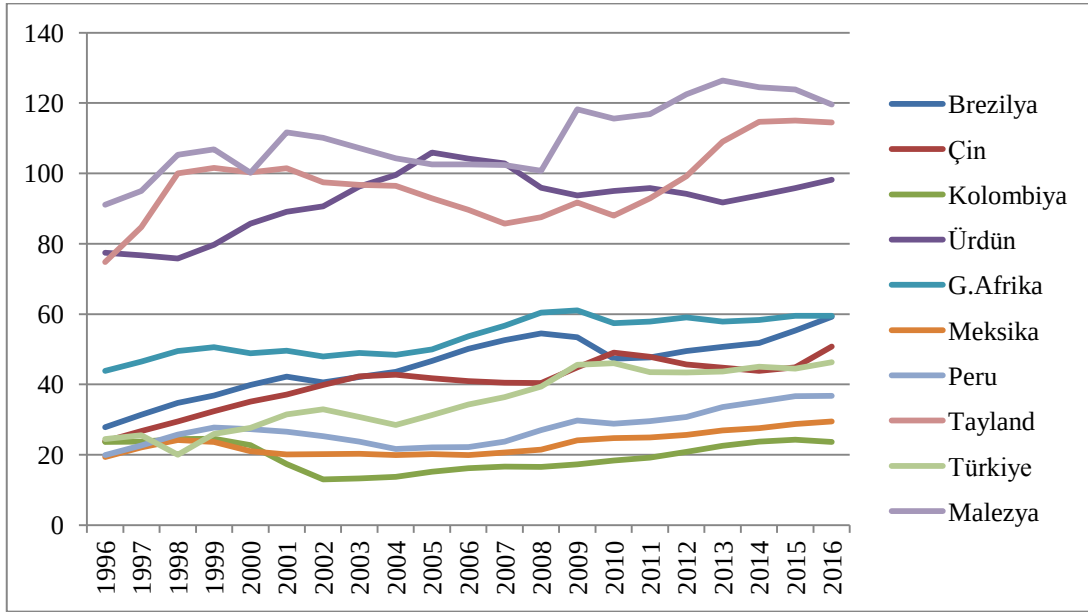
2006 yılında Ürdün gibi gelişmekte olan bir piyasa ekonomisi için, borsa kapitalizasyonlarının milli gelire oranı alışılmadık derecede büyüktür (GSYİH'nin neredeyse %300'ü). Önemli ölçüde yabancı sermaye girişine bağlı olan Ürdün ekonomisindeki borsalar aracılık işlemlerinde önemli bir rol oynamaktadır. Amman Menkul Kıymetler Borsası'nın 2005 yılındaki performansı olağanüstü ve emsalsiz olarak değerlendirilmektedir. 2005 yılına ait tüm borsa göstergeleri, 2004 yılına göre %93 artışla 1978 yılında kurulan pazardan bu yana en iyi performansı göstermiştir. (Saadi-sedik ve Petri, 2006: 4-9). Ürdün sermaye piyasasının, 2003'ten 2007'ye kadar, büyük ölçüde Irak'tan gelen büyük miktarda para akışı nedeniyle, patlama zamanları yaşadığını belirtilmektedir. Ancak, piyasanın fiyatlarda aşırı oynaklıktan muzdarip olduğunu not etmek de yararlı olacaktır. Bu oynaklık borsa kapitalizasyonunun da GSYİH'ya oranını yansıtmaktadır. Örneğin, bu oran 1996'da %68'e, 2000'de %63'e ve 2005'te %220'ye eşitken, 2012'de %100'e ve 2015 yılı sonu itibarıyla de %65'e düşmüştür (Omet, 2016: 122).

Peru'da geçtiğimiz on yıl içinde listelenen şirketlerin sayısındaki artışa rağmen, yerel borsa GSYİH'nin bir payı olarak kapitalizasyonu yalnızca marjinal bir artış göstermiş ve ciro oranı son 5 yılda yaklaşık %3,5 seviyesinde değişmeden kalmıştır (IMF, 2018b: 9).

Tayland'da ise, hisse senedi piyasaları, son 10 yılda, 2006 sonunda, toplam piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'nin %75'ine denk gelmesiyle önemli ölçüde artmıştır. Yoğunlaşma, en büyük on şirket toplam piyasa kapitalizasyonunun %40'ını oluşturmakta ve hükümet aynı zamanda en büyük şirketlerin önemli bir bölümünü elinde bulundurmaktadır (IMF, 2009: 28).

Üst orta gelir grubu ülkelerde finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranını şekil 3.4.4'de gösterilmektedir. Bu oran bankacılık sektörünün yanında ülke finansal sisteminde bulunan diğer finansal kurumları da işin içine katmaktadır. Dolayısıyla ülke finansal sisteminde bulunan tüm mevduatların oranı hakkında bilgi vermektedir. Grafiğe bakıldığında en yüksek orana sahip ilk üç ülke Ürdün, Tayland ve Malezya'dır. Bu ülkelerde finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı %80'in üzerinde bir seyir izlemektedir. Malezya'da uluslararası standartlarda en iyi uygulama alanı bulunan ve PIDM (Perbadanan Insurans Deposit Malaysia) tarafından yönetilen mevduat sigortaları tüm mevduat sahiplerini belirli bir limite kadar koruma altına almaktadır. Ayrıca ülkede bankacılık kurumlarının iyi kapitalize ve likit olması varlık kalitesinin özellikle son on yılda önemli ölçüde artmasına olanak sağlamıştır. Malezya'da finansal sistem mevduatları ülkedeki fonlamanın %85'ini oluşturmaktadır (IMF, 2013b: 19-35). Grup içerisinde kalan diğer ülkelerde bu oran %60'ın altında ve birbirlerine çok yakın seviyelerde bir orana sahiptirler. En düşük orana sahip ülke ise %24 ile Kolombiya'dır. Kolombiya finansal ağı geliştirebilmesine rağmen korumacı bir politika izlemektedir. Ülkede Sigorta şirketleri, aracı kurumlar ve yatırım yöneticileri de dahil olmak üzere banka dışı finansal araçlar genellikle iyi performans göstermekte ancak, finansal sistem varlıklarının küçük bir payına sahip olmaktadır (IMF, 2013c: 6).

Şekil 3.4.4. Üst Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Tayland finans sektörü 2009 yılından bu yana GSYİH'nin %180'ine yakın varlıklarıyla diğer ülkelere göre nispeten büyük bir finansal yapıya sahiptir. Ülkede Sermaye piyasaları ve banka dışı finansal kuruluşlar daha belirgin bir rol üstlense de, banka merkezli yapısıyla dikkat çekmektedir. Ticari bankalar finansal sektör varlıklarının %60'ını oluşturmaktadır. Devlete ait ve pek çok durumda mevduat olarak ülkenin kalkınmasını sağlamayı amaçlayan SFI'ler (Uzmanlaşmış finansal kurumlar- Specialized Financial Institutions) finansal sektör varlıklarının %14'ünü oluşturmaktadır. Banka dışı finansal kuruluşlar ise, kalan finansal varlıkların %25'ini elinde bulundurmaktadır (IMF, 2009: 16).

Finansal sistem mevduatlarının nispeten düşük olduğu Peru'da yıllar itibariyle artışlar yaşanmıştır. Ülkede diğer piyasa fonu sağlayıcıları (banka dışı finansal kuruluşlar ve yurt içi ve yurt dışı tahvil ihracı), 2004 yılında GSYİH'nin %7,3'ünden %10'una yükselmiştir. Ayrıca Peru'da Mevduat, bankalar için ana finansman kaynağını oluşturmaktadır. Finansal sistem mevduatları 2005'te GSYİH'nin %22,05'ten istikrarlı bir şekilde artarak 2014'te %35' kadar yükselmiştir. Bu oranların 2005 için yaklaşık %17'si ve 2014'te %24'ü bankacılık sektörüne ait oranlardır (Rossini ve Quispe, 2015: 274).

Finansal sistem mevduatlarının düşük olduğu bir ülke olan Türkiye'de 1991 yılı mevduat faizlerinin serbest bırakıldığı, bir yıllık ve altı aylık reel mevduat faizlerinin yükselerek pozitif değerlere ulaştığı bir yıl olmuştur. Ayrıca Türk parasının diğer paralar karşısında reel olarak değer kazanma süreci sona ermiştir. Sonuçta toplam mevduatların GSYİH içindeki payı artmıştır. Ancak mevduat bankalarının hem kamu hem de özel sektöre verdiği kredilerin GSYİH içindeki payı giderek azalmıştır. Dolayısıyla 1991 yılında bankalarda toplanan fonların kamu sektörünün finansmanına hizmet ettiği söylenebilmektedir (Yıldırım, 1995: 134).

3.5. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme

Düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomileri, grup içerisinde nispeten daha düşük kişi başına gelire sahip ülkelerden oluşmaktadır. Pek çok gelişmekte olan ülkeler gibi bu ülkelerde, finansal serbestleşme süreçlerinde finansal krizler yaşamışlardır. Yaşanan bu krizler ülkeler için pek çok reformun başlangıç noktası olmuştur. Dolayısıyla finansal sistemde alt yapı eksikliğinden dolayı yaşanan aksaklıklar giderilmeye çalışılmıştır. Aynı zamanda gelişmiş ülkelerin bu ülkelerin finansal piyasalarında sağlamış oldukları avantajların finansal piyasalardaki gelişmelere katkısı olmuştur. Bu kısımda düşük gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde gerçekleşen finansal gelişmelere ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir.

3.5.1. Mısır

Arap ekonomileri içinde en çok reform yapan ülke olan Mısır finansal serbestleşmeye öncelik vererek 1990 yılından itibaren gelişme göstermeye başlamıştır. Her ne kadar özel ve yabancı yatırımlar bu politikanın bir sonucu olarak belirgin bir şekilde yükselse de, ezici oran, ekonominin (örneğin sanayi gibi) üretkenliğini ve ihracat kapasitesini artırabilecek sektörler değil, turizm, petrol ve inşaat sektörlerine yönelik artmaya başlamıştır. Bununla birlikte ülke ekonomisi ekonomik büyümeyi sürdürmeye devam etmiştir. Temelde banka bazlı finansal yapının yanı sıra borsanın da dahil olduğu finansal gelişimini, geliştirmek için çaba göstermeye devam etmiştir. Mısır, büyük ölçüde devlet planlamasından piyasa

ekonomisine geçiş sürecinde olan tipik bir ekonomiyi temsil etmektedir (Bolbol, vd., 2005: 173-174).

Gelişmekte olan birçok piyasada olduğu gibi, Mısır'daki bankalar, finansal akışların çoğunu kontrol ettiği ve finansal varlıkların çoğuna sahip oldukları için baskın finansal kurumları oluşturmakta ve bankacılık sistemi ülkenin temel kesimi olmaya devam etmektedir. 1974 yılında ülkede gerçekleştirilen serbestleşme politikaları ile bankacılığın etkinliğinin ve rekabetinin artırılabilmesi için planlamalar yapılmış ve pek çok kanun yürürlüğe girmiştir. 2011 yılına kadar 39 bankanın konsolide edildiği ülkede kamu bankalarının bazıları da özelleştirilmiş ve bankaların bilançolarında iyileşmeler yaşanmıştır. Ayrıca son yıllarda ülkenin finansal sistemi sağlam bir kurumsal çerçeve ile borsanın canlanmasına ve çeşitlenmesine olanak sağlamıştır. Mısır finansal sistemi bölgedeki benzer ülkelere göre nispeten daha çeşitli bir yapıya sahiptir. 2013 yılı itibariyle %14.3 ile bankacılık ve %7.29 ile finansal hizmetler ülkenin önemli sektörleri arasında yer almaktadır (Graiss, 2015, Jeffreys, 2014: 74; Bolbol, vd., 2005: 179).

Genel olarak Mısır'da sermaye piyasalarının gelişimi de bankacılık sektörüyle aynı yolu izlemiştir. Ülkede sermaye piyasası faaliyetleri 1888 yılına kadar uzanmaktadır. Geçmiş dönemlerde Mısır'a ait Kahire Borsası dünya çapında en aktif beş borsa arasında yer almıştır. 1974 "açık kapı" politikasının benimsenmesi bir şeyleri değiştirmeyi amaçlamış ve iç yatırımları harekete geçirmek için gerçekleştirilen reformlar, menkul kıymetler piyasasını içerecek şekilde bankacılık sisteminin ötesine geçmeyi başarmıştır. Ancak pek çok nedenden dolayı 1990'ların başına kadar Mısır'da borsacılık faaliyetleri önemsiz kalmıştır (Bolbol, vd., 2005: 182).

1991 yılında hükümetin sermaye piyasalarının önemini kavrayarak gerçekleştirmiş oldukları reformlar sayesinde borsa tekrar canlılık göstermeye başlamıştır. 1992 yılında sermaye piyasaları kanunun çıkarılması ile birlikte borsanın etkinliği, büyüklüğü ve likitidesinde önemli gelişmeler sağlanmıştır. Ülkede kayda değer adımlar olmasına rağmen özellikle birincil piyasalar açısından sermaye piyasaları potansiyelin altında kalmaya devam etmektedir. Mısırlı firmaların özellikle yeni menkul kıymet ihracına ilişkin olarak uzun vadeli sermayeye erişimi, yetersiz

bir yasal çerçeve tarafından engellenmiş olduğundan dolayı birincil piyasalar kısıtlı kalırken, ikincil piyasalar oldukça aktiftir. Bu durum pek çok yükselen piyasa ekonomisinde benzerlik göstermektedir. Ülkedeki borsacılık faaliyetlerinde genellikle büyük şirketler yer almaktadır (Bolbol, vd., 2005: 182; Nasr, 2008: 25).

3.5.2. Hindistan

1990'ların başlarına kadar, Hindistan'da finansal sistemin rolü, esas olarak, fon fazlalıklarının fon açığı olan sektörlerle kaynakların kanalize edilmesi işleviyle sınırlı kalmıştır. Finansal sistem bu rolü oldukça iyi bir şekilde yerine getirirken, finansal faaliyetlerdeki eksiklikler yıllar içinde belirginleşmeye başlamıştır. Son yirmi yıl, tüm dünyada küreselleşme ve serbestleşme dalgası nedeniyle uluslararası ticaret büyümüş ve Hindistan'da bu sürece dahil olmuştur. Sonuç olarak, uluslararası para ve finansal araçlara olan talep, küresel düzeyde önemli ölçüde artmış ve ülkede bunun gerekliliği kendini hissettirmiştir. Özellikle bankacılık sektörü rekabet eksikliği, düşük sermaye tabanı, düşük verimlilik ve yüksek aracılık maliyetinden muzdarip olmuştur. Önemli yapısal reformlar ve ticaret kazanımları bağlamında Hindistan, son yıllarda hem ekonomik faaliyetlerde hem de finansal varlıklarda güçlü bir büyüme kaydetmiştir (Sahoo, 2013:7; Rubani, 2017: 193).

Hindistan istikrarlı bir finansal sistem geliştirmek için kayda değer bir ilerleme göstermiştir. Ülkede 1990 yılında başlayan liberalleşme politikalarından bu yana, yasal, düzenleyici ve denetleyici çerçevedeki sürekli gelişmeler sistemin büyümesi ve ticari yöneliminin artmasına eşlik etmiştir. Hindistan finans sektörü hızla çeşitlenmeye ve genişlemeye başlamıştır. Artan çeşitlilik, ticari yönelim ve teknolojiye dayalı katılım, gelişmiş yasal düzenleyici ve denetleyici çerçevelerle desteklenmesi ülkedeki finansal sektörün büyümesini desteklemiştir. Hindistan'ın finansal sistemi 2010 yılı itibariyle GSYİH'nin %140'ına sahip olan ticari bankalar, diğer kredi kuruluşları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve yatırım fonlarından oluşmaktadır. Bu grup içerisinde toplam finansal varlıkların en büyük payına sahip olan sektör ise bankacılıktır. Bankacılık sektöründe yabancı bankaların varlığı oldukça sınırlı olmakla birlikte bankacılık sistemi varlıklarının %7'sini oluşturmaktadır. Ülkedeki finansal sistemin en belirleyici özelliği de kamunun finans aktif bir rol oynamasıdır. Ticari bankacılık sistemi iyi kapitalize edilmiş ve kârlıdır,

ancak yıllar içindeki performansındaki iyi ilerlemeye rağmen, kamu bankaları özel bankalardan daha zayıf kalmaktadır (IMF, 2013d: 6; IMF-Worldbank, 2017: 1).

Hindistan'da sermaye piyasaları likit para ve hisse senedi piyasaları, büyük bir devlet tahvil piyasası ve nispeten az gelişmiş bir kurumsal tahvil piyasası ile karakterize edilmektedir. Ülkede gecelik bankalar arası piyasa, gecelik repo piyasası ve spot döviz piyasası oldukça büyük bir işlem hacmine sahiptir. Devlet menkul kıymetleri için birincil pazar aktif fakat büyük oranda kısıtlanmıştır. Hindistan sermaye piyasası modern ve şeffaf hale gelmesine rağmen, sermaye oluşumundaki rolü sınırlı kalmaya devam etmektedir. Yine de yeni sermaye piyasası araçlarının geliştirilmesi ve teknolojik gelişmeler finansal sektörde önemli değişiklikler yapmıştır (Sahoo, 2013: 9).

Asya'daki en eski borsalardan birisi olan Hint borsalarının varlığı iki yüz yıl öncesine dayanmaktadır. 1860 yılında Süveyş kanalının açılması ile birlikte ticaretin başlaması ve bununla birlikte şirketlerin kurulması finansal piyasaların ve aracılardan önemini ön plana çıkarmıştır. Bağımsızlıktan önce Hindistan sermaye piyasası yeterli gelişmeyi sağlayamamıştır. Bağımsızlıktan ve özellikle 1951'den sonra, Hindistan sermaye piyasası önemli ölçüde genişlemiş ve tasarruf ve yatırım hacmi istikrarlı bir iyileşme göstermiştir. Ülkede sermaye piyasasının büyümesinin çok önemli bir göstergesi, anonim şirketlerin veya kurumsal girişimlerin büyümesi olmuştur. 1980'lerde Hindistan'da menkul kıymetler piyasasında patlayıcı bir büyüme meydana gelmiş ve milyonlarca yatırımcı aniden kazançlı fırsatları keşfederek borsaya giriş yapmıştır. 1980'lerin sonunda ülkede gerçekleşen liberalizasyon politikaları ile birlikte pek çok reform hareketleri de gerçekleştirilmiştir. Hindistan'da sermaye piyasaları hala pek çok düzenlemelerle geliştirilmeye çalışılmaktadır. Hindistan sermaye piyasası için oldukça uzun bir yolculuk olmakla birlikte, son zamanların sermaye piyasası çok iyi, oldukça iyi entegre olmuş, daha olgun ve daha küresel bir şekilde uygulanmaktadır. Ayrıca Hindistan sermaye piyasası, teknoloji açısından dünyanın en iyilerinden birisi olarak gösterilmektedir (Ashish, 2015:9-10).

Hindistan finansal sistemi 2008 yılında ABD'de başlayan etkisini tüm dünya ülkelerinde gösteren küresel finansal krizin olumsuz etkilerini güçlü bilançolar, sağlam düzenleyici çerçeveler, yüksek karlılık ve likitide sayesinde en aza indirmeyi

başarmıştır. Bu bağlamda, ülkenin finansal piyasaları tasarrufların mobilize edilmesi yoluyla yatırımcılara etkin bir getiri kanalı sağlayarak ekonomide tasarrufu teşvik edebilmektedir (IMF, 2013d: 6).

3.5.3. Endonezya

Endonezya finans sektörü benzer ülkelere kıyasla nispeten küçük ve bankacılık sisteminin hakimiyeti altındadır. Toplam finansal varlıklarının GSYİH'ye oranı %72 olan ülkede banka varlıkları bu oranın dörtte üçünü kapsamaktadır. Endonezya'da finansal şirketler grubu, finansal sistemde kilit bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte, banka dışı finansal kuruluşlar son on yılda hızlı bir gelişme göstermiştir. 2015 yılında finansal kuruluşların toplam varlıkları GSYİH'nin %8'i kadar büyümüştür. Bu artışın yarısından fazlasına özellikle de sigorta şirketlerinin katkısı olmuştur. Endonezya'da bankacılık faaliyetleri diğer yükselen piyasalar kadar yoğun olmamakla birlikte devlete ait ticari bankalar çoğunluktadır (IMF, 2017f: 8-9).

Endonezya sermaye piyasasını 1970'lerin sonlarından itibaren geliştirmeye başlamış ve 1980'lerin sonlarında kabul edilen üç serbestleştirme paketi piyasanın kurumsal yapısını iyileştirmiştir. Bu dönemden itibaren ülkenin sermaye piyasası nispeten düşük maliyetli ve uzun vadeli fonların alternatif bir kaynağı haline gelmiştir. 1995 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu'nun şirketler tarafından tam olarak anlaşılabilir olması, borsa ve destek kuruluşlarının kendi kendini düzenlemesi ve piyasa performansının devlet tarafından denetlenmesi ile piyasa için çalışma prensipleri ve piyasadaki güçlü yatırımcı ilgisi teşvik edilmiştir. Endonezya'nın sermaye piyasalarının sürekli gelişimini destekleyen faktörler arasında özelleştirmelerde yoğun yatırımcı ilgisi, yabancı broker ve yöneticilerin varlığı, sermaye piyasası oyuncularının profesyonelliği yer almaktadır. Yerel sermaye piyasaları nispeten sıgırdır ve güçlü bir dış varlığa sahiptir. Bu da onları küresel piyasa duyarlılığındaki değişimlere karşı duyarlı hale getirmiştir. Bu faktörlere bağlı olarak Endonezya'da 1997 yılında yaşanan kriz sırasında güvenilir bir finansal kurum olduğunu kanıtlayarak işlem hacmini korumuştur (Vandenbrink, 2005:3).

Kararlı ve başarılı bir yansımanın yanı sıra on yıl süren sağlam politikalar ve yapısal reformlar, Endonezya'nın 2008 küresel krizinden çok etkilenmeden ve hızlıca çıkmasına yardımcı olmuştur. Sonuç olarak ülkede başlayan toparlanmalar 2009 yılında Endonezya'nın güçlü bir şekilde gelişmesine olanak sağlamış ve ülkenin gücünü göstermeye yarayan kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını yükseltmeyi başarmıştır. 1990 yılından itibaren göze çarpan başarılar rağmen, Endonezya hala finansal istikrarı korumak ve finansal sistemini geliştirmek için zorluklarla karşılaşmakta ve çözümler üretmeye çalışmaktadır. Piyasa katılımcıları, Endonezya'yı büyük bir tüketici tabanı tarafından desteklenen ve doğal kaynaklar bakımından zengin, büyük potansiyeli olan bir ülke olarak görmektedirler (IMF, 2010a: 7).

3.5.4. Fas

Fas, finansal serbestleşme sürecine kadar diğer gelişmekte olan ülkeler gibi yönetilen faiz oranlarının tezahür ettiği ve kredi kontrol prosedürlerinin uygulandığı yani, baskı altında olan bir finansal sisteme sahip olmuştur. 1990 yılında liberalleşme politikalarının gündeme gelmesi ülkede pek çok reformunda beraberinde uygulanmasına olanak sağlamıştır. Nitekim finansal reform, evrensel bankacılığın yayılması, faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve bankacılık sektörünün serbestleştirilmesi ile sonuçlanmıştır. Bu hareket 1991 yılında kredi kısıtlamalarının kaldırılması ile şekillenmiştir (Bendouz, 2015: 478).

1990 yılından bu yana Fas'ta verimli mobilizasyon ve tasarrufların ekonomik kanallardan tahsis edilmesini sağlayabilecek uygulanabilir bir modern finansal sistem oluşturmak amacıyla pek çok reform gerçekleştirilmiştir. Bu reformlar müdahaleleri daha tutarlı ve Fas'ın finansal sistemini daha rekabetçi hale getirmek amacıyla yapılmıştır. Finansal piyasalara uygulanan reformlar kademeli olarak gerçekleştirilmiştir. Öncelikle ülkedeki sermaye piyasaları ve bankacılık sisteminin denetlenmesi için gerekli kuruluşlar faaliyete geçirilmiş daha sonra bu piyasalarda güvenlik sistemleri geliştirilmiştir. Bu reformlar günümüze kadar devam etmiştir. Son yirmi yılda gerçekleştirilen çeşitli reformların ardından, ülkedeki bu sistemin verimliliğinin artırılması ile ilgili önemli başarılar elde edilmiş ve Fas finansal sistem varlıklarının kalitesi önemli ölçüde iyileştirilmiştir (DEPF, 2008:5).

Fas'ın finans sektörü, bankacılık sektörü ile sigorta sektörü, para piyasası ve finansal kiralama ve risk sermayesi / yatırım sermayesi gibi diğer finansal hizmetleri içeren bankacılık dışı finansal sektörleri içermektedir. Fas finans sektöründe gerçekleştirilen reformlarla birlikte kaydedilen ilerlemelere rağmen sektörün ülkenin kalkınmasını finanse etmedeki rolünü arttırması için çözülmesi gereken önemli zorluklar bulunmaktadır (African Development Bank, 2009: 5).

Gelişmekte olan ekonomilerin trendine uygun olarak, Fas bankacılık sektörü oldukça yüksek bir konsantrasyona sahiptir. Bu da ülkeye finansal piyasalarda sağlam bir dayanak sağlamaktadır. Ayrıca Fas bankacılık sistemi, 2005 yılından bu yana Doğu Avrupa ve Avrupa Birliği ülkelerinininkine benzer bir oranda bir özkaynak oranına sahiptir. Bankacılık sistemi GSYİH'nin %130'u ile en büyük varlıklara sahip olan ülkelerden biri haline gelmiştir. Bu durum ülkenin sağlam bir ulusal bankacılık sistemine sahip olduğunun göstergesi olarak düşünülebilmektedir. Fas bankalarının sermaye yapısı, özellikle Fransız bankaları olmak üzere, yabancı bankaların güçlü varlığıyla karakterize edilmektedir. Benzer gelişme seviyelerinde olan pek çok ülkenin aksine Fas bankacılık sisteminde yoğunlaşma artmıştır. Afrika ile ticaret entegrasyonunun artmasıyla ilişkili finansal hizmet fırsatları, bölgedeki en büyük üç Fas bankasının varlığını önemli ölçüde artmasına olanak sağlamıştır (IMF- World Bank, 2016: 7; DEPF, 2008: 8).

1929 yılında kurulan ve Afrika'nın en eski borsalarından birisi olan Kazablanka Menkul Kıymetler Borsası bölgede kurulan ikinci borsadır. 1967 yılında artan sayıda yerli ve yabancı yatırımcı için gelişmiş bir yasal çerçeve sağlamak için başlayan reformlar 1993 yılında da yatırımcının korunması ve şeffaflığı arttırmak için devam etmiştir. Bu reformlar, 1997 yılında Kazablanka Menkul Kıymetler Borsası'nın takas evi Maroclear'ın faaliyete geçmesiyle sonuçlanmıştır. Bu durum ülkedeki sermaye piyasalarının işlem ve hacimlerinin artmasına olanak sağlamıştır (Wild ve Lebdaoui, 2014: 208).

Fas ekonomisi, 2008-13 döneminde enerji fiyat artışları ve 2010-12 döneminde Avrupa krizinin yoğunlaşması dahil olmak üzere, dış şokların artmasıyla karşı karşıya kalmıştır. Petrol ithalatına bağımlılık ve Avrupa ile yakın ilişkiler büyük mali ve dış dengesizliklere neden olmuştur. Ülkedeki finans sektörü 2008

küresel krizinin etkisine doğrudan maruz kalmamış fakat Avrupa'daki gecikmelerden etkilenmiştir. 2007 yılından bu yana bankacılık ve sigorta sektörleri arasında artan bağlantılar ve Sahra Altı Afrika'ya doğru ciddi bir genişleme nedeniyle ülkedeki finansal sistemin büyüklüğü ve çeşitliliğini artmıştır. Fas'ın finansal sistemi sermaye oluşumu için tasarrufun mobilize edilmesinde iyi performans göstermektedir. Ülkedeki bankacılık, sigorta, emeklilik fonları, varlık yönetimi gibi finansal sistem varlıkları yüksek gelirli ülkelerle karşılaştırılabilir seviyelere ulaşmıştır. Finansal sektörün artan büyüklüğü ve derinliği, finansal katılımdaki gözle görülür kazanımlara eşlik etmeyi sağlamıştır. Ülkedeki finans sektörü bölgedeki en kapsayıcı sektörlerden birisi haline gelmiştir (IMF-World Bank, 2016: 8-9).

3.5.5.Nijerya

On yıldan uzun süredir güçlü bir büyüme kaydeden Nijerya, petrol geliri kritik bir mali gelir ve döviz kaynağı olmaya devam etmesine rağmen, ekonomisini petrole bağımlı olmadan da çeşitlendirmeyi başarmıştır. Son dönemlerde petrol fiyatındaki düşüşler, ekonomik ve finansal yapının petrol fiyatındaki değişimlere maruz kalmaya devam ettiğini göstermektedir. Nijerya'nın büyüme yolunun en belirgin özelliklerinden birisi bilinçli finansal sektörün gelişimi olmuştur. Bu bağlamda ülkenin finansal sistemi hızla gelişmeye ve küresel finansal sisteme giderek daha fazla dahil olmaya başlamıştır (Odeniran, 2010: 91; IMF, 2013e: 12).

Nijerya güçlü bir finansal sektör reform geçmişine sahiptir. 1980'lerden bu yana ülkede finansal sistemin iyileştirilmesine yönelik bir dizi finansal yeniden yapılandırma programı başlatılmıştır. Yapılan reformlardaki temel amaç, ekonominin büyümesini etkilemek için finansal istikrarı sağlamak olmuştur. Bu reformlara kadar, Nijerya'nın finansal sistemine, ekonominin büyümesi üzerindeki olumsuz etkileri olan ve teorik uygulamalarla meşgul olan bir bankacılık sektörü hakim olmuştur. Politikadaki bir finansal düzenleme çağından liberalleşmiş bir finansal sisteme geçilmesiyle, sistemi karakterize eden zayıflıkları ve belirsizlikleri önlemek için finansal sektörün hem kurumsal hem de düzenleyici düzeyde ciddi şekilde yeniden yapılandırılması amaçlanmıştır (World Bank, 2016b: 7; Hashım, 2011: 48).

Banka kredileri Nijerya'daki resmi finansmanın ana kaynağını oluşturmaktadır. Ülkedeki az gelişmiş tahvil ve hisse senedi piyasaları Nijeryalı şirketleri için finansman kaynağının bankalar olmasına neden olmuştur. Ülkede yirmi iki mevduat bankası finansal sisteme hakim durumdadır. Bankalar, borç piyasasına hakim ve para piyasalarındaki ana aktör olmakla birlikte, aynı sermaye piyasasında uzlaştırmacı olarak hareket etmektedirler. Banka hisseleri, listelenen şirketlerin piyasa değerinin üçte birinden fazlasını oluşturmakta ve en aktif işlem gören hisse senetleri arasında yer almaktadır. 2009 bankacılık krizinin ardından, Nijeryalı yetkililer, bankacılık sistemini güçlendirmek için kesin önlemler almıştır. Nijerya bankacılık sistemi, Nijerya varlık yönetim şirketi tarafından yapılan sermaye enjeksiyonlarının ve sıkı denetimin desteklenmesiyle varlık kalitesi ve ihtiyati şartların gözlenmesi konusunda ilerleme kaydetmiş olsa da, petrol fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı savunmasız kalmaya devam etmektedir (World Bank, 2016b: 6).

1946 yılında faaliyete geçen Nijerya sermaye piyasaları ülke finansal sisteminin ayrılmaz bir parçası olarak görülmektedir. Özellikle 1961'den bu yana ülkedeki sermaye piyasaları istikrarı sağlayarak önemli gelişmeler göstermiştir. Resmi olarak ülke borsasının kurulduğu 1961 yılında piyasa alım satım faaliyetlerine iki adet Federal Hükümet Kalkınma Hisse Senetleri ve üç yerli hisse senetleri ile başlamış ve yavaş yavaş büyüme eğilimine girmiştir. Yerelleştirme uygulamalarının başladığı 1972'den önce Nijerya borsasındaki faaliyetler düşük kalmıştır. (Akpan ve Ginika, 2015: 59; Ebimobowei ve Peter, 2015: 65)

Nijerya sermaye piyasaları 2008 finansal krizinden bu yana düşük yatırımcı güvenine sahip olduğundan ve ekonominin büyük sektörleri tarafından yeterince temsil edilmediğinden dolayı nispeten küçük bir yapıya sahiptir. Nijerya'da faaliyet gösteren tek menkul kıymetler borsası Nijerya Borsası'dır. Ülkede hisse senedi alım satımına yabancı yatırımcılar hakimdir. Günümüzde Nijerya'da, etkin bir sermaye piyasasına sahip olmanın avantajlarından yararlanmak için bir dizi önlem alındığından, sermaye piyasası faaliyetlerinde önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Özellikle Nijerya gibi gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli sermayenin azlığı sermaye piyasasını vazgeçilmez kılmaktadır (IMF, 2013e: 9-13).

3.5.6. Pakistan

Çok yönlü ve çeşitli bir finansal yapıya sahip olan Pakistan'da piyasaların büyük çoğunluğunu bankacılık sektörü oluşturmaktadır. Ülkedeki finansal sistemin oluşmasına çok yönlü finansal reformlar büyük katkı sağlamıştır. Bu reformlar, on yıldan uzun bir süre boyunca sürekli ve güçlü bir şekilde sürdürülmüş ve ekonomik büyümeyi de desteklemiştir. Geçekleştirilen reformlar arasında piyasaya dayalı para ve kur politikalarına geri dönülmesi, kamu bankalarının özelleştirilmesi yoluyla devletin rolünün azaltılması, kurumsal yönetişimin iyileştirilmesi, şeffaflığın sağlanması ve modern bir düzenleyici çerçevenin benimsenmesi yer almaktadır. Reformlar öncesi bankaların işlemlerinin tipik özelliği olan yetersizlikler ve zayıflıklar radikal bir şekilde azaltılmıştır. Ülkede uygulanan serbestleşme politikaları bankacılık sektöründe bir dereceye kadar rekabeti teşvik etmenin yanı sıra, hem banka sayısı hem de kredi büyümesi anlamında bankacılık sisteminin boyutunun arttırılmasına olanak sağlamıştır (Akhtar, 2006: 1-2).

Finansal sistem içerisinde en fazla paya sahip olan Pakistan bankacılık sistemi özellikle kamu bankalarının özelleştirilmesiyle sektörün yapısının büyük ölçüde değişmesine neden olmuştur. Devlete ait bankaların özelleştirilmesi, hem finansal serbestleşmeyi hem de rekabetçi piyasanın oluşmasına katkı sağlamıştır. 1990'ların başında yaşanan serbestleşme süreci ile ticari bankaların sayısında büyük bir artış olmuştur. 1999 yılı sonunda, toplamda yerli veya yabancı özel bankaların aktifleri %34'ten %59'a yükselmiştir. Daha sonra Habib Bank'ın özelleştirilmesiyle, bu pay %75'leri aşmıştır. Ayrıca ülkede bankacılık sisteminde önemli bir paya sahip olan islami bankacılığın gelişmesi için bu bankaların tanıtımına yönelik önemli adımlar atılmıştır (IMF, 2004: 9-11).

Karaçi Menkul Kıymetler Borsası, Pakistan'ın ilk ve yükselen piyasalardaki en eski borsalardan biri olma özelliğini taşımaktadır. Pakistan'ın bağımsızlığından (1947) iki ay sonra kurulan bu borsayı takiben 1974 ve 1997 yıllarında sırasıyla Lahor Borsası (LSE) ve Islamabad Borsası (İMKB), kurulmuştur. 2007 yılı itibarıyla Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda toplamda 671 şirket işlem görmektedir. Nispeten küçük boyutlu olmasına rağmen Pakistan sermaye piyasaları son yıllarda ilgi odağı haline gelmeye başlamıştır. Pakistan'daki sermaye piyasaları, yerel

kaynakları harekete geçirmek ve onları verimli bir şekilde üretken kullanımlara yönlendirmek ve böylece ulusal verimliliği artırmak için çok önemli bir rol oynamaktadır. 2002 yılında ABD'de yayınlanan Business Week dergisinde Pakistan'ın dünyanın en iyi performans gösteren piyasalardan birisi olduğu açıklanmıştır. Ancak büyüklük bakımından, Pakistan borsaları hala bazı Afrika ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan piyasaların en küçüklerinden birisidir. Bu düşük kapitalizasyon oranının sebeplerinden birisi, ülkedeki okuma yazma düzeyinin düşüklüğüne bağlı olarak finansal okur-yazarlığın düşük olmasıdır. Genel olarak, Pakistan'daki yatırımların çoğu borsadan ziyade arsalara, gayrimenkul varlıklarına, banka varlıklarına, altın ve nakit varlıklara yapılmaktadır. Borsa genel olarak tasarruf ve riski çeşitlendirmek için bir araç olarak görülmemektedir (Iqbal, 2008: 3-15).

3.5.7. Filipinler

Pek çok yükselen piyasa ekonomisiyle benzer bir şekilde bankacılık sisteminin hakim olduğu Filipinlerde, bankacılık varlıkları toplam finansal sistemin üçte ikisini oluşturmaktadır. 1990'ların sonundaki Asya krizinden bu yana, istikrarlı bir ekonomik ortam, bankaların yeniden yapılandırılması ve takipteki varlıkların azalmasının tümü bankanın sağlamlığının iyileştirilmesine yardımcı olmuştur. Ülkede makroekonomik riskler artmaya devam etse de, bankacılık sistemi iyi kapitalize edilmiş, likit ve varlık kalitesi genellikle yüksektir. Ülke finansal varlıklarının %80'inden fazlası bankacılık sektöründen oluşmaktadır. Geri kalanı ise, sigorta şirketleri gibi banka dışı finans kurumlarından meydana gelmektedir. Öte yandan, Filipinlerde bankacılık sektöründe ticari bankaların payı %30'un üzerindedir. Pek çok kırsal banka ve tasarruf bankası bulunmasına rağmen, tüm bankacılık sektörü varlıklarının sadece %11'ini oluşturmaktadırlar (Ofreneo, 2015: 3; IMF, 2010b: 5-7).

1990'larda Asya finansal krizini takip eden dönemlerde uygulanan önemli bir konsolidasyondan sonra, bugünkü Filipinler bankacılık sistemi ticari bankalar ile tasarruf, kırsal ve kooperatif bankalarını içeren 804 mevduat alma kurumundan oluşmaktadır. Son zamanlarda güçlü kredi büyümesine rağmen, Filipinlerdeki mevduat aracılığı hala nispeten düşüktür. Buna karşılık, ülkenin toplam finansal kaynakları gözlemlendiğinde 1990'ların sonlarından bu yana sürekli bir artış

göstermiş ve bu eğilim 2000'lerin sonlarında daha da belirginleşmiştir (IMF, 2010b: 5-7; Kashiwabara, 2014: 8).

Filipinlerde banka dışı finansal piyasalar genellikle az gelişmiş bir yapıya sahiptir. Hisse senedi piyasası listeleri neredeyse durgun bir seyir izlemekte ve özel tahvil piyasası bölgesel emsallere göre küçük kalmaktadır (IMF, 2010b: 5). 1927 yılında kurulan Filipin borsası, uzun bir süredir aracılık özerkliği ve reformlara karşı dirençli bir geçmişe sahiptir. Başlangıç dönemlerinde Filipin sermaye piyasası kredi piyasası ile eşanlamlı olarak görülmekteydi. Buna karşılık Filipin sermaye piyasaları, düşük bir temelden de olsa, ölçek ve kapsamda gelişmeye başlamıştır (Asian Development Bank, 2003: 1).

Bununla birlikte, 1990'ların başında, yeni bir sözleşme kapsamında bağımsız bir merkez bankası kurulması, rezerv gereksinimlerindeki kademeli düşüş, yabancı banka girişinin serbestleştirilmesi ve banka şube politikalarının gevşetilmesi dahil olmak üzere Filipinlerde finansal piyasalar önemli gelişmelere tanık olmuştur. Finansal piyasaların serbestleşmesini tamamlayan reformlar aynı zamanda devlet tahvili piyasasının da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu kombinler Makati ve Manila borsalarının Filipin Menkul Kıymetler Borsası'nda birleşmesiyle, sermaye finansmanı için diğer aracı kuruluşların ortaya çıkmasına olanak sağlamıştır. 264 şirkete ev sahipliği yapan Filipin Menkul Kıymetler Borsası, halka arz ve ikincil piyasa borsa işlemlerinde ana kurum olarak aktif rol oynamaktadır. Sonuç olarak ülkede bankalar sermaye piyasasının asıl aktörlerinden birisi olarak devam ederken, borsa şirketleri, para piyasası fonları ve diğer fon yönetimi kurumları giderek önem kazanmaktadır (Guinigundo, 2005: 302).

Filipinli finans sektörü, 2007-2010 küresel finansal krizden nispeten az etkilenmiştir. Bunun en önemli nedenlerin birisi ise, hükümetin 1980-85'te yaşanan kriz ve 1997-98'de Asya'daki finansal krizin ardından finans sektörünü güçlendirme çabalarına devam etmesidir. Filipin ekonomisi, yükselen diğer piyasa ekonomileri gibi, küresel finansal krizin ardından genişleyen bir küresel finansal döngüden faydalanmıştır. ABD Merkez Bankası'nın genişleme ve aşırı düşük faiz politikasını izlemesi nedeniyle, Filipinler daha fazla sermaye çekebilmiştir. Bu durum ekonomik büyümenin ve kurumsal kaldırıcının artmasına olanak sağlamıştır. Filipinlerdeki

finansal piyasa gelişimi şimdi genel olarak tutarlı seviyelerde devam etmektedir (Ofreneo, 2015: 3; IMF, 2015b: 49).

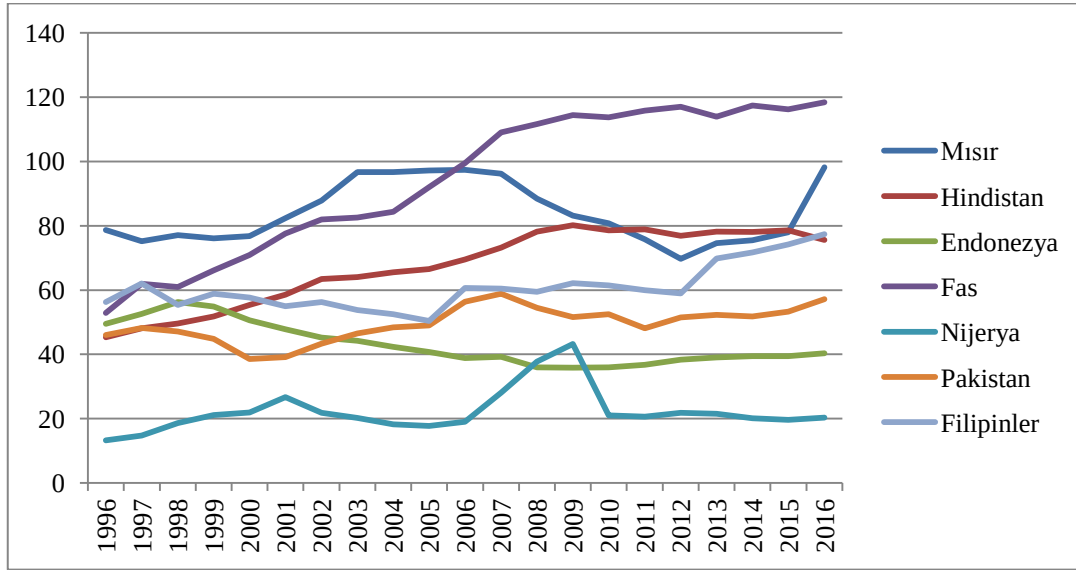
3.6. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Gelişme Göstergeleri

Düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde finansal sistem içerisinde en belirgin şekilde gelişme gösteren sektör bankacılıktır. Bu ülkelerde finansal sistem mevduatlarının büyük bir kısmı bankaların aracılık faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Genel olarak banka dışı finansal sektörlerin payları oldukça küçüktür. Diğer yandan sermaye piyasalarına bakıldığında, gelişmiş ülkelere kıyasla, çoğunlukla ekonomik şokların etkisi altında kalmaktadırlar. Bu nedenle özellikle borsacılık faaliyetlerine ait göstergeler de keskin artış ve düşüşler yaşanmaktadır. Bu kısımda, düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinin finansal piyasalarındaki gelişmeler, ülkelerin bankacılık sektörü, parasal genişliği ve sermaye piyasasına ait verilerin değerlendirilmesi ile ele alınmıştır.

Şekil 3.6.1'de finansal gelişmenin en önemli göstergelerinden birisi olan ve dünya bankası tarafından geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranı olarak ifade edilen M2/Y oranları 1996-2016 yılları itibari ile gösterilmektedir. M2/GSYİH finansal gelişmişliğin ölçütü olarak yabancı ülke paraları cinsinden açılan mevduat hesaplarının da dahil olduğu geniş tanımlı para arzını ifade etmektedir. Bu oran aynı zamanda parasal olarak finansal katılımın bir göstergesi olarak ifade edilmektedir.

Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomilerinden düşük orta gelir grubunda yer alan on ülkenin M2/GSYİH oranlarına bakıldığında en yüksek orana sahip iki ülke %118 ile Fas ve %98 ile Mısır'dır. Fas'da geniş para arzının milli gelire oranı 20 yıllık dönemde sürekli bir artış trendinde devam etmektedir. Ancak Mısır'da bu oran 2003 yılına kadar artış trendinde iken bir durgunluk süreci geçirmiş ve 2012 yılına kadar düşüş eğilimine geçmiştir. Ardından tekrar yükselmeye başlamış ve 2016 yılında zirveye ulaşmıştır.

Şekil 3.6.1. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinin M2/Y (Parasal Genişlik) Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Grafiğe bakıldığında geniş tanımlı para arzının milli gelire oranı en düşük olan ülkeler ise, Endonezya Nijerya ve Pakistan'dır. Pakistan'da bu oran yirmi yıllık süreçte artma eğilimi göstermiş ve özellikle 2006 yılında belirgin bir artış yaşanmıştır. 2006 yılında Pakistan'da Para arzındaki büyümenin büyük kısmı, para biriminden ziyade bankacılık sistemi mevduatlarındaki hızlı büyüme nedeniyle gerçekleşmiştir (Faruqi, 2011: 48). Nijerya ve Endonezya da geni para arzında herhangi bir artış gözlenmemiştir.

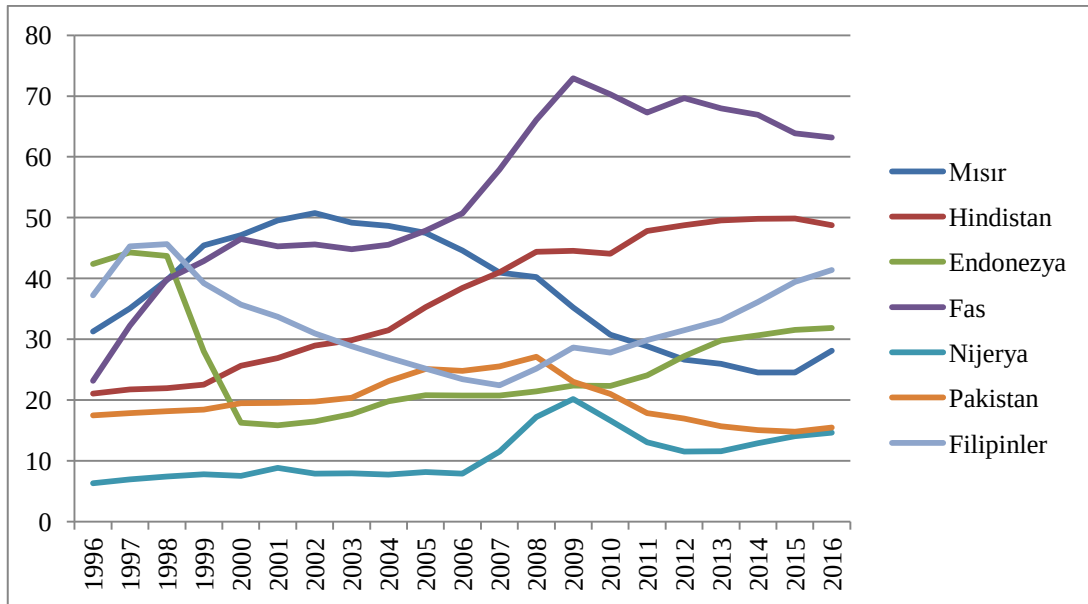
Şekil 3.6.2'de düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde 1996-2016 yılları arasındaki özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranları sunulmuştur. Bu oran ülkelerin bankacılık sektöründeki etkinliğini göstermektedir. Grafiğe bakıldığında incelenen dönemde bu oranın en yüksek olduğu ülkeler Fas ve Hindistan'dır. En düşük olan ülkeler ise, Pakistan ve Nijerya'dır.

Yükselen piyasa ekonomileri ile karşılaştırıldığında Nijerya'nın Özel sektör kredilerinin oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu durum Nijeryalı firmaların ciddi kredi kısıtlamalarıyla karşı karşıya olduğunu göstermektedir. Bankalar büyük saygın kurumsal müşterilerin kredisi için şiddetle rekabet ederken, küçük firmaların uygun koşullarda kredi bulması oldukça zor olmuştur (World Bank, 2016:7) .

Pakistan'da 1990 yılında bankaların özelleştirilmesi ve düzenlemelerin getirilmesiyle gelişme sağlayan sektörde özel sektör kredilerinin milli gelire oranı düşük ivmelerle artış göstermiştir. Grup içerisinde en düşük oran Pakistan'a aittir. Özellikle 2000 yılından kredilerde bir artış yaşanmış fakat 2008 yılından sonra yine azalma eğilimine girmiştir.

Özel sektör kredilerinin milli gelire oranı %40 civarında olan Filipinlerde bu oran 2007 yılına kadar düşme eğilimi göstermiştir. 2000 yılından bu yana bankacılık sektöründe önemli gelişmeler yaşanmasına rağmen ülkede özel sektöre verilen kredilerde durgun bir büyüme gözlemlenmektedir. Genellikle ülkede kredi kültürü oldukça zayıf ve bankalar muhafazakâr bir yapıya sahiptir. Bunun nedeni bankalarla ilgili denetçilerin, uygulamaları konusunda yaygın bir belirsizlik ve kaygının mevcut olmasıdır. Dolayısıyla bankalar alternatif kredi politikaları gibi faaliyetlerden de kaçınmaktadırlar. Filipinler Asya'daki en düşük finansal aracılık hizmetlerine sahip olan ülkelerden birisidir. Bununla birlikte 2016 yılında %40'a kadar yükselse de grup ortalamasının altında bir seyir izlemektedir (Gochoco-Bautista, 1999: 66; IMF, 2010b: 9).

Şekil 3.6.2. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranında en yüksek paya sahip olan ülke Fas'tır. 1990 yılından itibaren Fas'ta gerçekleştirilen finansal reform ve uygulamalar bankacılık işlevinin artmasında önemli bir rol oynamıştır. Bu bağlamda özel sektöre verilen kredi oranları GSYİH'nin bir yüzdesi olarak 2010 yılına kadar tutarlı bir şekilde artış göstermiştir. Fas'ın kendi bölgesindeki ülkelere kıyasla bu oranlar, ortalamanın üstünde bir seyir izlemektedir. 2008 küresel finansal kriz Fas'ı da olumsuz etkilemiş ve bankaların likitidesinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum özel sektör kredilerine de yansımıştır. Kredilerde yaşanan düşüşe rağmen bu oran, hala grup ortalamasının üzerinde bir seyir izlemektedir (DEPF, 2008:8).

Mısır'da 1974 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşme süreci ile birlikte ülkenin kalkınması için ihtiyaç duyulan kaynaklara erişimin sağlanması amacıyla bankacılık sektörü ön plana çıkarılmış ve çok sayıda yerli ve yabancı bankanın hizmet vermesine olanak sağlamıştır. Bu durum 1990 yılına kadar ülkede özel sektöre verilen banka kredilerinin iki kat artmasına neden olmuştur. 1991 yılında bankaların borç verme ve mevduat oranlarının serbestleştirilmesi ve 1992 yılında özel sektör kredilerinde tavan uygulamasının kaldırılması neticesinde, özel sektöre verilen kredilerin artışına yol açmıştır. (Bolbol, vd., 2005: 179).

Endonezya'da 1980'lerin sonunda özellikle dış borcu azaltmak amacıyla bankaların verimliliğini arttırmak için uygulanan politikalar bankaların yerel fonları harekete geçirmelerine ve banka kredilerinin hacmini arttırmalarına yardımcı olmuştur. Ancak 1997 yılında tasarrufların bankalar aracılığı ile mobilizasyonu çok hızlı hareket etmiş ve yüksek faiz oranları nedeniyle özel sektör kredi talebinin geri kalmasına neden olmuştur. Aynı yılda Rupî'nin değer kaybetmesi ve kamuya olan güvenin azalması ile bankacılık sektörü büyük bir krizle karşı karşıya gelmiştir. Bu dönemde yaşanan özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranındaki keskin düşüşler bu durumun kanıtı olarak gösterilebilmektedir. Ülkede banka yeniden sermayelendirme programları gecikmeye uğradığı için bankacılık sistemi 2000 yılına kadar bir iyileşme gösterememiştir. 2000 yılından sonra bankacılık sektöründe iyileşmeler başlamıştır. Bununla birlikte, bankalar devam eden risk ve belirsizlik nedeniyle ve yeniden yapılanma henüz tamamlanmadığı için normal finansal aracılık işlevine devam edememişlerdir (Rosul, 2005: 8).

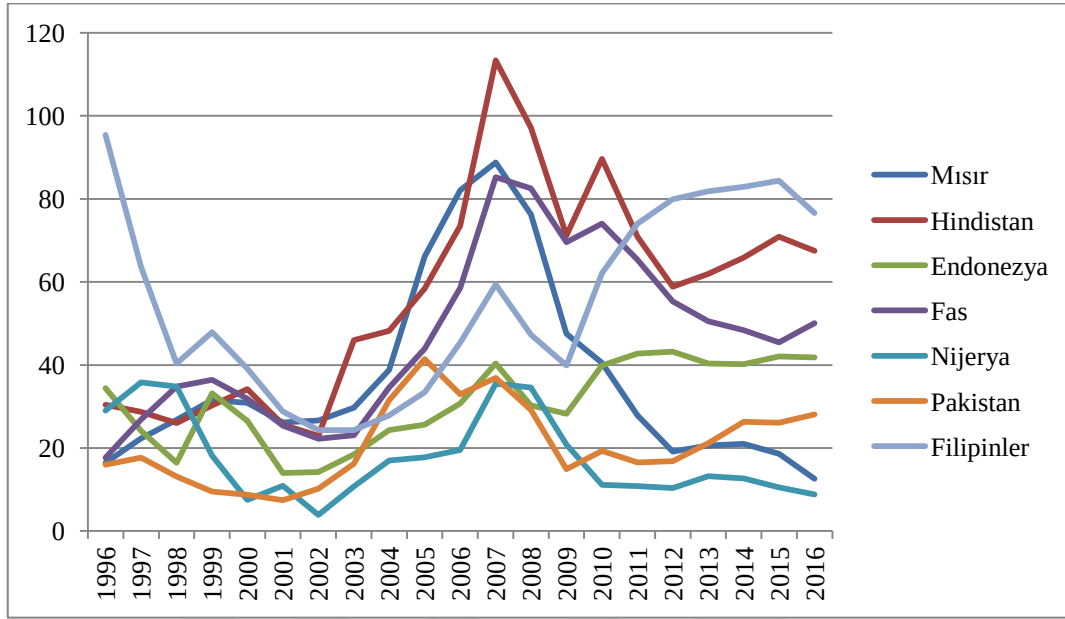
Şekil 3.6.3. düşük orta gelir grubunda yer alan ülkelerin borsa kapitalizasyon oranını göstermektedir. Borsa mutlak büyüklüğü ve finansal piyasaların yatırım ve tasarruf rolünü yerine getirmede ne kadar etkili olduğu genellikle piyasa kapitalizasyonu ile ölçülmektedir. Bu bağlamda grup içerisinde 2016 yılında en yüksek kapitalizasyon oranına sahip ülkeler Filipinler ve Hindistan'dır. Aynı dönemde en düşük orana sahip ülkeler ise Nijerya, Mısır ve Pakistan'dır.

En düşük borsa kapitalizasyon oranına sahip olan Nijerya'da sermaye piyasaları gruptaki ülkelere kıyasla küçük bir yapıya sahiptir. Dolayısıyla borsadaki işlem hacimleri de piyasayı temsil eden belli şirketler arasında gerçekleşmektedir. Bu durumda özellikle 2008 yılına kadar ivme yakalayan borsa kapitalizasyon oranı bu yılın sonunda 80,6 milyar ABD dolarından (GSYİH'nin %30'u) 27,7 milyar ABD dolarına kadar düşmüştür. 2009-2012 döneminde yalnızca altı yeni şirketin katılmasıyla 202 şirket listelenmiştir (IMF, 2013e: 9-10).

Asya finansal krizine kadar borsa kapitalizasyon oranı yaklaşık olarak %96'larda olan Filipinlerde kriz sonrası dönemde 2003 yılına kadar düşük ve dalgalı bir seyir izlemiştir. 2007 yılına kadar tekrar yükselişe geçen borsa kapitalizasyon oranı 2008 küresel krizinin etkisiyle tekrar bir düşüş yaşamıştır. Elde edilen veriler borsa büyürken, Asya'daki benzerleriyle eşleşecek bir hızla genişlemediğini göstermektedir.

Pakistan'da borsa kapitalizasyon oranı 1998 yılından 2001 yılına kadar bir düşme eğilimi içine girmiş ve bu oran 2001 yılında %7'lere kadar düşmüştür. Bu düşüşün en önemli nedenleri arasında ülkeye nükleer denemeleri konusundaki yaptırımlar görülmektedir. 2001'den 2002'ye kadar olan şirket sayısındaki düşüşler de 2002 yılında kurumsal yönetim kodunun uygulanmaya başlanması ile artış göstermeye başlamıştır. Bu durum piyasa hacminde ve borsa kapitalizasyon oranında artış trendini yakalamasına olanak sağlamıştır (Iqbal, 2008: 3).

Şekil 3.6.3.Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Borsa Kapitalizasyon Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Fas'ta özellikle 2003 yılından sonra borsalar da bazı olumlu gelişmeler yaşamış, özellikle 2007 yılında borsa kapitalizasyon oranı %85 ile işlem hacmindeki istikrarlı artışın göstergesi olmuştur. Bu artışın nedeni olarak, 1967 yılından bu yana sermaye piyasalarında gerçekleştirilen düzenleyici ve denetleyici reformların kademeli olarak uygulanması görülmektedir. Bununla birlikte, 2012 yılında işlem ve piyasa değerine bakıldığında Afrika'nın dördüncü borsası olma özelliğini taşımaktadır (DEPF, 2008:8; Wild ve Lebdaoui, 2014: 208).

Mısır'da 2005 yılında gerçekleştirilmeye başlayan reformlarla birlikte ülke borsasında yaşanan canlılık ve çeşitlilik ilk dönemler borsa kapitalizasyon oranında da etkisini göstermiş, 2008 yılında bu oran %88 ile en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Ancak bu gelişmelere rağmen, 2008 yılından itibaren bu oran küresel krizin de etkisiyle tekrar düşme eğilimine girmiştir. 2011 yılında yaşanan devrimin arkasından yaşanan gerilemeler yerini toparlanmaya bırakmıştır. Ülkede yaşanan olumsuz koşulların etkisi azaltılmaya çalışılmış ve finansal piyasanın derinleşmesine ve yatırımcı tabanın genişletilmesine dikkat çekilmeye başlamıştır (Grais, 2015).

1996'da Endonezya'da yüksek olan borsa kapitalizasyon oranı bu dönemden sonra düşüş göstermeye başlamıştır. 1996 yılına kadar yüksek olmasının en önemli nedeni, 1995 yılında sermaye piyasaları ile ilgili yapılan düzenlemelerin (şeffaflık, açıklık, dürüstlük ilkelerinin benimsenmesi ve denetim sisteminin geliştirilmesi) ülkenin sermaye piyasaları ile ilgili dönüm noktasını oluşturmuş olmasıdır. Ancak 1997 yılında ülkede patlak veren krizle ulusal paranın değer kaybetmesi ile çoğu ihracatçının yabancı para birimi ile borçlanması dolayısıyla sermaye piyasasını da olumsuz etkilemiş yerli ve yabancı yatırımcılar arasında güven krizine neden olmuştur (Rosul, 2005: 12-13).

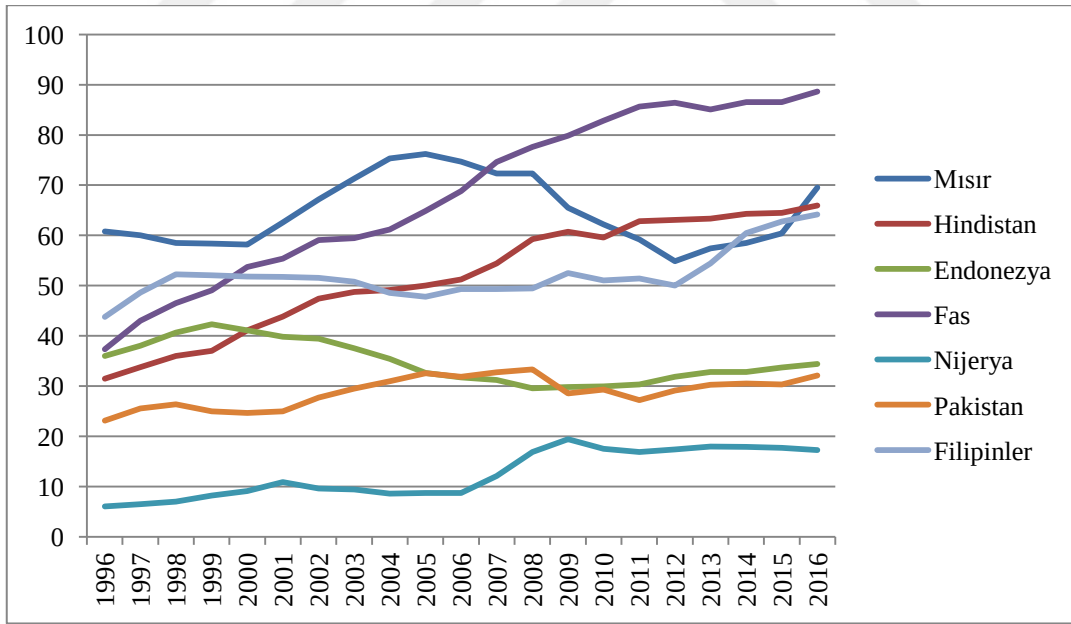
Şekil 3.6.3'de en çok dalgalı seyir izleyen Hindistan sermaye piyasasına ait borsa kapitalizasyon oranı ülke grubu arasında en yüksek orana sahip ülkelerden birisi olduğunu göstermektedir. Ülkede 1990'ların sonundan itibaren Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda kayıtlı 5.000'den fazla şirket ile hisse senedi piyasalarındaki piyasa değeri önemli ölçüde artış göstermiş ve borsa kapitalizasyon oranı önemli ölçüde artış göstermiştir. Ülkedeki piyasa kapitalizasyonu toplamda %31'i temsil eden ilk 10 şirket arasında yoğunlaşmaktadır. Finansal derinleşmenin göstergelerinden birisi olan borsa kapitalizasyon oranı son yirmi yılda Hindistan'da hareketli bir sermaye piyasasının varlığının göstergesi olarak keskin artışlar yaşamıştır. Bu artış 2008 yılında yaşanan finansal kriz ve borsa endekslerinde meydana gelen düşüslere bağlı olarak 2010 yılına kadar keskin bir azalma göstermiştir. Küresel finans piyasalarında yaklaşık iki yıl süren daha geniş bir istikrar döneminin ardından, dünya genelinde finansal piyasalar, Euro bölgesindeki artan borç krizi nedeniyle 2011 yılında tekrar düşüş göstermiştir (IMF, 2013d: 15; Sahoo, 2013:9).

Şekil 3.6.4. düşük orta gelir grubundaki ülkelerde 1996-2016 yılları arasında finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranını göstermektedir. Bu oran bankacılık sektörünün yanında ülke finansal sisteminde bulunan diğer finansal kurumları da işin içine katmaktadır. Dolayısıyla ülke finansal sisteminde bulunan tüm mevduatların oranı hakkında bilgi vermektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinde genellikle banka dışı finansal kurumlar az gelişme gösterdiğinden dolayı finansal sistem mevduatlarının çoğu bankaların tercih edildiği mevduatlardan oluşmaktadır.

Son yirmi yılda mevduat oranlarında sürekli bir artış trendinde olan ve grup ülkeleri arasında 2016 yılı itibariyle %88 oranla en yüksek paya sahip olan ülke Fas'tır. Bu süreçte büyük dalgalanmalar gösteren fakat son yıllarda mevduatların artış eğiliminde olduğu ikinci ülke ise yaklaşık %70 orana sahip olan Mısır'dır. 1996-2016 yılları arasında genellikle sürekli artış trendinde devam eden bir diğer ülke ise Hindistan ve Filipinlerdir. Endonezya, Pakistan ve Nijerya'da bu oranlar %50'nin altında bir seyir izlemektedir.

1996 yılından itibaren Hindistan'da finansal sistem mevduatları kademeli olarak artış göstermiştir. Özellikle 1990'ların ortalarından bu yana ülke finansal sisteminde gerçekleştirilen düzenlemeler ve reformların temel amacı ülkedeki temel finansal hizmetlerin kitlelere uygun bir şekilde sunulması olmuştur. Bu durum zamanla mevduatların artış göstermesine olanak sağlamış ve 2016 yılında bu oran %65'e kadar çıkmıştır.

Şekil 3.6.4. Düşük Orta Gelir Grubunda Yer Alan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Sistem Mevduatlarının GSYİH'ye Oranı



Kaynak: WorldBank, 2017.

Finansal sistemde bankaların hakim olduğu ülke olan Fas'ta yabancı sermayeli bankaların çoğunluğu finansal sektör aktiflerinin %14'ünü elinde bulundurmaktadır. Ülkedeki bankaların bilançoları çoğunlukla uzun ve kısa vadeli

kredilerden oluşmaktadır. Bankaların almış oldukları mevduatların %21'lik kısmı da yurt dışında ikamet eden Faslıların tuttıkları mevduatlardan oluşmaktadır (IMF, 2008a: 9).

Mısır finansal piyasalarında başlıca mikrofinans ürün türü olan banka kredilerine ek olarak, tasarruf, diğer mevduat ve sigorta gibi finansal hizmetler küçük çaplıdır ve resmi finansal kurumlarla sınırlı kalmaktadır. Bu bağlamda bankacılık, ülkenin finansal sisteminin ana ve en büyük kesimi olmaya devam etmektedir. Finansman tarafında ise müşteri mevduatları özellikle 2012 yılından bu yana kademe kademe artış göstermiştir. Mısır'da ticari Bankacılık sektörü mutlak anlamda büyümüş ve toplam varlıklar, krediler ve mevduatlar çift haneli oranlarda büyümeye devam etmektedir (Özden ve Haçikoğlu, 2017: 1).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL YAKINSAMANIN TEST EDİLMESİ

Neoklasik büyüme modelinin en çarpıcı özelliklerinden birisi de ülkeler arasındaki yakınsamanın varlığını ima etmesidir. Solow (1956) bu yaklaşıma önemli katkılar sağlamıştır. Solow modelinin ortaya çıkarmış olduğu yakınsama hipotezine göre, daha fakir ülkelerin kişi başına düşen gelirlerinin, zengin olanlardan daha hızlı bir oranda artma eğiliminde olduğu varsayılmaktadır. Yani aynı tercih ve teknolojilerle farklı beşeri ve fiziksel sermayeye sahip iki ülkenin varsayımı altında, zamanla bu iki ülkeden düşük gelirli ülkenin yüksek gelirli ülkeden daha hızlı büyüyerek aynı seviyeye gelmesi olarak tanımlanmaktadır. Solow' un 1956 yılında ekonomik büyümeyle ilgili çalışmalarıyla başlayan yakınsama hipotezi, ülkeler arasındaki kişi başına düşen gelir farklılıklarını azaltabilecek bir piyasa ekonomisinin otomatik güçlerinin, olup olmadığı (ya da başka deyişle farklı ekonomilerin birbirlerine yakınsayıp yakınsamayacağı) sorusunun cevabını ortaya çıkarmaktadır. Solow'un ortaya çıkarmış olduğu bu teori zamanla formüle edilmiş ve istatistiksel bir olgu olarak da incelenmeye başlanmıştır. Son dönemlerde farklı ülke veya bölgelerin kişi başına çıktılarında yakınsama olup olmadığına dair yapılan çalışmalar büyüme literatüründe büyük bir rol oynamaya başlamıştır (Apergis, vd., 2012: 1015; Gömleksiz, vd., 2017: 2).

Ampirik büyüme literatüründe, çalışmaların çoğunluğu yakınsamayı ülkeler arasında çıktı açığını daraltma eğilimi olarak adlandırmaktadır. Bu bağlamda ülkeler arası yakınsamanın istatistiksel olarak ilk tanımını yapan Bernard ve Durlauf (1995, 1996), iki ülkenin uzun vadeli tahminlerinin eşit olması durumunda yakınsamanın varlığından söz edilebileceğini ileri sürmüştür. Yani eş bütünleşme veya birim kök testlerinin ülkelerin yakınsama testleri için uygun olduğunu ortaya koymuşlardır. Finansal yakınsama için yapılan pek çok ampirik çalışmada farklı ekonometrik yöntemler uygulanabilmektedir (Apergis, vd., 2012: 1015; Durlauf, 2003: 2).

Günümüzde tartışılan en önemli konulardan birisi fakir ülkelerin ya da bölgelerin zengin olanlara yaklaşma eğiliminde olup olmadığıdır. Bazı ekonomik teoriler yakınsamayı öngörmüş olsa da ampirik kanıtlar çoğu zaman tartışma konusu

olmuştur (Barro ve Sala-i Martin, 1991: 108-109). Ampirik çalışmalar zengin olmayan ülkelerin en zengin ülkelerin gelir düzeylerine yaklaşacakları anlamında bir yakınsamanın garanti edilmediği görüşünü desteklemektedir. Bu durum basit ancak temeli oluşturan bir soruyu ön plana çıkarmaktadır. Neden bazı ülkeler zengin bazı ülkeler ise asla zengin ülke gruplarına üye olamazlar? Bu soru cevaplanması oldukça zor bir sorudur. Ancak bununla birlikte, ülkelerin tarihi meseleleri ve ekonomik refahın kökenlerinin karmaşıklığı olarak düşünülen iki genel nokta etrafında bir fikir birliği bulunmaktadır. Özetle, gelişmekte olan tüm ülkelerin, en zenginlerin gelir düzeylerine yaklaşacağına dair bir demir kanunu olmadığı gibi, bir zamanlar zengin ülke statüsüne sahip olmanın süresiz olarak sürdürüleceğine dair bir kesinlik bulunmamaktadır (Pol, 2016: 1).

Finansal yakınsamanın varlığı da gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalayıp yakalamadığına dair bir gösterge olarak düşünülebilmektedir. Çünkü finansal piyasalar için temel amaç, uluslararası bilgi akışını sağlayarak finansal gelişmeyi teşvik etmek ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki finansmanda bilgi açığını azaltmaktır. Reel ekonominin temel amacı, sermaye yatırımları için finansman sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve böylece gelişmekte olan piyasaların gelişmiş ekonomilerde ulaşılan yaşam standartlarına ulaşmasına yardımcı olmaktır. Bu bağlamda finansal gelişme açığının kapatılması ülkeler arasındaki gelir farkını azaltmaya yardımcı olmaktadır. Finansal gelişmenin bir ülkenin kısa vadeli büyüme oranının önemli bir belirleyicisi olduğu uzun vadeli yakınsama varsayımlarına dayanmaktadır. Finansal gelişme açısından yakınsama kavramına bakıldığında ekonomik büyüme literatürüne benzer şekilde gelir artışını belirlemeden ayrılan nokta finansal hizmetlere erişimin zamanla artıp artmadığı ve gelişmekte olan ülkelerdeki artışın lider ülkelerdeki gelişmeyi geride bırakıp bırakmadığıdır. Bu bağlamda, küresel ekonomiye bakıldığında finansal gelişmenin önemli belirleyicilerinden birisi olan özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı son otuz yılda iki kat artış göstermiştir. Bankacılık sektöründe yaşanan bu büyüme bazı ülkelerde daha hızlı bazı ülkelerde daha yavaş olsa da genel olarak yükselme eğilimini, göstermektedir. Bu durum finansal serbestleşmenin finansal sektördeki bilgiyi yükselen piyasa ekonomilerine yaydığının ve finansal kurumların

uzmanlaştığının bir göstergesi olarak düşünülmektedir. Ayrıca dünya genelinde piyasaya yönelik gerçekleşen bu hareketliliğin finansal hizmetlere sermaye yatırımı için olanak sağladığını da göstermektedir (Bahadır ve Valev, 2015: 2-6; Aghion, vd., 2005: 177).

1980'lerden beri dünyada benzeri görülmemiş bir finansal serbestleşme ve küreselleşme süreci yaşanmıştır. Bu dönemde önemli ölçüde gelişen finansal sektör, finansal düzenleme ve hızlı teknolojik gelişmeler tüm dünyada finansal sistemlerin dönüşümünü muhtemel hale getirmiştir. Bu olaylar, ulusal finansal sistemler arasındaki farklılıkların ve benzerliklerin incelenmesini geçmiştekinden daha önemli hale getirmiş ve finansal sistemleri karşılaştıran geniş bir literatür birikimini oluşturmuştur. Bununla birlikte geleneksel görüşe göre, finansal sistemlerin çağdaş politikayı şekillendiren belirli bir yakınsama sürecine girmesi beklenmekte ve daha tek tip bir yapıya sahip olma eğiliminde olduğu düşünülmektedir. Bu görüşün aksi yönde görüşlerde bulunmaktadır. Bu durumda iki farklı görüş ortaya çıkmaktadır. (Stolbov ve Veysov, 2011: 2). Bazı görüşler, küreselleşme, ekonomik entegrasyon ve finansal kurumsallaşmanın uyumlu hale getirilme çabaları finansal sistemlerin yakınsamasına vurgu yaparken, bazıları ise ulusal piyasaların entegrasyon ve küreselleşmeye rağmen heterojen kaldıklarını ifade etmektedir (Bruno, vd., 2011:2).

4.1. Literatür

Dünyadaki finansal sistemlerin finansal entegrasyon ile olan ilişkisinin Son yıllarda finans literatüründe sıkça yer aldığı görülmektedir. Özellikle yükselen piyasaların pazarlarında finansal ve bankacılık sistemlerinin yakınsamasına dikkat çekilmeye başlanmıştır. Finansal gelişmenin ülke ekonomisi için sağladığı katkı hakkında görüş birliği bulunsa da, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmenin gelişmiş ülkeler tarafından erişilen seviyeyi yakalayıp yakalamadığını gösteren az sayıda sistematik kanıt bulunmaktadır (Bahadır ve Valev, 2015: 2; Yaseen, 2012: 155).

Antzoulatos, vd. (2011), Phillips ve Sul tarafından geliştirilen yeni panel yakınsama metodolojisini, 1990-2005 dönemi için finansal gelişmenin göstergesi olan 13 değişken üzerinde uygulayarak, 38 tane sanayileşmiş ve gelişmekte olan

ülkede finansal sistem yakınlaşmasını test etmişlerdir. Analiz sonucunda ülkeler arasında yakınsamanın olmadığı ve finansal sistemlerindeki farklılıkların devam ettiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu farklılıkların borsa ve bankacılık sektörü için daha belirgin olduğu ifade edilmektedir.

Çizelge 4.1. Ülkeler Arasındaki Yakınsama Analizleri

Yazar (lar)	Analizin Konusu	Kapsam/Dönem	Method ve Yöntem	Bulgular
Baumol (1986)	G.Y.	16 gelişmiş ülke 1870-1979	Yatay kesit regresyon analizi (β ve σ yakınsaması)	Ülkeler arasında yakınsama olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Barro ve Sala-i Martin (1991)	G.Y.	ABD (48 eyalet) 1963-1986	Yatay kesit β yakınsaması	ABD'nin eyaletleri için yakınsama olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Carlino ve Mills (1993)	G.Y.	ABD 1929-1990	β Yakınsaması stokastik yakınsama	Analizi iki etap şeklinde yapmış ilkinde yakınsama gerçekleşmemiş, 1946'daki kırılma analize dahil edilmiş ve stokastik yakınsama belirlenmiştir.
Bernard ve Durlauf (1995)	G.Y.	15 OECD ülkesi 1900-1987	Eşbütünleşme, Granger nedensellik testi, yatay kesit analizi	Ülkeler arasında ıraksama söz konusudur.
Berber, vd. (2000)	G.Y.	Türkiye 1975-1997	Panel veri β ve σ yakınsaması	Türkiye'de bölgesel bazda yakınlaşma hipotezi reddedilmiştir.
Beugelsdijk ve Eijffinger (2005)	G.Y.	AB-15 1995-2002	Panel veri (GMM) β ve σ yakınsaması	Yapısal fonların yoksul ülkelerin zengin ülkeleri yakınsamasına olumlu etkileri olduğu sonucu bulunmuştur.
Çepni ve Köse (2007)	G.Y.	Türkiye ve AB 1996-2005	Panel veri β yakınsaması	Türkiye ile AB arasında bir yakınsamanın var olduğu bulunmuştur.
Piras ve Arbia (2007)	G.Y.	10 Avrupa ülkesi 1977-2002	Panel veri analizi	Bölgeler arasında kişi başına düşen gelir açısından bir yakınsama olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Cuaresma, vd. (2008)	G.Y.	AB-15 1960-1980	Panel veri analizi β ve σ yakınsaması	Ülkelerin entegrasyonu sonucunda neoklasik yakınsama modeline uygun olduğu sonucu bulunmuştur.
Herrmann ve Winkler (2009)	F.Y.	Yükselen Avrupa ve Yükselen Asya	Zamanlararası tahmin yöntemi	Yükselen piyasaların, gelişmiş ülkelerin finansal piyasaları ile entegre olması ve dış borçların sağlamasıyla daha da gelişebilecekleri sonucuna ulaşmışlardır.
Fung (2009)	F.Y.	Seçilmiş 57 ülke 1967-2001	Koşullu yakınsama	Orta ve yüksek gelirli ülkeler için koşullu yakınsama yalnızca ekonomik büyüme için değil finansal gelişme içinde geçerlidir. Aynı zamanda nispeten finansal gelişimi daha iyi olan düşük gelirli ülkelerin orta ve yüksek gelirli ülkeleri yakalaması muhtemeldir, ancak finansal gelişmişliği sağlayamayan fakir ülkelerin yetişmesi çok

				daha düşük bir olasılıktır.
Asteriou, vd. (2011)	G.Y.	Yunanistan 1971-1996	Zaman serileri analizi	Yunanistan'ın kuzey ve güney bölgelerinde ikiliğin olduğu görüşlerini destekleyici sonuçlar çıkmıştır, Sonuç: ıraksama.
Veysov ve Stolbov (2011)	F.Y.	102 ülke 1980-2009	Panel OLS, LSDV, FE β ve σ yakınsaması	Finansal derinliğin β yakınsaklığını orta gelir seviyesindeki ülkelerde daha hızlı bir şekilde sergilediği sonucu çıkmıştır.
Bruno, vd. (2011)	F.Y.	OECD ülkeleri 1980-2005	Panel OLS, FE, PCSE β ve σ yakınsaması	Her iki veri seti de gelişen dünyada sermaye piyasalarının gelişiminin önemini giderek arttığını ve hisse senedi ve sigorta ürünlerinin β yakınsamasının olduğunu kanıtlamıştır.
Antzoulatoz, vd. (2011)	F.Y.	38 gelişmekte olan ülke 1990-2005	Panel birim kök ve Eş-bütünleşme HAC	Bu ülkelerin finansal sistemlerinde yakınsama yoktur. ülkelere özgü faktörler finansal sisteme küresel faktörlerden daha fazla etki göstermektedir.
Apergis, vd. (2012)	F.Y.	50 ülke 1980-2003	Panel veri	Sonuçlar tüm ülkelerin finansal gelişmede tek bir denge durumuna yaklaştığı hipotezini desteklememektedir. Ancak güçlü bir kulüp yakınsama kanıtı ortaya çıkmıştır.
Yaseen (2012)	F.Y.	Körfez Ülkeleri 2002-2007	Panel veri	GCC ekonomilerinin finansal kurumlarının aracılık rollerinin kilit yönlerinin yakınsama içinde olması, yani bu konseye üye ülkelerin bankacılık sisteminde bir yakınsama olduğu sonucu elde edilmiştir.
Bonnefond (2014)	G.Y.	Çin (29 il) 1995-2009	Panel veri, koşullu yakınsama	Çin'in vilayetlerinde koşullu yakınsama doğrulanmıştır.
Dekle ve Pundit (2015)	F.Y.	23 Asya Ülkesi 2004-2011	Panel (random effect)	Daha zayıf finansal sisteme sahip Asya ülkeleri, daha güçlü finansal sisteme sahip olan beş ülkeyi yakınsamaktadır.
Bahadır ve Valev (2015)	F.Y.	45 ülke 1965-2009	GMM, fixed effect, β koşulsuz yakınsama	Finansal açıdan daha az gelişen ülkeler finansal açıdan daha çok gelişen ülkelere yetişmektedir. Yakınsama mevcuttur.
Nitoi ve Pochea (2016)	F.Y.	Avrupa Birliği üyesi olan Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (CEE) 2007-2014	Doğrusal olmayan zaman değiştirme faktör metodu	Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin finansal sisteminde menkul kıymetler borsası, uzun vadeli devlet tahvilleri ve bankacılık sektöründeki yakınsamasının kapsamlı bir resmi sunulmuştur. Fakat bu ülkelerin finansal piyasalarındaki yakınsama homojen değildir. Dahası küresel mali kriz ve kamu borç krizleri sonrasında bu piyasalar arasındaki farklılıklar artma

				eğilimi göstermiştir.
Ceylan ve Abiyev (2016)	G.Y.	AB-15 1950-2015	Doğrusal olmayan asimetrik birim kök testleri ve yapısal kopma Lagrange çarpanı birim kök testi	Beş ülke (Avusturya, Belçika, Finlandiya, Almanya, İngiltere) AB-15 ortalamasına yakınsamaktadır. Ancak Lagrange çarpanıyla yapılan birim kök testinde bu sayı artmaktadır. Yakınsayan ülke sayısı on bire çıkmaktadır. Almanya grup ortalamasına ulaşmış tek ülkedir.
Gömlüksiz, vd. (2017)	G.Y.	Türkiye (NUTS2 Bölgeleri)	Panel veri	Bölgesel düzeyde yakınsama hipotezi geçerlidir.
Özcan (2017)	F.Y.	Geçiş Ekonomileri 1995-2013	Panel birim kök	Yakınsama hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Not: Çizelgede yer alan F.Y. finansal yakınsamayı, G.Y. ise gelir yakınsamasını ifade etmektedir.

Fung (2009), finansal yakınsamayı reel ve finansal sektör arasındaki etkileşimi geleneksel yakınsama testlerine dahil ederek analiz etmiştir. 1967-2001 dönemi için özel sektöre verilen krediler, M2-M1 ile kişi başına düşen reel gelir verileri kullanılan çalışmada, 57 ülke (13 sanayileşmiş ülke, Afrika'da gelişmekte olan 20 ülke, Asya'da gelişmekte olan 11 ülke ve Latin Amerika dahil 13 Batı yarım küre ülkesi) örnekleme dahil edilmiştir. Çalışmada gelirdeki ve finansal aracılıktaki yakınsama, mutlak ve koşullu yakınsama testleri ile analiz edilmiştir. Sonuçlar orta ve yüksek gelirli ülkeler için hem reel hem de finansal olarak koşullu yakınsama olduğuna dair güçlü kanıtlar göstermiştir. Aynı zamanda nispeten finansal gelişimi daha iyi olan düşük gelirli ülkelerin, orta ve yüksek gelirli ülkeleri yakalamasının muhtemel olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişmişliği sağlayamayan fakir ülkelerin ise, yetişmesinin çok daha düşük bir olasılık olduğu ortaya koyulmuştur.

Bruno, vd. (2011), finansal yakınsamayı finansal varlıkların çeşitliliği (mevduatlar, borçlanma senetleri, hisse senetleri ve sigorta ürünleri) açısından incelemişlerdir. OECD ülkeleri için 1980-2005 dönemini kapsayan analizde ele alınan veri setlerinin güçlü β yakınsamasına sahip olduğu sonucuna ulaşılmış ve gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının artan önemi teyit edilmiştir.

Veysov ve Stolbov (2011), 1980-2009 dönemi için 102 iki ülkeden oluşan örneklem ile β ve σ yakınsamasının varlığını araştırmışlardır. Çalışmada, finansal derinliğin göstergelerinden oluşan geniş bir veri (bankacılık, borsa, sigorta

hizmetleri, vb.) seti kullanılmıştır. Analiz için kullanılan 102 ülke gelir düzeyleri açısından düşük, düşük orta, üst orta ve yüksek gelirli ülkeler şeklinde dört gruba ayrılmıştır. Analiz sonucunda 102 ülkenin birlikte veya gruplar şeklinde σ yakınsaması göstermediği ve bu ülkelerin finansal gelişme açısından daha heterojen hale geldiği ancak aynı ülkeler için β yakınsamasının söz konusu olduğu bir sonuç ortaya çıkmıştır. Yine de yakınsama hızı gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalayabilecekleri hızda değildir. En yüksek yakınsama hızına sahip olan ülkeler orta gelirli ülkeler olarak görülmektedir.

Apergis, vd. (2012), çalışmalarında 50 ülkeden oluşan bir veri seti için finansal gelişmenin yakınsama derecesini analiz etmişlerdir. Aynı zamanda bu ülkeleri alt gruplara ayırarak kulüp yakınsamasının varlığını da araştırmışlardır. Kulüp yakınsaması, yapısal özellikler bakımından özdeş olan ülkelerin kişi başına gelirlerinin başlangıç koşullarında benzer olması şartıyla uzun vadede birbirine yakınsaması olarak ifade edilmektedir. 1980-2003 dönemi için finansal gelişme göstergelerinden oluşan merkez bankası varlıkları, mevduat bankası varlıkları, banka mevduatları, finansal sistem mevduatları ve özel sektöre verilen banka kredileri gibi 10 farklı değişkenin kullanıldığı analizde, kulüp yakınsaması için kişi başına düşen reel gelir ve sermaye yatırımlarının milli gelire oranları kullanılmıştır. Analiz sonucunda kişi başına düşen reel gelirin yakınsamasını destekleyen kanıtlar bulunamamıştır. Bununla birlikte kulüp yakınsamasında güçlü kanıtlar elde edilmiştir.

Yaseen (2012), Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (GCC)'ne üye ülkelerin bankacılık sisteminde bir yakınsamanın var olup olmadığını panel veri analizi ile test etmiştir. Genel olarak sonuçlar, GCC'ye üye ekonomilerin finansal aracılık rollerinin belirli yönlerde birleştiğini göstermektedir. Kanıtlar, bölgedeki bankacılık sistemlerinin yakınlaştığını destekler nitelikte ortaya çıkmıştır.

Bahadır ve Valev (2015), banka kredilerinin zaman içinde ülkeler arasında yakınsama eğiliminde olup olmadığını analiz etmişlerdir. Yani finansal yönden daha az gelişmiş ülkelerin, kredi kullanılabilirliği açısından finansal olarak daha gelişmiş ülkeleri yakalayıp yakalamadıkları tahmin edilmiştir. 1965-2009 yılları arasında beşer yıllık dönemler şeklinde yapılan analizde, net faiz marjı, kredi kartı kullanım

oranı, finansal sistem kredileri gibi değişkenler de dahil edilmiştir. Ülkeler banka kredileri/GSYİH oranlarına göre düşük, orta ve yüksek olarak her birinde 15 ülke olacak şekilde gruplandırılmıştır. Panel GMM yöntemiyle yapılan analiz sonucunda, finansal açıdan daha az gelişmiş ancak kredi genişlemesi hızlanan ülkelerin finansal açıdan daha çok gelişen ülkeleri yakınsadığı ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte kurumlardaki kalıcı farklılıklara rağmen, ülkeler arasındaki finansal gelişme düzeylerinin zaman içinde daha benzer hale geldiği gözlemlenmiştir. .

Dekle ve Pundit (2015), gelişmekte olan Asya ekonomilerinin finansal yapısının gelişmiş Asya ekonomilerini yakınsayıp yakınsamadığını analiz etmişlerdir. Araştırmada finansal gelişme göstergeleri verileri kullanılarak finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Bu hesaplama için bireylerin ve firmaların finansal hizmetlere erişimi, finansal kurumların ve pazarların finansal piyasadaki etkinliği ile finansal kurumların ve pazarların derinliğini gösteren 2004-2011 dönemini kapsayan veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda Daha zayıf finansal sisteme sahip Asya ülkelerini, daha güçlü finansal sisteme sahip olan beş ülkeyi yakınsadığı ortaya çıkmıştır.

Özcan (2017) geçiş ekonomilerinin finansal yapısının Avrupa Birliğine üye ülkelere yakınsayıp yakınsamadığını analiz etmiştir. Analizde 1990-2013 dönemlerini kapsayan 3 tane değişken (geniş tanımlı para arzı, bankalar ve diğer finansal kurumlardan kullanılan özel sektör kredilerinin milli gelire oranı ile finansal sistem mevduatlarının milli gelire oranı) kullanılmıştır. Yapılan birim kök testi sonucunda geçiş ekonomilerinin finansal sistemlerinin Avrupa Birliği ülkelerine yakınsadığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.2. Örneklem Konusu Ülkeler ve Veri Seti

Çalışmada kullanılan örneklem grubu seçilmiş yükselen piyasa ekonomilerini kapsamaktadır. IMF (Uluslararası Para Fonu) tarafından çeşitli özellikleri göz önünde bulundurulmuş ve yükselen piyasa olarak sınıflandırılan 29 ülkeden verisi olan 22 tane ülke seçilmiştir (IMF, 2014a: 64). Analize konu olan ülkelerin seçiminde veri ulaşılabilirliği etkili olmuştur. Ayrıca ülkeler analizin etkinliği açısından Dünya Bankası'nın gelir grubu sınıflandırmasına göre, düşük orta gelirli, üst orta gelirli ve

yüksek gelirli ülkeler olarak üç gruba ayrılmış ve bu ülkeler arasından petrol ihraç eden ülkeler ile dördüncü grup oluşturulmuştur. Ülke grupları çizelge 4.2.'de gösterilmektedir.

Çizelge 4.2. Örneklem Grubunu Oluşturan Ülkeler

Düşük Orta Gelir Grubu	Üst Orta Gelir Grubu	Yüksek Gelir Grubu	Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu
Endonezya	Brezilya	Arjantin	Endonezya
Fas	Çin	Suudi Arabistan	Meksika
Filipinler	G:Afrika	Macaristan	Nijerya
Hindistan	Kolombiya	Polonya	Suudi Arabistan
Nijerya	Malezya	Şili	
Mısır	Meksika		
Pakistan	Peru		
	Tayland		
	Türkiye		
	Ürdün		

Çalışmada yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerini yakınsayıp yakınsamadığına dair uygulanacak ekonometrik yöntem için 5 gelişmiş ülke belirlenmiştir. Belirlenen bu ülke grubu IMF'in her yıl hesapladığı finansal gelişme endeksi dahilinde yapmış olduğu ülke sıralamasında ilk 10 ülke arasında yer alan ülkelerden veri ulaşılabilirliği açısından ülkelerden oluşmaktadır. Referans ülke olarak bu 5 gelişmiş ülkenin belirlenmesindeki temel etken, finansal piyasalarında yaşanan gelişmelerdir. Referans ülke grubunu oluşturan gelişmiş ülkeler grubu çizelge 4.3'de gösterilmektedir.

Çizelge 4.3. Referans Ülke Grubunu Oluşturan Gelişmiş Ülkeler

1. ABD	2. Avustralya	3. İsviçre	4. Japonya	5. Norveç
--------	---------------	------------	------------	-----------

Finansal gelişme endeksi, ülkelerin kurumların ve finansal piyasaların derinlik, erişim ve verimliliğine ilişkin göreceli bir sıralama olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla finansal gelişme, çok boyutlu (bankacılık, sigortacılık, para ve sermaye piyasaları) bir süreci yansıtmaktadır. Finansal gelişme göstergeleri daha çok üç şekilde incelenmektedir. Birincisi, bireylerin ve firmaların finansal hizmetlere erişimi ikincisi, finansal kurumların finansal aracılıktaki etkinliği üçüncüsü ise, finansal kurumların ve piyasaların derinliğidir. Çalışmada bu üç ölçüt

değerlendirilmeye alınarak bir finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinin finansal sistemlerinde bankacılık sektörünün ön planda olduğu gerekçesiyle hesaplanan endekse bankacılık sektörü ağırlıklı olmak üzere sermaye piyasalarına ilişkin göstergeler de dahil edilmiştir. Bu çalışmada bireysel olarak hesaplanan finansal gelişme endeksinin IMF'in her yıl hesaplamış olduğu endeksten farkı, yalnızca parasal genişliği, bankacılık sektörünü ve sermaye piyasalarını içeren bir endeks olmasıdır. Literatürde IMF'den farklı olarak farklı veri ve yöntemlerle hesaplanan finansal gelişme endeksleri bulunmaktadır (bkz, Dekle ve Pundit, 2015; Dorucci, vd., 2009; Creane, vd., 2007). Özetle bu çalışmada, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal yapılarındaki ağırlıklı piyasaların gelişim sürecini gösteren değişkenler kullanılmıştır. Orjinal bir metodoloji ve veri tabanı temelinde literatürdeki endekslerden ayrı olarak, gelişmiş ekonomileri ölçüt kullanarak 22 yükselen piyasa ekonomisi örneklemini için finansal gelişmenin yakınsayıp yakınsamadığını değerlendirebilmek amacıyla temel bileşenler analizi ile finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır.

Analizde hesaplanan finansal gelişme endeksi için toplam 10 değişken kullanılmıştır. Endeks hesaplamasında kullanılan bu veriler uluslararası resmi veri kaynaklarından elde edilmiştir. Finansal gelişme göstergelerine ait veriler için Dünya Bankası tarafından hazırlanan ve belirli aralıklarla yayınlanan "Financial Development and Structure Dataset 2018" veri tabanından yararlanılmıştır.

Çizelge 4.4. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımı

No	Değişken	Değişkenlerin Tanımı	Kaynak
1	M2/GSYİH	Geniş Tanımlı Para Arzının Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
2	PRCDGDP	Özel Sektör Kredilerinin Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
3	PRCDBOGDP	Diğer Banka ve Finansal Kurumlar Tarafından Kullanılan Özel Sektör Kredilerinin Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
4	BDGDP	Banka Mevduatlarının Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
5	FDGDP	Finansal Sistem Mevduatlarının Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
6	DBAGDP	Mevduat Bankalarının Varlıklarının Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
7	NETİNTMARGİN	Net Faiz Marjı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
8	STTURNOVER	Borsa Devir Hızı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
9	STMKTCAP	Borsa Kapitalizasyonunun Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)
10	STVALTRADED	Borsanın Toplam Hacminin Milli Gelire Oranı	Worldbank "Financial Development and Structure Dataset 2018" Beck, vd. (2018)

Yakınsama analizi için elde edilen finansal gelişme endeksinin oluşturulmasında çizelge 4.4.'de gösterilen 10 adet finansal gelişme göstergesi kullanılmıştır. Bu göstergelerle ilgili bilgiler aşağıdaki gibidir;

1.M2/GSYİH: geniş tanımlı para arzının milli gelire oranını göstermektedir. Finansal gelişmenin en önemli göstergelerinden birisidir ve parasal genişliği ifade etmektedir. Finansal gelişmenin miktar açısından ölçülmesine yardımcı olan M2, yabancı ülke paraları cinsinden açılan mevduat hesaplarını da göstermektedir. Bu oran bankacılık sektörü aracılığı ile ulusal ve uluslararası para cinsinden yapılan finansal faaliyetleri göstermektedir. Finansal gelişme ile ilgili yapılan ampirik çalışmaların çoğunda bu değişken kullanılmaktadır (Binicioğulları, 2014: 183; Özcan, 2017:198; Ağır, 2010; 151; Dekle ve Pundit, 2015:).

2.Özel Sektör Kredilerinin Milli Gelire Oranı: finansal aracılık işlemlerini gerçekleştiren bankaların ana faaliyet ölçütlerinden birisidir. Veysov ve Stolbov

(2011), Apergis, vd. (2012), Fung (2009) ve Bahadır ve Valev (2015)'in de analizlerinde kullanılmış olan bu değişken, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde önemli bir role sahiptir. Özel sektör kredilerinin milli gelire oranı, mevduat bankalarının özel sektöre kullandırmış olduğu kredilerin GSYİH'ye bölünmesi ile elde edilmiştir. Finans ve büyüme literatürünün standart bir göstergesidir. Elde edilen bu değişkende kamu ve kamu işletmelerine verilen krediler dahil değildir (Beck, vd., 1999: 7).

3. Diğer Banka ve Finansal Kurumlar Tarafından Kullandırılan Özel Sektör Kredilerinin Milli Gelire Oranı: hem bankacılık hem de banka dışında faaliyet gösteren finansal kurumların faaliyetlerini ölçmeye yardımcı olmaktadır. Bu değişken, hem mevduat bankalarının hem de diğer finansal kuruluşlarının kullandırmış olduğu özel sektör kredilerinin GSYİH'ye bölünmesi ile elde edilmiştir (Veysov ve Stolbov, 2011: 8; Bahadır ve valev, 2012: 63). Elde edilen bu değişkende kamu ve kamu işletmelerine verilen krediler dahil değildir.

4. Banka Mevduatlarının Milli Gelire Oranı: bankalardaki tüm vadeli ve vadesiz mevduatlarının milli gelire oranıdır. (Beck, vd., 1999: 5-17; Bruno ve Bonis, 2012). Bu değişken, borç verme faaliyetleri için bankalara sunulan mevduat kaynaklarının bir göstergesidir.

5. Finansal Sistem Mevduatlarının Milli Gelire Oranı: banka ve banka dışı finansal kurumlarda tüm vadeli ve vadesiz mevduatların milli gelire oranı olarak tanımlanmaktadır. Bu oran ülkelerin gelir düzeyine göre yükselmektedir (Beck, vd., 2009: 4).

6. Mevduat Bankalarının Varlıklarının Milli Gelire Oranı: gerçekleştirilen finansal hizmetlerin ekonomideki önemini gösteren finansal gelişme ölçütlerinden birisidir. Apergis, vd. (2012) ve Veysov ve Stolbov, (2011)'inde analizlerine dahil etmiş oldukları bu değişken, mevduat bankalarına ait varlıkların yoğunluğunu ölçmektedir. Bu da bankaların finansal aracılıktaki rolünü ortaya koymaktadır.

7. Net Faiz Marjı: bankaların veya diğer finansal kurumların toplam varlıklarının bir kısmını oluşturan faiz gelirleridir. Finansal sistemin temel görevi finansal aracı kuruluşlar aracılığı ile atıl fonları yatırımcılara yönlendirmektir.

Sistemde bu işlevi yerine getiren temel araçlar bankalardır. Bankacılık faaliyetlerinin verimliliğini gösteren ve finansal gelişme ölçütü olarak Dekle ve Pundit (2015) ve Bahadır ve Valev (2015)'inde kullanmış olduğu temel değişkenlerden birisi de Net Faiz Marjı'dır.

8.Borsa Devir Hızı: borsaların etkinliğini göstermekte ve borsaların büyüklüğüne göre faaliyetini ve likitidesini ölçmektedir. Borsa devir hızı borsalardaki işlem hacminin piyasa değerine oranı ile hesaplanmaktadır. Küçük ama aktif bir borsa yüksek devir hızına sahip olabilirken, büyük, daha az likit borsa daha düşük devir hızına sahip olabilmektedir (Dekle ve Pundit, 2015: 2; Beck, vd., 2009: 11).

9.Borsa Kapitalizasyonunun Milli Gelire Oranı: ülkedeki borsanın boyutunu gösteren bir değişkendir. Borsa kapitalizasyonu, borsada işlem gören hisse senetlerinin değeri olarak ifade edilmektedir. Bu değerlerin toplamının GSYİH'ye bölünmesi ile analizde kullanılan veri elde edilmiştir (Dekle ve Pundit, 2015; Veysov ve Stolbov, 2011).

10.Borsanın Toplam Hacminin Milli Gelire Oranı: borsaların faaliyetlerini ve likitidesinin değerlendirilmesine olanak sağlayan sermaye piyasası göstergelerinden birisidir. Bu değişken, borsa toplam hacminin (borsada işlem gören hisselerin) GSYİH'ya bölünmesiyle elde edilmiştir (Beck, vd, 2009: 10-11).

Analizde kullanılan finansal gelişme endeksinin hesaplanması için, yukarıda ifade edilen ve her biri finansal gelişmenin belirleyicisi olarak gösterilen 10 tane değişken kullanılmıştır. Bu şekilde finansal gelişmenin ülkeler açısından daha kapsamlı olarak değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Finansal gelişme endeksi hesaplamasının ardından değişkenler üzerinde aşağıdaki işlemler gerçekleştirilmiştir;

- Finansal gelişme ölçütleri kullanılarak her iki örneklem grubu için de finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır.
- Finansal gelişme endeksinin hesaplanmasının ardından yükselen piyasa ekonomileri ve referans ülke grupları arasında hesaplanmış olan endekslerin farkları alınmış ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) ve tek bir değişken elde edilmiştir (Özcan, 2017: 198). Bu değişken elde edilmeden önce finansal gelişme endeksleri arasındaki farkın

kolay hesaplanabilmesi için referans ülke grubuna ait finansal gelişme endeksi için bazı hesaplamalar yapılmıştır. Bu hesaplamalar aşağıdaki gibidir;

Öncelikle, referans ülke grubunun finansal gelişme endeksi verilerinden tek bir seri elde edebilmek amacıyla, IMF tarafından her yıl yayınlanan finansal gelişme endeksi verileri 1996-2016 dönemi için kullanılmış ve bu ülkelerin finansal gelişme endeks değerleri yüzdesel olarak oranlanmıştır. Her bir ülke için hesaplanan yüzdelik oranlar çalışmada hesaplanan finansal gelişme endeksi ile çarpılarak bir ortalama oluşturulmuştur.

- Yapılan hesaplamaların ardından yükselen piyasa ekonomileri ve referans ülke grubunun finansal gelişme endeksleri arasında fark alma işlemi yapılmıştır.

4.3. Metodoloji

Çalışmanın temel amacı, yükselen piyasa ekonomilerinde gerçekleşen finansal gelişmenin, gelişmiş ülkelere yakınsayıp yakınsamadığını test etmektir. Bu bağlamda söz konusu analizler ülkelerin finansal sistemlerinin yakınsayıp yakınsamadığı hakkında kapsamlı bir değerlendirmenin yapılmasına olanak sağlamaktadır. Genel olarak ülkelerin finansal yapılarıyla ilgili yapılan değerlendirmelerin daha açıklayıcı olması amacıyla, finansal gelişmenin belirleyici ölçütlerinin pek çoğu analize dahil edilmeye çalışılmıştır. Dolayısıyla, her iki ülke grubu içinde seçilen değişkenler finansal gelişme ölçütlerinin belirleyicisi konumundadır. Çalışmada ekonometrik analize geçmeden önce çalışmanın daha kapsamlı olması ve araştırmanın daha anlamlı sonuçlar verebilmesi amacıyla kullanılan değişkenler için bir finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır.

Finansal gelişme endeksinin hesaplanabilmesi için finansal gelişme ölçütlerinden özellikle bankacılık ve sermaye piyasaları ile ilgili olan 10 tane değişken hesaplamalara dahil edilmiştir. Kullanılan bu değişkenler hem yükselen piyasa ekonomileri hem de seçilmiş 5 gelişmiş ülke için temel bileşenler analizi ile bir endeks haline dönüştürülmüştür. Çalışmanın bu kısmında, değişkenlere ilişkin serilerin ve bu değişkenlerin kullanılmasıyla elde edilen finansal gelişme endeksinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Öncelikle finansal gelişme endeksinin hesaplanmasında kullanılan temel bileşenler analizi ile ilgili bilgi verilmiş sonrasında

ise finansal gelişme endeksinin hesaplanmasında kullanılan istatistiki sonuçlar gösterilmiştir.

4.3.1. Finansal Gelişme Endeksinin Oluşturulması

Finansal gelişmişlik düzeyinin belirlenmesinde pek çok göstergeden yararlanılmaktadır. Bu bağlamda, finansal gelişmenin belirlenmesi için kullanılan değişkenler açısından net bir fikir birliği bulunmamaktadır. Finansal sistem çok geniş bir çalışma alanını kapsadığından dolayı pek çok çalışmada finansal gelişmenin ölçütleri farklı yöntemlerle ve verilerle elde edilebilmektedir. Kullanılan yöntemler seçilen ülke grupları açısından bile farklılık gösterebilmektedir. Dolayısıyla finansal gelişmenin daha kapsamlı bir şekilde ifade edilebilmesi için pek çok değişkene ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda finansal gelişmişlik düzeyinin ölçülebilmesi için finansal piyasalarda miktar ve çeşitlilik açısından değerlendirilen göstergelerin çoğunun dahil edilmesiyle hesaplanan endeksler kullanılmaktadır. Endekslerin bankacılık, miktar göstergeleri ve sermaye piyasasına ilişkin verileri dahil edecek şekilde daha geniş bir değişken sepeti ile belirlenmesi finansal gelişmeyle ilgili bilginin en yüksek düzeye çıkmasına olanak sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, göstergelerin finansal piyasaların her alanından endekslere dâhil edilmesi finansal piyasaların farklı işlevlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Kar, vd.,2008: 30; Felek, vd., 2017: 67).

Pearson (1901) tarafından kullanılan ve Hotelling (1933) tarafından geliştirilen temel bileşenler analizi, çok değişkenli analiz tekniklerinin en eski ve en sık kullanılan yöntemlerinden biridir. Çok sayıda bağımsız değişkenin sistematik olarak daha küçük ve kavramsal olarak daha tutarlı değişkenler kümesine indirgenmesi olarak tanımlanan temel bileşenler aslında, orijinal değişkenlerin doğrusal bir bileşimi olarak da ifade edilmektedir (Dunteman, 1989: 5). Temel bileşenler analizinin ana fikri, birbirleriyle ilişkili çok sayıda değişkenin olduğu veri setinin varyasyonunu koruyarak boyutunu azaltmaktır. Bu azalma değişkenlerin yeni bir gruba dönüştürülerek elde edilmesidir. Aynı zamanda kullanılan değişkenlerin birbirinden bağımsız olması, değişkenlerin bağımlılık yapısını da ortadan kaldırmaktadır. Pek çok analizde uygulanan bu tekniğin çok farklı uygulama biçimleri bulunmaktadır (Jolliffe, 1986-1-2; Dunteman, 1989: 5).

Temel bileşenler analizinde amaç, gözlemlenen verilerin varyansını orijinal verilerin bir kaç kombinasyonu ile açıklamaktır. Yani temelde birbiri ile korelasyon ilişkisi içinde bulunan çok sayıda değişken kullanılarak büyük bir veri seti sunma imkanı sağlamaktadır (OECD, 2008: 63). Temel bileşenler analizinde en önemli nokta değişkenlerin doğru olarak belirlenmesidir. Bu bağlamda çok sayıda değişkenin dahil edilmesi endeks hesaplamalarında büyük önem taşımaktadır. Genellikle kullanılan pek çok değişken arasındaki bağımlılığın yok edilmesi veya boyut indirgeme amacıyla kullanılan temel bileşenler analizi tek başına kullanılabilen bir analiz olduğu gibi başka analizler için veri hazırlama aracı olarak da kullanılmaktadır (Ersungur, vd., 2007: 58) .

Temel bileşenler analizinin istatistiksel özellikleri aşağıdaki gibidir (Johnson ve Wichern, 2002: 427; Gökçe, 2014: 61; Jolliffe, 1986: 63; Ersungur, vd., 2007: 58):

- Analizde n tane örnekleme ilişkin p tane değişken incelenmekte ve bu değişkenler m tane değişkene dönüştürülebilmektedir ($m \leq p$).
- Burada p kadar değişkenin yerini alan m değişkeni toplam varyansın büyük bir kısmını açıklayabilmektedir.
- Yani $X_1 X_2 \dots \dots X_p$ gibi p kadar değişken (1)'nolu denklemde gösterilen tüm bu değişkenleri temsil edebilecek bir değişkene dönüştürülmektedir.

$$PC_1 = (a_1)^t Z = a_{11} Z_1 + a_{21} Z_2 \dots + a_{p1} Z_p$$

$$PC_2 = (a_2)^t Z = a_{12} Z_1 + a_{22} Z_2 \dots + a_{p2} Z_p$$

.

.

.

$$PC_p = (a_p)^t Z = a_{1p} Z_1 + a_{2p} Z_2 \dots + a_{pp} Z_p$$

(1)'nolu denklemde PC_1 , PC_2 ve PC_p temel bileşenleri göstermektedir. Denklemdeki a_{pp} ise her bir temel bileşenin hangi değişken ile hangi oranda ilişkilendirildiğini göstermektedir. Birinci temel bileşen PC_1 diğer bileşenlerden bağımsızdır ve analizdeki varyansı açıklama gücü en yüksek olan bileşendir. İkinci

temel bileşen PC_2 yine diğer bileşenlerden bağımsızdır ve toplam varyansı birinci temel bileşenden sonra en fazla açıklayan bileşendir. Dolayısı ile her bir bileşen birbirinden bağımsızdır ve bu bileşenlerin varyansları her birine karşılık gelen korelasyon matrisinin öz değerine eşittir. Yani her bir temel bileşenin toplam varyansı açıklama oranı öz değerlerden (eigenvalue) bulunmaktadır.

Çalışmada finansal gelişmenin farklı boyutlarının bir araya getirilerek tek bir finansal gelişme ölçütünün oluşturulması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda örneklem grubu ülkeler için 1996-2016 dönemini kapsayan bankacılık, sermaye piyasaları ve çeşitli miktar göstergeleri dahil edilerek 10 tane finansal gelişme ölçütü kullanılmış ve temel bileşenler analizi yöntemiyle finansal gelişme endeksi elde edilmiştir. Genellikle finansal gelişme endekslerinin hesaplanmasında en sık kullanılan yöntem temel bileşenler analizidir (Bkz. Kar, vd., 2008; Beck ve Patrick, 2008; Yalçınkaya, 2017; Dekle ve Pundit, 2015). Temel bileşenler analizinde veriler orijinal değerleriyle veya standardize edilmiş şekliyle kullanılabilir. Bu yöntem verinin ölçüm birimine duyarlı olduğundan dolayı değişkenler farklı birimlerle ölçülmüşse standardize edilmiş değişkenlerin kullanılması sonuçlar açısından daha sağlıklı bulunmaktadır (Kar, vd., 2008: 31). Bu nedenle finansal gelişme endeksi hesaplanırken veriler standardize edilerek analize dahil edilmiştir.

Yükselen piyasa ekonomileri için temel bileşenler analizi sonucunda oluşturulan ve FGE olarak isimlendirilen finansal gelişme endeksine ait bileşenler, endekse etkisi ve özvektör istatistikleri Çizelge 4.5.'de gösterilmektedir.

**Çizelge 4.5. Finansal Gelişme Endeksine Ait Özvektör İstatistikleri
(Yükselen Piyasa Ekonomileri)**

Faktörler	Değişkenler	Endekse etkisi	Oranlar	
			Açıklama Gücü	Özvektörler
Bankacılık Sistemi	M2/GSYİH	Pozitif	0.4596	0.34
	Özel Sektör Kredileri/GSYİH	Pozitif	0.1766	0.41
	Diğer Banka ve Finansal Kurumlar Tarafından Verilen Özel Sektör Kkredileri /GSYİH	Pozitif	0.0943	0.38
	Banka Mevduatları/GSYİH	Pozitif	0.0876	0.40
	Finansal Sistem Mevduatları/GSYİH	Pozitif	0.0706	0.40
	Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH	Pozitif	0.0526	0.43
	Net Faiz Marjı	Negatif	0.0394	-0.18
Sermaye Piyasaları	Borsa Devir Hızı	Pozitif	0.0173	0.07
	Borsa Kapitalizasyonu/GSYİH	Pozitif	0.002	0.14
	Borsa Toplam Hacmi/GSYİH	Pozitif	0.0001	0.16

Not: Çizelgede yer alan endekse etkisi sütununda, değişkenlerin oranlarının yükselmesi (pozitif) veya düşmesi (negatif) sonucu hesaplanan endeksi etkileme yönü gösterilmektedir.

Temel bileşenler analizi sonuçlarına göre Dünya Bankası veri setinden alınan 10 göstergeden elde edilen finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Kullanılan 10 bileşenden 8 tanesi finansal gelişme endeksini açıklama gücüne sahiptir. Bu bağlamda, finansal gelişme ölçütleri için çok sık kullanılan M2/GSYİH değişkeni finansal gelişme endeksindeki değişimin %45'ini, Özel Sektör Kredileri/GSYİH değişkeni %17'sini, Banka Mevduatları/GSYİH değişkeni %8'ini ve borsa devir hızı %1'ini açıklamaktadır. Ayrıca net faiz marjı da finansal gelişme endeksinde negatif bir etkiye sahiptir. Özvektör istatistikleri ise, finansal gelişme endeksinin hesaplanmasında her bir göstergenin alacağı katsayıyı göstermektedir.

Yükselen piyasa ekonomileri için hesaplanmış olan finansal gelişme endeksi referans ülke grubu (5 ülke) içinde 1996-2016 dönemi kapsamında aynı değişkenler kullanılarak hesaplanmıştır. Çizelge 4.6. referans ülke grubu için hesaplanan finansal gelişme endeksinin hesaplanması için kullanılan değişkenler ve özvektör istatistiklerini göstermektedir.

**Çizelge 4.6. Finansal Gelişme Endeksine Ait Özvektör İstatistikleri
(Referans Ülke)**

Faktörler	Değişkenler	Endekse etkisi	Oranlar	
			Açıklama Gücü	Özvektörler
Bankacılık Sistemi	M2/GSYİH	Pozitif	0.5289	0.36
	Özel Sektör Kredileri/GSYİH	Pozitif	0.212	0.41
	Diğer Banka ve Finansal Kurumlar Tarafından Verilen Özel Sektör Kredileri /GSYİH	Pozitif	0.1138	0.41
	Banka Mevduatları/GSYİH	Pozitif	0.093	0.40
	Finansal Sistem Mevduatları/GSYİH	Pozitif	0.0339	0.40
	Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH	Pozitif	0.0069	0.40
	Net Faiz Marjı	Negatif	0.0053	-0.10
Sermaye Piyasaları	Borsa Devir Hızı	Negatif	0.0043	-0.11
	Borsa Kapitalizasyonu/GSYİH	Pozitif	0.0018	0.19
	Borsa Toplam Hacmi/GSYİH	Pozitif	0	0.01

Not: Çizelgede yer alan endekse etkisi sütununda, değişkenlerin oranlarının yükselmesi (pozitif) veya düşmesi (negatif) sonucu hesaplanan endeksi etkileme yönü gösterilmektedir.

Temel bileşenler analizi sonuçlarına göre Dünya Bankası veri setinden alınan 10 göstergeden elde edilen finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Kullanılan 10 bileşenden 9 tanesi finansal gelişme endeksini açıklama gücüne sahiptir. Bu bağlamda, finansal gelişme ölçütleri için çok sık kullanılan M2/GSYİH değişkeni finansal gelişme endeksindeki değişimin %52'sini, Özel Sektör Kredileri/GSYİH değişkeni %21'ini, Banka Mevduatları/GSYİH değişkeni %9'unu ve borsa devir hızı %4'ünü açıklamaktadır. Ayrıca net faiz marjı ve borsa devir hızı finansal gelişme endeksinde negatif bir etkiye sahiptir. Özvektör istatistikleri ise, finansal gelişme endeksinin hesaplanmasında her bir göstergenin alacağı katsayıyı göstermektedir.

4.4. Ekonometrik Yöntem

Ekonometrik yöntemlerin gelişmesi ile birlikte yakınsama hipotezinin analizi için farklı uygulamalar yapılmaktadır. Temelinde gelir yakınsamasını yansıtan bu hipotezde kişi başına düşen gelir farkları arasındaki şokların kalıcı olup olmadığı değerlendirilmektedir. Yakınsamanın stokastik tanımı olarak ifade edilen bu uygulamada gelir farkları arasında durağan bir sürecin gerekliliği savunulmaktadır (Carlino ve Mills, 1993: 336-337; Savacı ve Karşıyakalı, 2016: 224). Bunun için de

gelir farkına birim kök testleri yapılmakta ve durağan olduğuna dair sonuçlar beklenmektedir.

Çalışmada yükselen piyasa ekonomilerinin finansal gelişiminin referans alınan gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemine yakınsayıp yakınsamadığı ekonometrik modeller aracılığı ile incelenmektedir. Dolayısıyla bu uygulama için gelir yakınsamasını örnek alan bir model oluşturulmuştur. Önceki kısımda da belirtildiği gibi ekonometrik uygulamaya geçilmeden önce her iki örneklem grubu içinde 1996-2016 dönemi finansal gelişme endeksi hesaplanmış ve fark alma işlemi yapılmıştır. Ardından elde edilen seriler logaritmik formda düzenlenerek yapılan analize dahil edilmiş ve ikinci nesil birim kök testlerinden yararlanılmıştır.

Araştırmanın temel modeli aşağıdaki gibidir (Veysov ve Stolboy, 2011; Özcan, 2017):

- $\frac{1}{T} (fge_{yp,it} - fge_{g,it}) = \beta_0 + \beta_1 \ln (fge_{yp,it}) + u_{it}$ (1)
- $fge_{yp,it}$, yükselen piyasa ekonomileri için hesaplanan finansal gelişme endeksi
- $fge_{g,it}$, referans ülke grubu için hesaplanan finansal gelişme endeksi
- u_{it} , hata terimi

Analizde öncelikle homojenlik testi yapılarak, serilerin yatay kesit bağımlılığına bakılmış ve buna bağlı olarak birinci ve ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Söz konusu testler Gauss 10 analiz programı kullanılarak yapılmıştır.

4.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada yapılacak olan ekonometrik analizden önce FGE (finansal gelişme endeksi) değişkenine ait hem yükselen piyasa ekonomileri için hem de gelişmiş ülkeler için bazı tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir.

Çizelge 4.7. FGE Endeksine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

FGE	Yükselen Piyasa Ekonomileri	Gelişmiş Ülkeler
Ortalama	320.92	268.21
Standart Sapma	138.55	61.251
Maksimum	983.04	427.38
Minimum	94.106	171.42

Çizelge 4.7'de FGE değişkenine ait ortalama, standart sapma, maksimum ve minimum değerler yer almaktadır. Elde edilen verilere bakıldığında yükselen piyasa ekonomilerine ait standart sapma değerlerinin gelişmiş ülke grubu standart sapma değerlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca her ülke grubu için elde edilen minimum ve maksimum değerlerin pozitif olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

4.4.2. Yatay kesit Bağımlılığı Testleri

Birçok panel veri modeli gözlemlenen yatay kesitlerin birbirlerinden bağımsız olduğunu varsaymaktadır. Fakat tüm kesitleri etkileyen ortak şokların varlığının göz ardı edilmemesi gerektiği ekonomi teorisinde de belirtilmektedir. Panel veri literatürüne bakıldığı zaman veri setlerinin büyük bir kesiminin yaygın şoklardan ve gözlemlenmemiş bileşenlerden dolayı ortaya çıkabilecek bir kesitsel bağıllık sergileyebileceği sonucuna varılmaktadır. Bu durumun nedeni dünyada son yıllarda sürekli artan bir ekonomik ve finansal entegrasyon deneyimin yaşanması ile ortak şoklara benzer tepki verme eğilimi olabilir. Dolayısıyla ekonomik birimler özellikle riskten kaçınmak için kendi aralarında bağımlılığa yol açan eylemlerde bulunabilmektedirler. Bu tür bağımlılıkların göz ardı edilmesi yapılan analizlerde tutarsızlığa neden olabilmektedir. Hsiao, vd. (2007) yatay kesit bağımlılığı testlerinin yaşanabilecek bu tutarsızlıklardan dolayı gerekli olduğunu, ekonomik ve finansal modellerde önemli bir rol oynadığını ifade etmektedir. Dolayısıyla çalışmada öncelikle analiz kapsamında kullanılan değişkenlere yatay kesit bağımlılığı testleri uygulanmıştır (Hsiao, vd. (2007: 2; Hoyos ve Sarafidis, 2006:482).

Panel veri modellerinde yatay kesit bağımlılığını test etmek için pek çok model bulunmaktadır. Çalışmada Breusch ve Pagan (1980) " CD_{LM} " testi, Pesaran

(2004) "CD" ve " CD_{LM2} " testleri ile Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen "sapması düzeltilmiş "LM testi" (LM_{adj}) uygulanmıştır. Uygulanan testlerin modelleri aşağıdaki gibidir;

CD_{LM} Testi (Breusch ve Pagan, 1980): kesit boyutunun (N), zaman boyutundan (T) küçük olduğu panel veri modellerinde uygulanan **CD_{LM}** testinin modeli aşağıdaki gibidir (Pesaran, 2004: 4-5);

$$CD_{LM} = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij}^2 \quad (2)$$

Eşitlik 2'de yer alan $\hat{p}_{ij}^2$ her bir denklemin en küçük kareler yöntemi ile elde edilen kalıntılar arasındaki basit regresyon katsayısıdır. CD_{LM} testi için oluşturulan hipotezler;

$$H_0: \text{yatay kesit bağımlılığı yoktur } \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0 \ (i \neq j)$$

$$H_1: \text{Yatay kesit bağımlılığı vardır } \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) \neq 0$$

H_0 hipotezinin reddedilmesi yani yatay kesit bağımlılığının varlığı, paneldeki bir kesitte meydana gelen beklenmeyen bir şokun diğer kesitleri de etkilediği anlamına gelmektedir.

CD Testi (Pesaran, 2004): Bu test kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Özellikle $N > T$ olduğu durumlarda mekansal ağırlık matrisine dayanmayan yatay kesit bağımlılığına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu duruma uygun olan test Pesaran (2004) tarafından geliştirilen **CD** testtir. **CD** testin modeli aşağıdaki gibidir (Pesaran, 2004:5);

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \right) \quad (3)$$

$$H_0: \text{yatay kesit bağımlılığı yoktur } \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0 \ (i \neq j)$$

$$H_1: \text{Yatay kesit bağımlılığı vardır } \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) \neq 0$$

CD_{LM2} Testi (Pesaran, 2004): Asimptotik normal dağılıma göre tahmin edilen ve CD_{LM} testinin ölçeklenmiş halini oluşturan CD_{LM2} testi $N < T$ olduğu durumlarda ve çoğunlukla küçük örneklerde kullanılmaktadır. CD_{LM2} testinin modeli aşağıdaki gibidir;

$$CD_{LM2} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T\hat{p}_{ij}^2 - 1) \quad (4)$$

H_0 : yatay kesit bağımlılığı yoktur $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0$ ($i \neq j$)

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) \neq 0$

LM_{adj} Testi (Pesaran, vd., 2008): CD_{LM} testinde panel ve grup ortalamalarından dolayı meydana gelen saplamaların ortadan kaldırılması için Pesaran, vd. (2008) tarafından geliştirilen LM_{adj} testinde zaman ve kesit boyutu için kesin bir kural bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu test küçük örneklem için de kullanılabilir. LM_{adj} testine yönelik model ve hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$LM_{adj} = \left(\frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \frac{(T-k)\hat{p}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{v_{Tij}} \quad (5)$$

H_0 : yatay kesit bağımlılığı yoktur $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0$ ($i \neq j$)

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) \neq 0$

Çizelge. 4.8. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu)

Test İstatistikleri								
	CD_{LM}		CD		CD_{LM2}		LM_{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	P-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
$(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$	20.386	0.026**	-2.398	0.008*	2.322	0.010**	3.204	0.001*

Not: ilgili istatistikler "Gauss 10" programı ile elde edilmiştir. (*, **, ***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge 4.8'de yüksek gelir grubu içerisinde yer alan ülkeler için yapılan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları gösterilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testlerinin özellikleri dikkate alındığında zaman boyutunun ($T=21$) kesit boyutundan ($N=5$) büyük ($T > N$) olması durumunda kullanılan CD_{LM} , CD_{LM2} ve LM_{adj} test sonuçları değerlendirilmiştir. Bu bağlamda CD_{LM} , CD_{LM2} test istatistiklerine ait sonuçlar H_0 hipotezinin %5 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini, LM_{adj} test istatistik sonuçları ise H_0 hipotezinin %1 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre $(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$ değişkenine ait test istatistikleri yatay

kesit bağımlılığının varlığını göstermektedir. Dolayısıyla yüksek gelir ülke grubu için yapılan birim kök testlerinde ikinci nesil panel birim kök analizlerinin tercih edilmesi gerekmektedir.

**Çizelge. 4.9. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları
(Üst Orta Gelir Grubu)**

Test İstatistikleri								
	CD_{LM}		CD		CD_{LM2}		LM_{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	P-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
$(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$	60.190	0.064***	-1.771	0.038**	1.601	0.055***	-1.313	0.905

Not: ilgili istatistikler "Gauss 10" programı ile elde edilmiştir. (*, **, ***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge 4.9'da üst orta gelir grubu içerisinde yer alan ülkeler için yapılan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları gösterilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testlerinin özellikleri dikkate alındığında zaman boyutunun (T=21) kesit boyutundan (N=10) büyük (T > N) olması durumunda kullanılan CD_{LM} , CD_{LM2} ve LM_{adj} test sonuçları değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, CD_{LM} , CD_{LM2} test istatistiklerine ait sonuçlar H_0 hipotezinin %10 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini, LM_{adj} test istatistik sonuçlarının ise reddedilemediği ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla bu ülke grubuna ait $(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$ değişkeni için yatay kesit bağımlılığının olmadığına karar verilmiş ve birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır.

**Çizelge. 4.10. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları
(Düşük Orta Gelir Grubu)**

Test İstatistikleri								
	CD_{LM}		CD		CD_{LM2}		LM_{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	P-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
$(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$	46.208	0.001*	-0.416	0.339	3.890	0.000*	4.335	0.000*

Not: ilgili istatistikler "Gauss 10" programı ile elde edilmiştir. (*, **, ***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge 4.10'da düşük orta gelir grubu içerisinde yer alan ülkeler için yapılan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları gösterilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testlerinin özellikleri dikkate alındığında zaman boyutunun ($T=21$) kesit boyutundan ($N=7$) büyük ($T > N$) olması durumunda kullanılan CD_{LM} , CD_{LM2} ve LM_{adj} test sonuçları değerlendirilmiştir. Bu bağlamda örneklem için uygun olan test istatistiklerine ait tüm sonuçlar H_0 hipotezinin %1 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini göstermektedir. Dolayısıyla düşük orta gelir grubu ülkelerine ait $(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$ değişkeni için yatay kesit bağımlılığı varlığı tespit edilmiş ve ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır.

**Çizelge. 4.11. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları
(Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)**

Test İstatistikleri								
	CD_{LM}		CD		CD_{LM2}		LM_{adj}	
	İstatistik	p-değeri	İstatistik	P-değeri	İstatistik	p-değeri	İstatistik	p-değeri
$(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$	9.305	0.157	2.213	0.001*	0.954	0.170	0.249	0.402

Not: ilgili istatistikler "Gauss 10" programı ile elde edilmiştir. (*, **, ***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge 4.11'de petrol ihraç eden ülke grubu içerisinde yer alan ülkeler için yapılan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları gösterilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı testlerinin özellikleri dikkate alındığında zaman boyutunun ($T=21$) kesit boyutundan ($N=4$) büyük ($T > N$) olması durumunda kullanılan CD_{LM} , CD_{LM2} ve LM_{adj} test sonuçları değerlendirilmiştir. Test istatistikleri sonucuna göre CD_{LM} , CD_{LM2} ve LM_{adj} testleri için H_0 hipotezi reddedilememiştir. Bu bağlamda petrol ihraç eden ülke grubuna ait $(fge_{yp,it} - fge_{g,it})$ değişkeni için yatay kesit bağımlılığının olmadığına karar verilmiş ve bu nedenle birinci nesil birim panel kök testleri uygulanmıştır.

4.4.3. Homojenlik Testi

Panel veri modellerini kullanmanın en ilgi çekici yönlerinden biri, zaman serisi boyutundan gelen bir bilgiyi seçici bir şekilde havuzlayabilme yeteneği olmuştur. Ancak bu durumun mümkün olabilmesi için parametrelerin homojen olup

olmadığının test edilmesinin gerekliliği savunulmaktadır. Bu nedenle homojenlik varsayımının karşılanıp karşılanmadığı önemli bir soru olarak görülmektedir (Blomquist ve Westerlund, 2013: 374). Homojenlik durumunda örneklem grubu için tek bir parametre elde edilirken, Heterojenlik durumunda her bir kesit için ayrı ayrı parametreler elde edilmektedir. Bu bağlamda çalışmanın analizinde kullanılan diğer bir test, Peseran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen ve eğim katsayılarının homojenliğini test edilmesini sağlayan "Delta Testi'dir.

Delta Testi (Δ) ilk olarak Swamy (1970) tarafından ortaya koyulan eğim homojenliği testinin panel veri modeline uygulanması ile geliştirilmiştir. (Δ) sembolü ile gösterilen testin bir modeli Swamy istatistiklerini ($\hat{\Delta}$) sembolü ile gösterilen diğer bir modeli ise Swamy istatistiğinin değiştirilmiş bir sürümünü kullanmaktadır. Genellikle büyük örneklem için kullanılan Delta Testi (Δ) ile birlikte, zaman ve kesit boyutundaki farklılıkları dikkate almayan bir yöntemle Δ_{Adj} testi geliştirilmiştir. Delta Testi (Δ) hata terimlerinin normal dağılım göstermediği durumlarda örneklemdeki genişlemeye bağlı olarak standart normal dağılım gösterme eğiliminde $\left[(N, T) \xrightarrow{j} \infty \right]$ olup eğim katsayılarının yatay kesit dağılımından yararlanmaktadır. Δ_{Adj} Testi ise hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği durumlarda örneklem büyüklüğüne bakılmaksızın ortalama varyansa ilişkin sapmanın düzeltildiği durumlarda kullanılmaktadır (Paseran ve Yamagata 2008: 51). (Δ) Testi ve Δ_{Adj} Testi için model ve hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$\Delta = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S}-k}{\sqrt{2k}} \right) \dots \dots \dots (6)$$

$$\Delta_{Adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S}-k-E(\tilde{Z}_{iT})}{\sqrt{var\tilde{Z}_{iT}}} \right) \dots \dots \dots (7)$$

$$H_0: Homojen (\beta_i = \beta)$$

$$H_1: Heterojen (\beta_i \neq \beta_j) (i \neq j)$$

Çizelge 4.12. Ülke Gruplarına İlişkin Homojenlik Testi sonuçları

<i>Test İstatistikleri</i>				
<i>Ülke Grupları</i>	Δ	<i>p-değeri</i>	Δ_{Adj}	<i>p- Değeri</i>
<i>Yüksek Gelir</i>	9.151	0.000*	9.885	0.000*
<i>Üst Orta Gelir</i>	6.909	0.000*	7.463	0.000*
<i>Düşük Orta Gelir</i>	3.908	0.000*	4.222	0.000*
<i>Petrol İhraççısı</i>	-0.587	0.722	-0.634	0.737

Not: İlgili test istatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. (*,**,***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge 4.12 belirlenen ülke grupları için yapılan homojenlik test istatistiklerini göstermektedir. Çizelgede yer alan(Δ) Testi ve Δ_{Adj} homojenlik testleri sonuçlarına göre yüksek gelir grubu, üst orta gelir grubu ve düşük orta gelir grubu ülkeleri için H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Petrol ihraç eden ülke grubu için ise H_0 hipotezi reddedilememiştir. Bu bağlamda, yüksek gelir grubu, üst orta gelir grubu ve düşük orta gelir grubunda panele ilişkin parametrelerin heterojen, petrol ihraç eden ülke grubu için ise parametrelerin homojen olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda diğer aşamalarda yapılacak olan birim kök testleri, ülke grupları parametreleri için ortaya çıkan sonuçlara göre belirlenmiştir.

4.4.4. Birim Kök Testleri

Çalışmada yükselen piyasa ekonomilerinin, IMF tarafından her yıl yayınlanan raporunda finansal gelişme endeksi sıralamasında ilk 10 içerisinde yer alan beş ülkeyi yakınsayıp yakınsamadığı ülke gruplarına uygun birim kök analizlerinin uygulanması ile test edilmiştir. Öncelikle seçilen her iki ülke grubu için finansal gelişme endeksi hesaplanmış ve bu endekslerin farkları alınarak tek bir veri ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) elde edilmiştir. Her bir ülke grubu için elde edilen bulgular çizelgeler yardımıyla gösterilmiştir. Daha sonra, ülke gruplarının yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi sonuçlarına göre yapılacak birim kök testleri belirlenmiş ve bu testlerin modelleri açıklanmıştır.

Ülke grupları arasındaki yakınsamanın varlığının tespiti için yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testlerinin yol göstermesi ile birim kök testleri uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı reddedilen ülke grupları (üst orta gelir grubu ve petrol ihraç eden ülkeler grubu) için birinci nesil birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığı var olan ülke grupları (yüksek gelir grubu ve düşük orta gelir grubu) için ise ikinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır.

Yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumlarda birinci nesil birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu testlerde kesitlerin heterojen veya homojen olmasına bağlı olarak sınıflandırılmaktadır. Bu bağlamda, Levin vd. (2002) ve Breitung (2000) panel birim kök testlerinde kesitler için ortak bir birim kökün varlığı test edilirken, Im vd. (2003) ile Fisher türü testlerden Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001) birim kök testlerinde ise kesitler için ayrı ayrı birim kökün varlığına dair H_0 hipotezi test edilmektedir. Yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve parametrelerin heterojen olması sonucunda üst orta gelir grubu ülkeler için Im, Peseran, Shin,(2003) (IPS), Fisher ADF (Maddala, Wu, 1999) ve Fisher PP (Choi, 2001) birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Ayrıca yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve homojenlik testi sonucunda parametrelerin homojen çıkması nedeniyle, petrol ihraç eden ülkeler grubu için Levin, vd., (2002) (LLC), ve Breitung (2000) birim kök testleri uygulanmıştır

IPS Birim Kök Testi (Im, vd., 2003): Bu test bireysel birim kök istatistiklerinin ortalamasını temel alan dinamik heterojen paneller için tercih edilmektedir. IPS birim kök testinde her bir kesit için ayrı ayrı Augmented Dickey–Fuller (ADF) istatistiklerine dayanarak birim kök testi uygulanmaktadır. Elde edilen istatistiklerin ortalaması alınarak standartlaştırılmakta ve IPS test istatistiği elde edilmektedir. Model için (H_0) hipotezi, her bir kesitin birim kök içerdiğini, alternatif hipotez ise (H_1) serilerin bazılarının birim kök içermesine izin vermektedir (Baltagi, 2005; 242; Im, vd., 2003: 54).

$H_0: (p_i = 0)$ paneldeki bütün seriler birim kök

$H_1 = (p_i < 0)$ paneldeki bazı seriler durağan

IPS birim kök testi için geliştirilen model aşağıdaki gibidir;

$$t_{IPS} = \frac{\sqrt{N}(\bar{t} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[t_{iT}/p_i=0])}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N var[t_{iT}/p_i=0]}} \quad N(0,1) \quad (9)$$

Fisher ADF Birim Kök Testi (Maddala and Wu, 1999): Fisher (1932)'dan yararlanılarak Maddala ve Wu (1999) tarafından geliştirilen Fisher ADF birim kök testi de her bir kesit için ayrı hesaplanan birim kök test istatistiklerinin p değerlerinin birleşimi ile oluşturulmuştur. Hem IPS hem de Fisher birim kök testleri bireysel birim kök testlerine dayanan bilgileri birleştirmektedir. Fisher testini diğerlerinden ayıran özellik ise dengeli bir panel gerektirmemesidir. Ayrıca Fisher birim kök testleri bireysel ADF regresyonlarında farklı gecikme uzunlukları ile kullanılabilir. Fisher ADF birim kök testindeki p değerleri Monte Carlo simülasyonları tarafından türetilmektedir (Baltagi, 2005: 244). Fisher ADF testi için geliştirilen model aşağıdaki gibidir (Maddala ve Wu, 1999);

$$MW = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i) \quad (9)$$

Fisher PP (Choi, 2001): IPS birim kök testinde olduğu gibi Fisher PP birim kök testinde de bireysel birim kökün varlığı test edilmektedir. Eğim katsayıları heterojen seriler için geçerli olan testte her bir kesit için ayrı ayrı ADF birim kök testi uygulanmakta ve p değerleri ile panel istatistiği hesaplanmaktadır (Baltagi, 2005: 243; Choi, 2001: 252-253).

$$P_m = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (-2 \ln p_i - 2) \quad (10)$$

$$H_0 : \alpha_i = 1 \text{ (bütün serilerde birim kök vardır)}$$

$$H_1 : \alpha_i < 1 \text{ (bazı seriler durağandır)}$$

LLC Birim Kök Testi (Levin, vd., 2002): Kesitler arasındaki durağanlığın belirlenmesi için ilk test olma özelliğini taşıyan ve temel ADF spesifikasyonu kullanan LLC panel birim kök testi Levin, vd. (2002) tarafından geliştirilmiştir. Bu testin kullanımı için serilerde yatay kesit bağımlılığı şartı bulunmamakta ancak serilerin eğim katsayılarının homojen olması gerekmektedir. Dolayısıyla LLC panel birim kök testi panelin bütünü için birim kökün varlığını test etmektedir. Bu istatistiğin geçerli olabilmesi için zaman boyutunun kesit boyutundan büyük olması

($T > N$) gerekmektedir. Paneldeki bütün kesitlerin birinci dereceden kısmi otokorelasyona sahip olduğunu varsaymakta olan LLC panel birim kök testi hata sürecindeki serilerin serbest bir şekilde değişimine izin vermektedir (Baltagi, 2005: 240-242). LLC panel birim kök testine ilişkin model aşağıdaki gibidir (Levin, vd., 2002: 4-5);

$$\Delta_{yit} = \delta_{yit-1} + \sum_{L=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta_{yit-L} + \alpha_{mi} + d_{mt} + \varepsilon_{it} \quad m=1,2,3. \quad (11)$$

$$H_0 : \delta = 0 \text{ (serilerde birim kök vardır)}$$

$$H_1 : \delta < 0 \text{ (seriler durağandır)}$$

LLC panel birim kök testinde ortak birim kökün varlığına dair sıfır hipotezi test edilmektedir. Dolayısıyla bu test Kernel seçimlerini ve ADF regresyonunda kullanılan gecikme uzunluklarının belirlenmesini gerektirmektedir.

Breitung (2000) Birim Kök Testi: kesitler arasındaki parametrelerin ortak olduğu varsayımına dayanan (*bütün i'ler için $p_i = p$*) ve Breitung tarafından geliştirilen panel birim kök testi standartlaştırılmış kukla değişkenler oluşturulurken AR kısmını ortadan kaldırmaktadır. Yani LLC ve IPS panel birim kök testlerine dahil olan Monte Carlo Simülasyonunu gerektirmeyen bir test istatistiği geliştirmiştir. Breitung panel birim kök test istatistiğine ilişkin model aşağıdaki gibidir (Breitung, 2000: 164-166; Baltagi, 2005: 244);

$$e_{it}^* = p v_{i,t-1}^* + \varepsilon_{it}^* \quad (12)$$

$$H_0 : p = 0 \text{ (serilerde birim kök vardır)}$$

$$H_1 : p < 0 \text{ (seriler durağandır)}$$

Breitung panel birim kök testi de ortak birim kökün varlığına dair sıfır hipotezi test edilmektedir. Kernel hesaplaması gerektirmediğinden dolayı LLC panel birim kök testinden farklılaşmaktadır.

Birinci nesil panel birim kök testlerine ilişkin modellerin açıklanmasının ardından üst orta gelir grubu ülkeler ve petrol ihraç eden ülkeler grubuna ait uygulanan panel birim kök test sonuçları aşağıdaki çizelgelerde yer almaktadır. Üst orta gelir grubu ülkeler için (heterojen, yatay kesit bağımlılığı yok) IPS, Fisher ADF

ve Fisher PP birim kök test istatistikleri, petrol ihraç eden ülkeler grubu için (homojen, yatay kesit bağımlılığı yok) LLC ve Breitung panel birim kök test istatistikleri değerlendirilmiştir.

Çizelge 4.13. IPS Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu)

<i>IPS Test İstatistikleri</i>								
<i>Ülkeler</i>	<i>Seviye Değerleri</i>				<i>I. Fark Değerleri</i>			
	<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>		<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>	
	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>
G.Afrika	0.004*	0.000 *	0.018 **	0.000 *	0.000 *	0.000*	0.000 *	0.000*
Brezilya	0.732		0.138		0.002 *		0.012 **	
Çin	0.000 *		0.000 *		0.000*		0.000 *	
Kolombiya	0.204		0.077 ***		0.039 **		0.134	
Ürdün	0.644		0.918		0.451		0.318	
Malezya	0.017**		0.024 **		0.000 *		0.004 *	
Meksika	0.921		0.821		0.024 **		0.028 **	
Peru	0.061***		0.196		0.000 *		0.001 *	
Tayland	0.103		0.307		0.012 **		0.047 **	
Türkiye	0.025 **		0.004 *		0.000 *		0.0000*	

Not: İlgili test istatistikleri EViews 9 programı ile elde edilmiştir. (*,**,***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Analizde maksimum gecikme uzunluğu (1) olarak alınmıştır.

Çizelge 4.13 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için üst orta gelir grubuna uygulanan IPS birim kök testine ait sonuçları göstermektedir. IPS birim kök testi heterojen yapıdaki serilere uygulandığı için ülkeler bireysel olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda yapılan analiz sonucunda Güney Afrika, Çin, Malezya ve Türkiye seviyede %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde, Meksika, Brezilya, Peru ve Tayland birinci farklarında %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmıştır. Kolombiya ve Ürdün için hem seviyede hem de birinci farklarda H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panelin geneli için yapılan analiz sonucunda serilerin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu görülmektedir.

Çizelge 4.14. Fisher ADF Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu)

<i>Fisher ADF Test İstatistikleri</i>								
<i>Ülkeler</i>	<i>Seviye Değerleri</i>				<i>I. Fark Değerleri</i>			
	<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>		<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>	
	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>
G.Afrika	0.004*	0.000 *	0.018 **	0.0000 *	0.000*	0.000*	0.000 *	0.000*
Brezilya	0.732		0.138		0.002 *		0.012**	
Çin	0.000*		0.000*		0.000 *		0.000*	
Kolombiya	0.204		0.077 ***		0.039 **		0.134	
Ürdün	0.644		0.918		0.451		0.318	
Malezya	0.017**		0.024 **		0.000 *		0.004*	
Meksika	0.921		0.821		0.024 **		0.028**	
Peru	0.061***		0.196		0.000 *		0.001*	
Tayland	0.103		0.307		0.012 **		0.047**	
Türkiye	0.025 **		0.004 *		0.000 *		0.000*	

Not: İlgili test istatistikleri EVIEWS 9 programı ile elde edilmiştir. (*, **, ***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Analizde maksimum gecikme uzunluğu (1) olarak alınmıştır.

Çizelge 4.14 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için üst orta gelir grubuna yapılan Fisher ADF birim kök test sonuçlarına ait bulguları göstermektedir. Bu ülke grubu için elde edilen seriler heterojen bir yapıya sahip olduğu için elde edilen sonuçlar her bir ülke için ayrı ayrı değerlendirme imkanı sağlamaktadır. Fisher ADF birim kök test seviye değerlerine göre Çin, Türkiye, Güney Afrika ve Malezya %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağan, kesitlere ait birinci fark değerlerinde ise, Peru ve Brezilya, Meksika ve Tayland %5 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmıştır. Panelin geneli için bir değerlendirme yapıldığında hem seviye hem de birinci farklarında birim kökün var olduğunu ifade eden H_0 hipotezi %1 seviyesinde reddedilmiştir.

Çizelge 4.15. Fisher PP Birim Kök Test Sonuçları (Üst Orta Gelir Ülke Grubu)

<i>Fisher PP Test İstatistikleri</i>								
<i>Ülkeler</i>	<i>Seviye Değerleri</i>				<i>I. Fark Değerleri</i>			
	<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>		<i>Sabit</i>		<i>Sabit ve Trend</i>	
	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>	<i>P Kesitler</i>	<i>P</i>
G.Afrika	0.004*	0.000 *	0.018**	0.000 *	0.000*	0.000 *	0.000*	0.000*
Brezilya	0.756		0.543		0.004 *		0.024**	
Çin	0.000*		0.000*		0.000 *		0.000*	
Kolombiya	0.578		0.638		0.153		0.607	
Ürdün	0.779		0.984		0.448		0.355	
Malezya	0.017**		0.024**		0.000*		0.000*	
Meksika	0.891		0.843		0.023**		0.027**	
Peru	0.052***		0.169		0.000*		0.000*	
Tayland	0.268		0.579		0.035**		0.003*	
Türkiye	0.026**		0.002*		0.000*		0.000*	

Not: İlgili test istatistikleri EViews 9 programı ile elde edilmiştir. (*,**,***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Analizde maksimum gecikme uzunluğu (1) olarak alınmıştır.

Çizelge 4.15 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için üst orta gelir grubuna yapılan Fisher PP birim kök test sonuçlarına ait bulguları göstermektedir. Yapılan birim kök testi sonuçlarına göre Güney Afrika, Çin, Malezya ve Türkiye seviyede durağan çıkarken, Brezilya, Meksika, Peru ve Tayland birinci farklarında durağan çıkmaktadır. Kolombiya ve Ürdün için ise hem seviye hem de birinci farklarda H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panelin geneline bakıldığında ise tüm kesitler için %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır.

Üst orta gelir grubu için yapılan üç tane birim kök testi genel olarak değerlendirildiğinde birbirleri ile uyumlu sonuçlar vermektedir. Tüm testlerde aynı ülkeler durağan çıkmıştır. Bu durumda testlerin güvenilir sonuçlar verdiğini kanıtlar niteliktedir.

Çizelge 4.16. LLC Birim Kök Test Sonuçları (Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)

<i>LLC Birim Kök Test İstatistikleri</i>		
<i>Seviye Değerleri</i>	<i>İstatistik</i>	<i>p-değeri</i>
Sabit	-2.32941	0.009*
Sabit ve Trend	-1.94682	0.025**
<i>Birinci Fark Değerleri</i>		
Sabit	-6.19992	0.000*
Sabit ve Trend	-5.29319	0.000*

Not: İlgili test istatistikleri EViews 9 programı ile elde edilmiştir. (*,**,***) ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Analizde maksimum gecikme uzunluğu (4) olarak alınmıştır.

Çizelge 4.16 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için petrol ihraç eden ülkeler grubuna uygulanan LLC birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Bu ülke grubu için elde edilen seriler homojen bir yapıya sahip olduğundan panelin geneli için bir değerlendirme yapılmaktadır. LLC birim kök testi sonuçlarına göre paneli oluşturan bütün ülkeler için test istatistikleri hem seviye hem de birinci farklarında %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddedildiğini ortaya koymaktadır. Bu durum panelin geneli için durağanlığın varlığını ispat etmektedir.

Çizelge 4.17. Breitung Birim Kök Test Sonuçları (Petrol İhraç Eden Ülkeler Grubu)

<i>Breitung Birim Kök Test İstatistikleri</i>		
<i>Seviye Değerleri</i>	<i>İstatistik</i>	<i>p-değeri</i>
Sabit ve Trend	-2.95498	0.001*
<i>Birinci Fark Değerleri</i>		
Sabit ve Trend	-3.47842	0.000*

Not: İlgili test istatistikleri EViews 9 programı ile elde edilmiştir. (*,**,***) işaretleri ilgili istatistiklerde H_0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Analizde maksimum gecikme uzunluğu (4) ve (7) olarak alınmıştır.

Çizelge 4.17 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için petrol ihraç eden ülkeler grubuna uygulanan Breitung birim kök test sonuçlarını göstermektedir. LLC birim kök testinde olduğu gibi bu testte panelin geneli için bir sonuç vermektedir. Breitung

Yapısal Kırılmalı Panel KPSS Birim Kök Testi (Carrion-i-Silvestre vd., 2005): Paneli oluşturan kesitlerin trendlerindeki ve ortalamalarındaki yapısal kırılmaları dahil ederek geliştirilen yapısal kırılmalı panel KPSS birim kök testi, her kesit için farklı tarih ve sayılarda yapısal kırılmanın ortaya çıkmasına olanak sağlamaktadır. Yani yapısal kırılmalı panel KPSS birim kök testi panelin oluşturan kesitlerin hem homojen hem de heterojen olması durumunda da kullanılabilme özelliğine sahiptir. Aynı zamanda bu test yatay kesit bağımlılığının var olup olmamasına göre de iki farklı durum içinde güvenilir sonuçlar verebilmektedir. Hadri (2000) tarafından yapılan durağanlık sınamasının geliştirilmesiyle oluşturulan bu testte de temel hipotez serilerde durağanlığın olduğunu öne sürmektedir. Serilerin durağanlığı panelin geneli veya her bir kesit için hesaplanan test istatistik değerlerinin yinelemeyle (bootstrap) hesaplanan kritik değerlerle karşılaştırılarak belirlenmektedir.

$$H_0 = \sigma_\varepsilon^2 \text{ (Seriler durağandır)}$$

$$H_0 = \sigma_\varepsilon^2 > 0 \text{ (Bazı seriler birim kök içerir)}$$

$$KPSS(\lambda_i) = \frac{1}{T^2} \sum_{t=1}^T \delta_{it}^2 / \hat{\omega}^2 \quad (18)$$

$$LM(\lambda) = N^{-1} \sum_{i=1}^N KPSS(\lambda_i) \quad (19)$$

Yapısal kırılmalı panel KPSS birim kök testinin ilk aşamasında her bir kesit için kırılmaların dahil edildiği KPSS istatistiği hesaplanarak panel istatistiği elde edilmektedir. Diğer aşamada ise Standartlaştırılmış panel test istatistiği elde edilmektedir. Standartlaştırılmış panel istatistiğine ait model aşağıdaki gibidir;

$$Z(\lambda) = \frac{\sqrt{N}(LM(\lambda) - \bar{\xi})}{\bar{\zeta}} \sim N(0,1) \quad (20)$$

Modeldeki (ξ) varyansların her bir kesit için beklenen değerini, ($\bar{\zeta}$) ise aritmetik ortalamasını ifade etmektedir.

- Yapısal kırılmaları dikkate alan KPSS birim kök testinin temel varsayımları şu şekildedir (Carrion-i-Silvestre vd., 2005: 160-162);
- Analizde ortaya çıkan yapısal kırılmalar paneli oluşturan her kesit için farklı etkilere sahip olmaktadır.

- Yapısal kırılma tarihleri paneli oluşturan her bir kesit için farklılık gösterebilmektedir.
- Analizde ortaya çıkan yapısal kırılmaların sayısı her bir seri için farklılık göstermekle birlikte bu test en fazla beş kırılmaya izin vermektedir.

Fourier KPSS Birim Kök Testi (Nazlıoğlu ve Karul, 2017): Panelde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve yatay kesitlerin heterojenliğine izin verilen fourier KPSS birim kök testi Nazlıoğlu ve Karul (2017) tarafından geliştirilmiştir. Bu test Becker, vd. (2006) tarafından geliştirilen ve yapısal kırılmaların fourier yaklaşımı ile modellendiği zaman seri durağanlık testinin ve Hadri ve Kruzomi (2011,2012) tarafından önerilen ve yatay kesit bağımlılığının dahil edildiği panel durağanlık testinin kombinasyonundan oluşmaktadır. Bireysel istatistiğin dağılımı sadece Fourier frekansına bağlıdır ve panel istatistiği standart bir normal dağılıma sahiptir.

Becker, vd., (2006) tarafından sabit trendde yapısal değişiklikleri içeren fourier yaklaşımı ile modellenen eşitlik aşağıdaki gibi gösterilmektedir;

$$\alpha_i(t) = \alpha_i + \gamma_{1i} \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \gamma_{2i} \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) \quad (21)$$

γ_{1i} yapısal değişimlerin büyüklüğünü, γ_{2i} yer değişikliğini, k ise fourier frekansını ifade etmektedir. Bununla beraber sabitte belirlenen modelin yanında trend eğiliminin de dalgalanmasını göz önünde bulunduran sabit ve trendli formda Jones ve Enders (2014) tarafından geliştirilen genişletilmiş fourier yaklaşımına ait model eşitlik (22)'de gösterilmektedir.

$$\alpha_i(t) = \alpha_i + b_i t + \gamma_{1i} \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \gamma_{2i} \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) \quad (22)$$

Geliştirilen bu modeller doğrultusunda fourier frekansına izin veren ve birim kök alternatif hipotezine karşı durağanlığı ifade eden boş hipotezin test edilmesi için Becker, vd., (2006) tarafından geliştirilen ve bireysel istatistik olarak tanımlanan KPSS birim kök istatistiği ve bireysel istatistiklerin ortalaması ile hesaplanan fourier panel istatistiği sırasıyla eşitlik (23) ve (24)'de gösterilmektedir.

$$\eta_i(k) = \frac{1}{T} \frac{1 \sum_{t=1}^T \tilde{S}_{it}(k)^2}{\tilde{\sigma}_{\varepsilon i}^2} \quad (23)$$

$$FP(k) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \eta_i(k) \quad (24)$$

Nazlıoğlu ve Karul (2017) Becker, vd., (2006)'den hareketle $T \rightarrow \infty$ iken $\eta_i(k)$ 'nin asimptotik dağılımının sadece k 'ya bağlı olduğunu ve veri üretme sürecindeki diğer değişkenlere bağlı olmadığını ifade etmektedir. Bu duruma göre $T \rightarrow \infty$ ve $N \rightarrow \infty$ temel hipotezi altında Lindberg ve Levy merkezi limit teoremi ile $FP(k)$ 'nin standart normal dağılıma yaklaştığı sonucuna varmışlar ve eşitlik (25)'de gösterilen modeli ortaya koymuşlardır (Nazlıoğlu ve Karul, 2017: 182-183).

$$FZ(k) = \frac{\sqrt{N}(FP(k) - \xi(k))}{\zeta(k)} \sim N(0,1) \quad (25)$$

Fourier panel KPSS birim kök test istatistiğine ait hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0 = \sigma_\varepsilon^2 \text{ (Seriler durağandır)}$$

$$H_0 = \sigma_\varepsilon^2 > 0 \text{ (Bazı seriler birim kök içerir)}$$

Yüksek gelir ve düşük orta gelir grubu için uygulanan ikinci nesil birim kök testlerinin modelleri yukarıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Çizelge 4.18 ($fge_{yp,t} - fge_{g,t}$) değişkeni için yüksek gelir grubu ülkelerine yapılan CADF ve CIPS birim kök test istatistiklerini göstermektedir. CADF test istatistikleri kesitler için ayrı ayrı birim kök sınaması yaparken, CIPS test istatistikleri panelin geneli için bir durağanlık analizi yapmaktadır. Dolayısıyla, serilerin heterojen yapıya sahip olması ülkelerin ayrı ayrı değerlendirilmesine de olanak sağlamaktadır. Analizde hesaplanan CADF ve CIPS test istatistik değerlerinin kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması durumunda durağanlıktan bahsedilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312).

Çizelge 4.18. CADF Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri)

<i>CADF Test İstatistikleri</i>				
<i>Ülkeler</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli ve Trendli</i>
Arjantin	1	-2.098	1	-1.611
Şili	1	-4.347**	1	-3.927***
S.Arabistan	1	-1.473	1	-1.783
Macaristan	1	-1.972	1	-0.674
Polonya	1	-2.370	1	-3.521
<i>CADF Kritik Değerleri</i>	1%	-4.35		-4.97
	5%	-3.43		-3.99
	10%	-3		-3.55
<i>CIPS İstatistik Değeri</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli ve Trendli</i>
	1	-2.452**	1	-2.303
<i>CIPS Kritik Değerleri</i>	1%	-2.60		-3.15
	5%	-2.34		-2.88
	10%	-2.21		-2.74

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. CADF ve CIPS İstatistiklerine ilişkin çizelgede yer alan (*, **, ***) işaretleri ülkelerde ve panel genelinde değişkenin sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Çizelgede yer alan L sütunu CADF ve CIPS testlerine ilişkin değişken için Schwarz bilgi kriterine göre belirlenen optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Çizelge 4.18'de yer alan CADF test istatistikleri sonucuna göre yalnızca Şili %5 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmış, diğer ülkelerde H_0 hipotezi reddedilememiştir. Panelin geneli için CIPS istatistik sonuçlarına bakıldığında sabitli formda %5 anlamlılık düzeyinde durağan, sabitli ve trendli formda birim kök sonucunu vermektedir. Diğer bir açıdan bakıldığında bu çalışmada analizlerde kullanılan finansal gelişme endeksi serisinin makroekonomik koşullardaki değişimlere oldukça duyarlı olması, analiz için dahil edilen yıllar itibarıyla bu seride yapısal kırılmaların meydana gelmiş olabileceği ihtimalinin göz önüne alınması gerekliliğini getirmektedir. Bu bağlamda yapısal kırılmaların dikkate alınmadığı CADF birim kök testi sonuçlarda yanıltıcı etkilere yol açabilmektedir. Literatürde yapılan durağanlık analizlerinde yapısal kırılmaları dikkate almayan testler birim kökle sonuçlanırken, yapısal kırılmaların dikkate alındığı testler durağanlıkla sonuçlanabilmektedir. Bu nedenlere bağlı olarak söz konusu analizlerdeki bu etkileri giderebilmek için yapısal kırılmalı birim kök testlerine başvurulmuştur.

Çizelge 4.19. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli Model

<i>Panel KPSS Test İstatistikleri (Sabitli)</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>KPSS Test</i>	<i>Kritik Değerler</i>			<i>KS</i>	<i>Kırılma Tarihleri</i>
		1%	5%	10%		
Arjantin	1.333*	1.929	1.019	0.737	1	2013
Şili	0.712*	2.016	0.921	0.628	1	2006
S.Arabistan	0.078*	2.493	1.116	0.729	1	2007
Macaristan	0.351*	2.038	1.147	0.838	3	1998-1999
Polonya	2.171*	2.374	1.173	0.660	1	2008
PANEL SONUÇ						
Bootstrap Değeri	19.151*	27.06	15.545	11.918		
P-Değeri	0.000*					

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Aynı çizelgede yer alan KS sütunu ilgili dönemde kesitlerde meydana gelen yapısal kırılmaların sayısını göstermektedir. Panel KPSS test istatistiklerine ait kritik değerler Bootstrap kullanılarak 1000 yinelemeyle elde edilmiştir.

Çizelge 4.19 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için yüksek gelir grubu ülkelere uygulanan yapısal kırılmalı KPSS birim kök test istatistiklerini göstermektedir. Analizde hem panel hem de kesitler (ülkeler) için hesaplanan KPSS test istatistik değerlerinin kritik tablo değerlerinden küçük olması durumunda durağanlıktan bahsedilmektedir. Çalışmada KPSS test istatistikleri hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerle hesaplanmıştır. Çizelge 4.18 sabitli modelde elde edilen KPSS test istatistik sonuçlarını göstermektedir. Kesitler için elde edilen sonuçlara göre yapısal kırılmalarla birlikte serilerin durağan olduğunu ifade eden H_0 hipotezi ülkelerin tümü için %1 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiştir. Panelin geneli için elde edilen sonuçlarda %1 anlamlılık düzeyinde serilerin durağan olduğunu göstermektedir.

Çizelge 4.20. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli ve Trendli Model

<i>Panel KPSS Test İstatistikleri (Sabitli ve Trendli)</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>KPSS Test</i>	<i>Kritik Değerler</i>			<i>KS</i>	<i>Kırılma Tarihleri</i>
		1%	5%	10%		
Arjantin	0.299*	2.753	0.843	0.534	1	2013
Şili	0.194*	1.960	0.841	0.505	1	2009
S.Arabistan	0.305*	9.577	3.96	2.817	3	1999-2004-2007
Macaristan	0.863*	4.224	1.913	1.174	3	1998-2008
Polonya	0.506*	1.609	0.677	0.405	1	2006
PANEL SONUÇ						
Bootstrap Değeri	37.671*	250.985	112.587	84.689		
P-Değeri	0.000*					

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Aynı çizelgede yer alan KS sütunu ilgili dönemde kesitlerde meydana gelen yapısal kırılmaların sayısını göstermektedir. Panel KPSS test istatistiklerine ait kritik değerler Bootstrap kullanılarak 1000 yinelemeyle elde edilmiştir.

Finansal gelişme ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) endeksi serisinin durağanlık durumunu panel geneli ve paneli oluşturan her bir kesit için sabitli+trendli formda inceleyen Çizelge 4.20'deki Panel KPSS test istatistiklerine ait sonuçlarda sabit formda elde edilen çizelge 4.19'daki sonuçlar ile benzerlik göstermektedir. KPSS test istatistiklerine göre hem panelin geneli hem de panelde yer alan ülkelerin her birinde yapısal kırılmaları dahil ederek serilerin durağan olduğunu belirten H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde kabul edilmektedir. Öte yandan hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerde ülkeler için tahmin edilen kırılma tarihleri hem birbirleri ile benzerlik göstermekte hem de kırılma tarihleri ile ilgili doğru tahminler vermektedir. Analize dahil edilen ülke grubunda meydana gelen yapısal kırılmalar genellikle 1990'ların başında yaşanan finansal liberalleşmeye bağlı olarak yaşanan (Asya krizi, Rusya ve Arjantin krizi gibi) krizlere ve 2008 yılında yaşanan finansal krizin etkilerine dikkat çekmektedir.

Çizelge 4.21. Fourier KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Yüksek Gelir Grubu Ülkeleri)

<i>Fourier KPSS Test İstatistikleri</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>Sabitli</i>			<i>Sabitli ve Trendli</i>		
	k=1	k=2	k=3	k=1	k=2	k=3
Arjantin	0.340	0.166*	0.146*	0.083	0.160*	0.146*
Şili	0.091*	0.410*	0.171*	0.083	0.143*	0.117*
S.Arabistan	0.120*	0.330*	0.192*	0.094	0.224	0.192*
Macaristan	0.115*	0.215*	0.148*	0.059*	0.179*	0.142*
Polonya	0.089*	0.139*	0.123*	0.076	0.092*	0.091*
PANEL SONUÇ						
FZ(k)	3.546*	1.872*	0.014*	8.519	6.193*	4.221*

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Optimal frekanslara ait kritik değerler Becker, vd., (2006, 389) tarafından hazırlanan makaleden elde edilmiştir. Aşağıda her iki model içinde tablodan elde edilen kritik değerler gösterilmektedir. Sabitli Modelde; k=1 için kritik değerler %1 için 0.2699 %5 için 0.1720 %10 için 0.1318, k=2 için kritik değerleri %1 için 0.6671 %5 için 0.4152 %10 için 0.3150, k=3 için kritik değerler %1 için 0.7182 %5 için 0.4480 %10 için 0.3393 Sabitli ve Trendli Modelde; k=1 için kritik değerler %1 için 0.0716 %5 için 0.0546 %10 için 0.0471, k=2 için kritik değerleri %1 için 0.2022 %5 için 0.1321 %10 için 0.1034, k=3 için kritik değerler %1 için 0.2103 %5 için 0.1423 %10 için 0.1141 olarak belirlenmiştir.

Yapısal kırılmalı KPSS panel birim kök testinde elde edilen sonuçların güvenilir olması açısından Fourier KPSS birim kök testi analize dahil edilmiştir. Çizelge 4.21 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için yüksek gelir grubu ülkelerine uygulanan Fourier KPSS panel birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Analizde hem panel hem de kesitler (ülkeler) için hesaplanan Fourier KPSS test istatistik değerlerinin belirlenen optimal frekansların (k=1, k=2, k=3) kritik tablo değerlerinden küçük olması durumunda serilerin durağan olduğunu belirten H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Fourier KPSS test istatistikleri sonuçlarına göre sabitli modelde paneli oluşturan ülkeler optimal frekansın k=1 olduğu durumda Arjantin dışında %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansların k=2 ve k=3 olduğu durumda ise paneli oluşturan tüm ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır. Aynı testin sabitli ve trendli modelinde ise, optimal frekansın k=1 olduğu durumda yalnızca Macaristan %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansın k=2 olduğu durumda S.Arabistan hariç bütün ülkeler %1 anlamlılık

düzeyinde durağan, optimal frekansın $k=3$ olduğu durumda ise tüm ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır. Panelin geneli için çıkan test istatistiklerine göre hem sabitli hem de sabitli ve trendli modelde tüm frekanslarda %1 anlamlılık düzeyinde durağanlık sonucu bulunmuştur. Ortaya çıkan sonuçlar yapısal kırılmalı KPSS birim kök testi ise benzer sonuçları ortaya koymaktadır.

Çizelge 4.22. CADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri)

<i>CADF Test İstatistikleri</i>				
<i>Ülkeler</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli ve Trendli</i>
Mısır	1	3.169***	1	1.534
Hindistan	1	-4.859*	2	-4.216**
Endonezya	1	-3.364***	1	-3.633***
Fas	1	-2.978	2	-0.966
Nijerya	1	-1.793	1	-3.411
Pakistan	1	-2.307	1	-2.361
Filipinler	1	-2.023	1	-1872
<i>CADF Kritik Değerleri</i>	1%	-4.35		-4.97
	5%	-3.43		-3.99
	10%	-3		-3.55
<i>CIPS İstatistik Değeri</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli</i>	<i>L</i>	<i>Sabitli ve Trendli</i>
	1	-2.022	1	-2.132
<i>CIPS Kritik Değerleri</i>	1%	-2.60		-3.15
	5%	-2.34		-2.88
	10%	-2.21		-2.74

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. CADF ve CIPS İstatistiklerine ilişkin çizelgede yer alan (*, **, ***) işaretleri ülkelerde ve panel genelinde değişkenin sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Çizelgede yer alan L sütunu CADF ve CIPS testlerine ilişkin değişken için Schwarz bilgi kriterine göre belirlenen optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Çizelge 4.22 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için düşük orta gelir grubu ülkelerine yapılan CADF ve CIPS birim kök test istatistiklerini göstermektedir. CADF test istatistikleri kesitler için ayrı ayrı birim kök sınaması yaparken, CIPS test istatistikleri panelin geneli için bir durağanlık analizi yapmaktadır. Bu bağlamda serilerin heterojen yapıya sahip olması ülkelerin ayrı ayrı değerlendirilmesine de olanak sağlamaktadır. Analizde hesaplanan CADF ve CIPS test istatistik değerlerinin kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması durumunda durağanlıktan bahsedilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312). Bu bağlamda CADF test

istatistikleri sonucuna göre düşük gelir grubu ülkelerinden yalnızca Hindistan sabitli modelde %1 anlamlılık düzeyinde, Mısır ve Endonezya %10 anlamlılık düzeyinde durağan, sabitli ve trendli modelde ise Hindistan %5, Endonezya %10 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmıştır. Panelin geneli için değerlendirme imkanı sunan CIPS istatistik sonuçlarına göre ise hem sabitli hemde sabitli ve trendli modelde birim kökün varlığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilememiştir. Diğer bir açıdan bakıldığında çalışmada analizlerde kullanılan finansal gelişme endeksi serisinin makroekonomik koşullardaki değişimlere oldukça duyarlı olması, analiz için dahil edilen yıllar itibarıyla bu seride yapısal kırılmaların meydana gelmiş olabileceği ihtimalinin göz önüne alınması gerekliliğini getirmektedir. Bu bağlamda yapısal kırılmaların dikkate alınmadığı CADF birim kök testi sonuçlarda yanıltıcı etkilere yol açabilmektedir. Literatürde yapılan durağanlık analizlerinde yapısal kırılmaları dikkate almayan testler birim kökle sonuçlanırken, yapısal kırılmaların dikkate alındığı testler durağanlıkla sonuçlanabilmektedir. Bu nedenlere bağlı olarak söz konusu analizlerdeki bu etkileri giderebilmek için yapısal kırılmalı birim kök testlerine başvurulmuştur.

Çizelge 4.23. Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli Model

<i>Panel KPSS Test İstatistikleri (Sabitli)</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>KPSS Test</i>	<i>Kritik Değerler</i>			<i>KS</i>	<i>Kırılma Tarihleri</i>
		1%	5%	10%		
Mısır	0.692*	1.162	0.553	0.439	1	2013
Hindistan	0.054*	2.906	2.357	2.063	1	2011
Endonezya	0.165*	0.842	0.558	0.438	3	1999
Fas	3.691	3.611	2.180	1.889	1	2012
Nijerya	0.499*	0.520	0.409	0.359	2	2006-2009
Pakistan	0.216*	2.495	1.296	0.865	0	
Filipinler	0.115*	2.328	1.386	0.902	0	
PANEL SONUÇ						
Bootstrap Değeri	17.061*	23.719	18.435	16.406		
P-Değeri	0.000*					

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Aynı çizelgede yer alan KS sütunu ilgili

dönemde kesitlerde meydana gelen yapısal kırılmaların sayısını göstermektedir. Panel KPSS test istatistiklerine ait kritik değerler Bootstrap kullanılarak 1000 yinelemeyle elde edilmiştir.

Çizelge 4.23 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için düşük orta gelir grubu ülkelere uygulanan yapısal kırılmalı KPSS birim kök test istatistiklerini göstermektedir. Analizde hem panel hem de kesitler (ülkeler) için hesaplanan KPSS test istatistik değerlerinin kritik tablo değerlerinden küçük olması durumunda durağanlıktan bahsedilmektedir. Çalışmada KPSS test istatistikleri hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerle hesaplanmıştır. Çizelge 4.23 sabitli modelde elde edilen KPSS test istatistik sonuçlarını göstermektedir. Kesitler için elde edilen sonuçlara göre yapısal kırılmalarla birlikte serilerin durağan olduğunu ifade eden H_0 hipotezi Fas dışında kalan ülkelerin tümü için %1 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiştir. Panelin geneli için elde edilen sonuçlarda %1 anlamlılık düzeyinde serilerin durağan olduğunu göstermektedir.

Çizelge 4.24.Yapısal Kırılmalı KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri) Sabitli ve Trendli Model

<i>Panel KPSS Test İstatistikleri (Sabitli ve Trendli)</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>KPSS Test</i>	<i>Kritik Değerler</i>			<i>KS</i>	<i>Kırılma Tarihleri</i>
		1%	5%	10%		
Mısır	0.965*	3.542	1.633	1.000	0	
Hindistan	0.160*	2.798	1.155	0.760	2	2001-2002
Endonezya	0.240*	5.053	2.107	1.335	3	1999-2008-2010
Fas	0.124*	2.273	0.679	0.455	1	2007
Nijerya	0.106*	3.336	1.690	1.363	3	1998-2006
Pakistan	0.074*	3.453	1.683	1.087	2	2009-2012
Filipinler	0.219*	4.853	2.031	1.158	2	2004
PANEL SONUÇ						
Bootstrap Değeri	26.892*	182.052	110.966	89.744		
P-Değeri	0.000*					

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Aynı çizelgede yer alan KS sütunu ilgili dönemde kesitlerde meydana gelen yapısal kırılmaların sayısını göstermektedir. Panel KPSS test istatistiklerine ait kritik değerler Bootstrap kullanılarak 1000 yinelemeyle elde edilmiştir.

Finansal gelişme ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) endeksi serisinin durağanlık durumunu panel geneli ve paneli oluşturan her bir kesit için sabitli+trendli formda inceleyen Çizelge 4.24'deki yapısal kırılmalı Panel KPSS test istatistiklerine ait sonuçlarda sabit formda elde edilen çizelge 4.23'deki sonuçlar ile benzerlik göstermektedir. KPSS test istatistiklerine göre hem panelin geneli hem de panelde yer alan ülkelerin her birinde yapısal kırılmaları dahil ederek serilerin durağan olduğunu belirten H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde kabul edilmektedir. Öte yandan hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerde ülkeler için tahmin edilen kırılma tarihleri bazı ülkeler için benzerlik göstermekte bazıları için ise sabitli modelde kırılma yokken sabitli ve trendli modelde kırılmadan bahsetmektedir. Fakat elde edilen sonuçlar kırılma tarihleri ile ilgili doğru tahminler vermektedir. Analize dahil edilen ülke grubunda meydana gelen yapısal kırılmalar genellikle 1990'ların başında yaşanan finansal liberalleşmeye bağlı olarak yaşanan krizlere ve 2008 yılında yaşanan finansal krizin etkilerine dikkat çekmektedir.

Çizelge 4.25. Fourier KPSS Birim Kök Testi Sonuçları (Düşük Orta Gelir Grubu Ülkeleri)

<i>Fourier KPSS Test İstatistikleri</i>						
<i>Ülkeler</i>	<i>Sabitli</i>			<i>Sabitli ve Trendli</i>		
	k=1	k=2	k=3	k=1	k=2	k=3
Mısır	0.098*	0.119*	0.191*	0.343	0.187*	0.123*
Hindistan	0.784*	0.334*	1.011	1.546	0.092*	0.079*
Endonezya	0.370	0.166*	0.268*	0.171	0.058*	0.089*
Fas	0.503	0.827	0.998	0.085	0.230	0.137*
Nijerya	0.407	0.455*	0.329*	0.125	0.146*	0.070*
Pakistan	0.088*	0.473*	0.343*	0.069*	0.534	0.065*
Filipinler	0.231*	0.165*	0.163*	0.167	0.157*	0.153*
PANEL SONUÇ						
FZ(k)	14.188	4.424**	5.899*	66.669	10.133	2.718*

Not: İlgili Test İstatistikleri Gauss 10 programı ile elde edilmiştir. Çizelgede yer alan Panel KPSS test istatistiklerine ilişkin (*, **, ***) işaretler panelde yer alan ülkelere ve panelin tamamına ait serinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu belirtmektedir. Optimal frekanslara ait kritik değerler Becker, vd., (2006, 389) tarafından hazırlanan makaleden elde edilmiştir. Aşağıda her iki model içinde tablodan elde edilen kritik değerler gösterilmektedir. Sabitli Modelde; k=1 için kritik değerler %1 için 0.2699 %5 için 0.1720 %10 için 0.1318, k=2 için kritik değerleri %1 için 0.6671 %5 için 0.4152 %10 için 0.3150, k=3 için kritik değerler %1 için 0.7182 %5 için 0.4480 %10 için 0.3393 Sabitli ve Trendli Modelde; k=1 için kritik değerler %1

için 0.0716 %5 için 0.0546 %10 için 0.0471, k=2 için kritik değerleri %1 için 0.2022 %5 için 0.1321 %10 için 0.1034, k=3 için kritik değerler %1 için 0.2103 %5 için 0.1423 %10 için 0.1141 belirlenmiştir.

Yapısal kırılmalı KPSS panel birim kök testinde elde edilen sonuçların güvenilir olması açısından Fourier KPSS birim kök testi analize dahil edilmiştir. Çizelge 4.25 ($fge_{yp,it} - fge_{g,it}$) değişkeni için düşük orta gelir grubu ülkelerine uygulanan Fourier KPSS panel birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Analizde hem panel hem de kesitler (ülkeler) için hesaplanan Fourier KPSS test istatistik değerlerinin belirlenen optimal frekansların (k=1, k=2, k=3) kritik tablo değerlerinden küçük olması durumunda serilerin durağan olduğunu belirten H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Fourier KPSS test istatistikleri sonuçlarına göre sabitli modelde paneli oluşturan ülkeler optimal frekansın k=1 olduğu durumda Mısır, Hindistan, Pakistan ve Filipinler %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansın k=2 olduğu durumda Fas dışındaki tüm ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansın k=3 olduğu durumda ise, Fas ve Hindistan dışındaki tüm ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır. Aynı testin sabitli ve trendli modelinde yer alan test istatistiklerine göre optimal frekansın k=1 olduğu durumda Pakistan %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansın k=2 olduğu durumda Fas ve Pakistan dışındaki ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan, optimal frekansın k=3 olduğu durumda ise paneli oluşturan tüm ülkeler %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır. Panelin geneli için çıkan test istatistiklerine göre sabitli modelde k=2 için %5, k=3 için %1 anlamlılık düzeyinde durağan, sabitli ve trendli modelde k=3 için %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmaktadır.

4.5. Bulgular ve Değerlendirmeler

Bu çalışmada, yükselen piyasa ekonomileri olarak sınıflandırılan gelişmekte olan ülkelerin finansal gelişmelerinin gelişmiş ülkelere yakınsayıp yakınsamadığı araştırılmaktadır. Yakınsamanın varlığını test edebilmek için yükselen piyasa ekonomisi olarak ifade edilen 22 gelişmekte olan ülke gelir yapılarına göre dört gruba ayrılmıştır. Yakınsamanın varlığının belirlenmesi için referans alınan 5 ülke ise IMF tarafından her yıl yayınlanan finansal gelişme endeksi sıralamasında ilk 10'da yer alan ve veri bulunabilirliği açısından uygun ülkeler arasından seçilmiştir. Genellikle literatürde gelir yakınsamasının ekonometrik yöntemlerle analizi ülkeler

arasındaki milli gelir farklarında yaşanan şokların kalıcı olup olmaması durumunun tespit edilmesidir. Yakınsamanın stokastik bir tanımlaması olarak çalışmalarda yer bulan bu yöntemde ülkeler arasındaki gelir farklarının durağan bir süreç izlemesi beklenmektedir. Çünkü durağanlığın olmaması durumunda yakınsamayı olumsuz etkileyecek kalıcı sapmalar meydana gelebilmektedir (Carlino ve Mills, 1993: 336). Bu bağlamda ülkeler arasındaki yakınsamanın varlığı birim kök testleri ile incelenebilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde ülkeler arasındaki Neoklasik iktisatçıların büyüme teorilerinden birisi olan yakınsama hipotezinin geçerliliğinin finansal gelişme açısından tespit edilebilmesi için uygulanan panel birim kök analizlerinin sonuçlarına ilişkin bulgulara ve yorumlara yer verilmektedir. Ülke grupları için birim kök analizleri her ülke grubunun yatay kesit bağımlılığının ve homojenlik durumlarının tespitinin ardından uygun olan testin seçilmesiyle uygulanmıştır. Bu nedenle her ülke grubu için uygulanan panel birim kök testleri farklılık gösterebilmektedir. Elde edilen bulgular yükselen piyasa ekonomilerinin gelir yapısına göre sınıflandırılmış haliyle yorumlanmaktadır.

Üst Orta Gelir ülkeler Yükselen Piyasa Ekonomileri: Yükselen piyasa ekonomisi olarak ifade edilen gelişmekte olan ülkelere ait 10 ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler kişi başına düşen milli geliri 3896 dolar ile 12055 dolar arasında olan ülkelere oluşmaktadır. Çalışmadaki söz konusu 10 ülke Güney Afrika, Brezilya, Çin, Kolombiya, Ürdün, Malezya, Meksika, Peru, Tayland ve Türkiye'dir. Bu ülkelerin finansal sektörlerindeki yakınsamanın tespiti için gelişmiş ülkelere seçilen beş referans ülke olarak belirlenmiştir. Seçilen bu ülkeler ise, ABD, Avustralya, İsviçre, Japonya ve Norveç'tir. Finansal gelişmenin yakınmasını belirlemek için öncelikle her iki ülke grubu içinde bankacılık ve sermaye piyasaları ile ilgili 10 tane veri seçilmiş ve bu veriler kullanılarak finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Elde edilen endekslerin ardından farkları alınmış ve önce yatay kesit bağımlılığı testi ardından da homojenlik testi uygulanmıştır. Bu işlemlerin ardından üst orta gelir grubu için en uygun olan birim kök testleri belirlenmiştir.

Üst orta gelir grubu yükselen piyasa ekonomilerine IPS, Fisher ADF ve Fisher PP panel birim kök testleri uygulanmıştır. Gerçekleştirilen testlerde eğim parametrelerinin heterojen bir yapıya sahip olmasından dolayı elde edilen sonuçlar

ülke düzeyinde raporlanmasına olanak sağlamaktadır. Bu çerçevede gruba dahil olan ülkelerden Güney Afrika, Çin, Malezya, ve Türkiye için elde edilen panel birim kök test sonuçları referans alınan gelişmiş ülkeleri yakınsadığına, Brezilya, Meksika, Peru, Tayland Kolombiya ve Ürdün'ün ise yakınsamadığına dair sonuçlar ortaya koymuştur. Panelin geneline bakıldığında ise üst orta gelir grubu ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakınsadığına dair sonuçlar çıkmıştır.

Üst orta gelir grubu ülkeler için yapılan durağanlık test sonuçlarına göre bu grupta yer alan 10 ülkeden ilki Güney Afrika'dır. Birim kök test istatistiklerine göre Güney Afrika için bütün testler aynı sonucu vermektedir. Güney Afrika'nın daha önceki bölümlerde detaylı olarak yer verilen bilgiler ışığında referans olarak seçilen beş ülkeyi yakınsadığı sonucuna varılmaktadır. 1980 yılında finansal serbestleşme süreciyle birlikte Güney Afrika uzun yıllar gerçekleştirmiş olduğu olumlu politikalar yoluyla finansal sektör açısından pek çok gelişmiş ülke ile kıyaslanabilmektedir. Güney Afrika'nın finansal sisteminin en belirgin özelliği büyük ve yoğunlaşmış olmasıdır. Günümüzde diğer gelişmekte olan piyasalarla karşılaştırıldığında hem bankacılık hem de sermaye piyasası açısından Güney Afrika finansal piyasasına öncülük etmektedir. Dünya bankası veritabanına göre Güney Afrika'da bankacılık varlıklarının yaklaşık olarak %30'una sahip 50'den fazla yabancı sermayeli banka bulunmaktadır (McKenzie, vd., 2016: 53). Finansal sektör varlıkları oldukça yüksek bir oranda olan Güney Afrika yükselen piyasa ekonomilerinin oldukça üzerinde bir seviyede yer almaktadır. Dolayısıyla Güney Afrika finansal sektöründe yaşanan gelişmeler yapılan analiz sonucunda referans alınan beş ülkeyi yakınsadığına dair elde edilen bulguları destekler niteliktedir.

Elde edilen bulgulara göre üst orta gelir grubunda yakınsamanın varlığını destekleyen diğer bir ülke ise Çin'dir. Son otuz beş yılda reel ekonomi ve finansal piyasalar açıdan en başarılı ülkelerden birisi olan Çin, gelecek yıllarda dünyanın en büyük ekonomilerin arasında görülmektedir. Çin'in bu gelişiminde finansal sistemindeki gelişmeler kritik bir rol oynamaktadır. 1970'lerin sonunda başlayan reformlar ve liberalleşmeler Çin'in piyasa ekonomisine hızlı bir geçiş yapmasını kolaylaştırmıştır. Bu dönemde ülkedeki piyasa ekonomisi geliştikçe kaynak tahsisine yönelik artan ihtiyaçlar Çin'in finansal piyasalarının kademeli olarak kurulmasına ve

gelişmesine olanak sağlamıştır. Banka odaklı bir finansal yapıya sahip olmasına rağmen Çin, son yirmi yılda sermaye piyasaları küçük ve bölgesel piyasalardan hızla ulusal bir pazar haline gelmiş ve yıllardır gelişmiş olan piyasalarla rekabet etmeye başlamıştır. Dolayısıyla analiz sonucunda elde edilen bulgular Çin'de yaşanan finansal gelişmelerin gelişmiş ülkeleri yakınsadığını teorik olarak desteklemektedir (Padmanabhan, vd., 2015: 2).

1980'lerin sonundan bu yana hem bankacılık hem de sermaye piyasalarında önemli gelişmeler gösteren Malezya için yapılan birim kök testi sonuçları gelişmiş ülkeleri yakınsadığına dair sonuçlar ortaya koymuştur. Finansal sektöre yönelik genellikle bugünkü finansal sistemin altyapısını oluşturmak için gerçekleştirilmiş ve güçlü düzenlemeler Malezya finansal sistemine güçlü finansal kurumların katılımını sağlamıştır. Yükselen piyasa ülkeleri içerisinde finansal aracılık ve piyasaların önemli gelişme gösterdiği ülkelerden birisi de Malezya'dır. Dolayısıyla yapılan analiz sonucu Malezya'nın finansal sistemi ile tutarlı bir sonuç ortaya koymuştur (IMF, 2013b: 2-4).

Elde edilen bulgular neticesinde referans ülke grubunu yakınsadığına dair sonuçların ortaya çıktığı üst orta gelir grubunda yer alan son ülke ise Türkiye'dir. 1980'lerin sonlarına doğru gerçekleştirilen finansal serbestleşme politikaları ile Türkiye dünya ülkeleri ile entegre olma sürecine girmiş ve pek çok reform gerçekleştirmiştir. Hem bankacılık sektöründe hem de sermaye piyasalarında önemli adımlar atılmış ve Türkiye finansal gelişme sürecine dahil olmuştur. Bu durum ülkede daha etkin bir finansal yönetimi de beraberinde getirerek ülkenin finansal gelişimine katkı sağlamıştır. Türkiye finansal piyasasında pazar payları, özel yerli, yabancı ve devlet bankaları arasında eşit olarak paylaştırılmaktadır. Türkiye'nin sermaye piyasalarının gelişmesi, bankaların ve şirketlerin uyumsuzluk sürelerinin azaltılmasına, döviz bağımlılığını azaltılmasına ve büyümenin desteklenmesine önemli ölçüde katkıda bulunabilmektedir (IMF, 2017e: 8-23). Dolayısıyla Türkiye'de yaşanan finansal gelişme gelişmiş ülkelerin finansal yapısına yakınsama sürecinde olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Petrol İhraç eden Yükselen Piyasa Ekonomileri: Yükselen piyasa ekonomilerinde petrol ihraç eden ülkeler grubu içerisinde yer alan 4 ülke

bulunmaktadır. Bu ülkeler Endonezya, Meksika, Nijerya ve Suudi Arabistan'dır. Bu ülkelerin finansal sektörlerindeki yakınsamanın tespiti için gelişmiş ülkelere seçilen 5 referans ülke olarak belirlenmiştir. Seçilen bu ülkeler ise, ABD, Avustralya, İsviçre, Japonya ve Norveç'tir. Finansal gelişmenin yakınmasını belirlemek için öncelikle her iki ülke grubu içinde bankacılık ve sermaye piyasaları ile ilgili 10 tane veri seçilmiş ve bu veriler kullanılarak finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Elde edilen endekslerin ardından farkları alınmış ve önce yatay kesit bağımlılığı testi ardından da homojenlik testi uygulanmıştır. Bu işlemlerin ardından petrol ihraç eden grubu için en uygun olan birim kök testleri belirlenmiştir.

Petrol ihraç eden ülke grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerine LLC ve Breitung panel birim kök testleri uygulanmıştır. Gerçekleştirilen testlerde eğim parametrelerinin homojen bir yapıya sahip olmasından dolayı elde edilen sonuçlar ülke düzeyinde değil grubun bütünü için yorumlanmaktadır.

Yapılan birim kök test istatistik sonuçlarına göre her iki test içinde serilerin durağan olduğu sonucuna varılmış ve yakınsamanın varlığı kanıtlanmıştır. Bu ülkelerin ortak özelliği, ülkede var olan temel gelirin büyük bir kısmının petrol ihracatından dolayı elde edilmesidir. Dolayısıyla bu ülkelerin dünya ülkeleri ile finansal entegrasyonu diğer yükselen piyasa ekonomilerine kıyasla daha uzun bir geçmişe sahip olmaktadır. Petrol ihraç eden ülkeler grubuna dahil olan ve yüksek gelir grubunda yer alan ülke Suudi Arabistan'dır. 1940'lı yıllarda ülkede keşfedilen petrol doğal kaynağına bağlı olarak ülkeye yabancı bankaların giriş yapması Krallığın finansal aracılık ile ilgili düzenlemelere erken başlamasına olanak sağlamıştır. Dolayısıyla istikrarlı bir finansal politika için pek çok reform gerçekleştirilmiş ve finansal aracılık işlemleri çeşitlendirilmiştir. Petrol fiyatlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak yaşanan ufak çaplı krizlerin dışında ülkenin finansal sistemi yerli ve yabancı pek çok yatırımcının işlem yapmasına olanak sağlamıştır. Günümüzde Suudi Arabistan'daki finans sektörü ülkenin gelişim sürecini teşvik eden en önemli araçlardan birisi olarak görülmektedir (Mohamed, vd., 2014: 3).

Petrol ihraç eden yükselen piyasa ekonomisi ve üst orta gelir grubuna dahil olan ülkelere birisi ise Meksika'dır. 1980'lerden bu yana Meksika'nın finansal yapısında yatırım ve büyüme düzeyini derinden etkileyen pek çok gelişme yaşanmış

ve modern finansal kurumlardan oluşan bir ülke haline gelmiştir. Dahası, sadece gelişen finansal sistemin önemi değil, yapısı da son yirmi yılda önemli ölçüde değişmiştir. Bu süre zarfında borsa ve diğer banka dışı finansal kuruluşlar için ticari bankalar üzerinden zemin hazırlanmıştır. Meksika'nın finansal yapısındaki bu değişiklikler, 1994 tekila krizinin ciddiyeti nedeniyle kısmen kesintiye uğramasına ve tersine dönmesine rağmen, esas olarak Meksika'yı 1980'lerin sonlarından bu yana nispeten daha fazla banka tabanlı bir sistemden piyasaya dayalı bir sisteme dönüştürmeyi başarmıştır (Copelman, 2000: 2).

Yükselen piyasa ekonomilerinin temel özelliklerinden birisi olan bankacılık sektörünün hakimiyeti altında ve en önemli geliri petrol ihracatı olan ülkelerden biri diğeri ise Endonezya'dır. Finansal şirketler grubunun finansal sistemde önemli bir rol oynadığı Endonezya'da, banka dışı finansal kuruluşlar son on yılda hızlı gelişmeler göstermiştir. 1980'lerde finansal serbestleşme sürecine giren ülke finansal piyasaların kurumsal yapısını da iyileştirmiş ve yatırımcı teşviki sağlanmıştır. Endonezya'nın sermaye piyasalarının sürekli gelişimini destekleyen faktörler arasında özelleştirmelerde yoğun yatırımcı ilgisi, yabancı broker ve yöneticilerin varlığı, sermaye piyasası oyuncularının profesyonelliği yer almaktadır (Vandenbrink, 2005:3).

1999 yılının sonlarından itibaren güçlü bir büyüme kaydeden Nijerya, petrol geliri kritik bir mali gelir ve döviz kaynağı olmaya devam etmesine rağmen, ekonomisini petrole bağımlı olmadan da çeşitlendirmeyi başarmıştır. Ülkenin gelişmesi için en önemli özelliğinin finansal sektörü geliştirmek olduğunu amaç edinen Nijerya, küresel finansal sisteme dahil olmayı başarmıştır (Odeniran, 2010: 91; IMF, 2013e: 12). Geçmişten bugüne finansal piyasaların geliştirilmesi için gerçekleştirilen reformlar ülkenin gelişmesine büyük katkı sağlamıştır.

Sonuç olarak petrol ihraç eden ülkelerin referans alınan 5 gelişmiş ülkeyi yakınsadığına dair ortaya çıkan ampirik sonuçların yanı sıra ülkelerin yirmi yıllık süreçte incelenen finansal yapıları da yakınsamanın varlığını desteklemektedir.

Yüksek Gelir Grubu Yükselen Piyasa Ekonomileri: Yükselen piyasa ekonomisi olarak ifade edilen gelişmekte olan ülkelere ait

beş ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler kişi başına düşen milli geliri 12056 dolar ve üzerinde olan ülkelere olmaktadır. Çalışmada belirli kriterler dikkate alınarak referans ülke grubu seçilmiştir. Finansal gelişmenin yakınmasını belirlemek için öncelikle her iki ülke grubu içinde bankacılık ve sermaye piyasaları ile ilgili 10 tane veri seçilmiş ve bu veriler kullanılarak finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Elde edilen endekslerin ardından farkları alınmış ve önce yatay kesit bağımlılığı testi ardından da homojenlik testi uygulanmıştır. Bu işlemlerin ardından yüksek gelir grubu için en uygun olan birim kök testleri belirlenmiştir.

Yüksek gelir grubu yükselen piyasa ekonomilerine CADF, Yapısal Kırılmalı KPSS ve Fourier KPSS ikinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır. Gerçekleştirilen testlerde eğim parametrelerinin heterojen bir yapıya sahip olmasından dolayı elde edilen sonuçlar ülke düzeyinde raporlanmasına olanak sağlamaktadır. Bu bağlamda gruba dahil olan ülkelere Arjantin, Şili, Suudi Arabistan, Macaristan ve Polonya için elde edilen panel CADF birim kök test sonuçları referans alınan gelişmiş ülkeleri yakınsamadığına, Yapısal Kırılmalı KPSS ve Fourier KPSS birim kök test sonuçları ise yakınsama olduğuna dair sonuçlar ortaya koymuştur. Çalışmada kullanılan finansal gelişme serilerinin ekonomik koşullardaki dalgalanmalara duyarlı olduğu ihtimali yapısal kırılmalı birim kök testlerinin daha anlamlı sonuçlar vermesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla yapısal kırılmalı birim kök testlerinde ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilmektedir.

Yüksek gelir grubuna ait ülkelerin hepsi finansal serbestleşme süreciyle birlikte uygulanan politikaların uyumlu olması neticesinde zaman içinde hem reel ekonomide hem de finansal sektörde önemli gelişmeler kaydetmiştir. Bu grup içerisinde yer alan Arjantin, Güney Amerika bölgesinin ikinci büyük ülkelerinden birisi olarak görülmektedir. Bölgedeki kilit ülkelere Arjantin'de bankacılık sektörü finansal sistemde önemli bir etkiye sahiptir. Bankacılık sistemi oldukça güvenilir ve likit bir yapıya sahip olan ülkede kamu bankalarının payı oldukça büyüktür. Pek çok finansal krizle karşı karşıya kalan Arjantin her birinden önemli reformlar uygulayarak çıkmış ve finansal yapıyı daha güçlendirmeyi başarmıştır. Bu bağlamda finansal çeşitliliğini de arttırmayı başaran ülkede finansal gelişmenin gelişmiş ülkelere kıyasla olumlu bir seyir izlediği gözlenebilmektedir

(IMF, 2016a: 5-6). Dolayısıyla Arjantin için sonuçlanan yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları ülkenin genel durumuyla birlikte değerlendirildiğinde yakınsamanın varlığını kanıtlar niteliktedir.

Yüksek gelir grubu içerisinde yer alan diğer Latin Amerika ülkesi ise Şili'dir. Gelişen dünya ekonomisinin taleplerini karşılamak amacıyla verimli bir finansal sistem geliştiren ülkede son otuz yılda hem katılımcı sayısı hem de finansal ürün çeşitliliği büyük artış göstermiştir. Özellikle 1980'lerin sonunda ülkede başlayan finansal serbestleşme ile olağanüstü makroekonomik ve finansal performans sergilenmeye başlanmıştır. Finansal gelişme göstergelerine bakıldığında bu gelişmelerin olduğu varsayımı desteklenmektedir. Bu bağlamda Şili'nin gelişmiş ülkeleri yakalaması kaçınılmaz olmuş ve ampirik sonuçlar aynı noktada yer almıştır (IMF, 2011: 8-17).

Yirminci yüzyılın ortalarına kadar finansal aracılık sistemlerinin kullanılmadığı bir ülke olan Suudi Arabistan, günümüzde gelişmiş ülkeleri yakından takip etmeye başlamıştır. Özellikle ülkedeki temel geçim kaynağını oluşturan petrolün bulunması duruma çok büyük katkılar sağlamıştır. Elde edilen gelir kaynağının artış göstermesi ülkede finansal sisteminin öneminin kavranmaya başlamasının en önemli nedenlerinden birisidir. Günümüzde, Suudi Arabistan'daki finans sektörü ülkenin gelişim sürecini teşvik eden en önemli araçlardan birisi haline gelmiş ve önemli gelişmeler kaydetmiştir. Bankacılık sektörünün yoğunlaşmış olduğu ülkede sağlam finansal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Bunun sonucunda iyi kapitalize olmuş bir bankacılık sektörü ortaya çıkmıştır. Bunun yanında ülkede gelişen bir sermaye piyasası da aktif rol oynamaktadır (Mohamed, vd., 2014: 3). Dolayısıyla küresel finans piyasalarında önemli bir rol oynayan Suudi Arabistan'ın finansal sisteminin gelişmiş ülkelere yakınsaması bu gelişmelerle de ortaya koyulmaktadır

Doğu blokunun öncü ülkelerinden birisi olan Macaristan'da Sovyet etkisinin azalmasının ardından önemli gelişmeler yaşanmıştır. Piyasa odaklı sisteme hızlı bir geçiş sağlanan ülkede finansal reformlar istenilen başarının elde edilmesine olanak sağlamıştır. Mono bankacılık sisteminin terk edilmesiyle Batı Avrupa ile finansal ilişkilerin kapısı açılmış ve yabancı banka katılımları artmaya başlamıştır. Bunun

yanında Macar bankaları da aktifleştirilmiş ve bankacılık sektörünün varlıkları artış göstermeye başlamıştır. Yabancı sermayeli kredi kuruluşları daha aktif hale gelmiş ve ülkenin finansal çeşitliliğinin artmasına katkı sağlamıştır (Varhegyi, 2002: 75-76; Cesizmazia, 2014: 54-55; Nivorozhkin, 2002: 171-172; Csajbok ve Nemenyi, 1998). Yüksek gelir grubuna dahil olan yükselen piyasa ekonomilerinden Macaristan'ın son yirmi yıllık süreçte gerçekleştirmiş olduğu gelişmeler elde edilen uygulama sonuçlarını kanıtlar niteliktedir.

1989 yılına kadar sosyalist yönetim sistemiyle yönetilen Polonya'da bu tarihlere kadar finansal piyasalardan söz etmek mümkün olmamıştır. Serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemiyle birlikte ülke finansal yapısı oluşmaya başlamıştır. Serbestleşmenin ilk on yılında sadece bankacılık sektörünün hakim olduğu Polonya'da ilerleyen dönemlerde para ve sermaye piyasaları da aktif hale gelmeye başlamıştır. Son yirmi yılda büyük bir gelişim sürecine dahil olan Polonya pek çok gelişmekte olan ülkeyi geride bırakmayı başarabilmiştir (Janc, vd., 2013: 6-7; Orlowski, 1999: 9-10). Gelişmiş piyasa özelliklerini bütünüyle benimseyen Polonya'nın gelişmiş ülkeleri yakınsaması yadsınamaz bir gerçektir.

Düşük Orta Gelir Grubu Yükselen Piyasa Ekonomileri: Yükselen piyasa ekonomisi olarak ifade edilen gelişmekte olan ülkelere ait yedi ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler kişi başına düşen milli geliri 996 dolar ve 3895 dolar arasında olan ülkelere oluşmaktadır. Çalışmadaki söz konusu 7 ülke, Mısır, Hindistan, Endonezya, Fas, Nijerya, Pakistan ve Filipinlerdir. Bu ülkelerin finansal sektörlerindeki yakınsamanın tespiti için belirli kriterlere dayanarak referans ülkeler seçilmiştir. Finansal gelişmenin yakınmasını belirlemek için öncelikle her iki ülke grubu içinde bankacılık ve sermaye piyasaları ile ilgili 10 tane veri seçilmiş ve bu veriler kullanılarak finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Elde edilen endekslerin ardından farkları alınmış ve önce yatay kesit bağımlılığı testi ardından da homojenlik testi uygulanmıştır. Bu işlemlerin ardından düşük orta gelir grubu için en uygun olan birim kök testleri belirlenmiştir.

Düşük orta gelir grubu yükselen piyasa ekonomilerine CADF, Yapısal Kırılmalı KPSS ve Fourier KPSS ikinci nesil panel birim kök testleri uygulanmıştır. Gerçekleştirilen testlerde eğim parametrelerinin heterojen bir yapıya sahip

olmasından dolayı elde edilen sonuçlar ülke düzeyinde raporlanmasına olanak sağlamaktadır. Bu bağlamda gruba dahil olan ülkelerden Hindistan dışında elde edilen panel CADF birim kök test sonuçlarının referans alınan gelişmiş ülkeleri yakınsamadığına, Yapısal Kırılmalı KPSS ve Fourier KPSS birim kök test sonuçları ise Mısır, Hindistan, Endonezya, Fas, Nijerya, Pakistan ve Filipinler için yakınsama olduğuna dair sonuçlar ortaya koymuştur. Çalışmada kullanılan finansal gelişme serilerinin ekonomik koşullardaki dalgalanmalara duyarlı olduğu ihtimali yapısal kırılmalı birim kök testlerinin daha anlamlı sonuçlar vermesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla yapısal kırılmalı birim kök testlerinde ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilmektedir.

1990 yılından itibaren finansal serbestleşme sürecine giren ve Arap ülkeleri arasında en çok reform uygulayan ülkeler arasında Mısır yer almaktadır. Bu politikaların sonucu olarak ülkede yerli ve yabancı yatırımcı sayısı artış göstermiş ve ekonominin üretkenliği bazı alanlarda yoğunluk göstermeye başlamıştır. Temelde banka bazlı bir finansal yapıya hakim olan Mısır'da sermaye piyasalarının gelişmesi için bazı politikalar geliştirilmeye çalışılmaktadır. Son yirmi yılda Mısır'da gerçekleştirilen düzenleyici ve denetleyici politikalar ülkenin finansal sisteminde canlılığın artmasına katkı sağlamıştır. Bölgedeki akranlarına göre nispeten finansal çeşitliliği daha fazla olan Mısır'da bankacılık ve finansal hizmetler ülkenin önemli sektörleri arasında yer almaktadır (Bolbol, vd., 2005: 173-174). Mısır'ın finansal yapısında ortaya çıkan gelişmelerden yola çıkarak elde edilen test istatistik sonuçlarının tutarlı olduğu görülmektedir.

Yakınsamanın varlığının kabul edildiği diğer bir ülke ise istikrarlı bir finansal sisteme sahip olmak için kayda değer bir ilerleme kaydeden Hindistan'dır. 1990'lı yılların başında finansal serbestleşme politikaları ile bu yana gerçekleştirilen düzenleyici ve denetleyici politikalar ülkedeki finansal sistemin büyümesine ve ticari yönelimin artmasına olanak sağlamıştır. Son yirmi yıllık süreçte Hindistan finansal sisteminde aracılık işlemlerinin ve finansal çeşitliliğin arttığı teorik olarak gözlemlenebilmektedir. Bu bağlamda Hindistan'daki finansal gelişmelerin gelişmiş ülkelere yakınsaması ampirik sonuçlar ile desteklenmektedir (Sahoo, 2013:7; Rubani, 2017: 193).

Düşük orta gelirli ülkeler arasında yer alan Endonezya uzun yıllar gerçekleştirmiş olduğu finansal reformlarla ülke finansal sistemine olumlu katkılar sağlamayı başarmıştır. Bankacılık sisteminin hakim olduğu bir finansal sisteme sahip olan Endonezya'da banka dışı finansal sektörlerde önemli gelişmeler göstermiştir. 1980'lerden bu yana hem bankacılık sektörünü hem de sermaye piyasalarını düzenleyen politikalar geliştiren ülkede olumlu sonuçlar elde edilmiştir. Bu bağlamda Endonezya'nın gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarını yakınsaması hem teorik hem de ampirik olarak benzer sonuçları vermektedir.

Diğer yükselen piyasa ekonomileri ile benzer özelliklere sahip olan Fas'da finansal liberalleşme sürecini takiben gelişme gösteren ülkelerden birisi olmuştur. 1990 yılından itibaren dünyadaki modern finansal yapıya erişmek için pek çok politika geliştirilen ülkede, finansal verimliliğin artırılması sağlanmıştır. Son yirmi yıllık süreçte bankacılık sektörünün gelişmesine katkı sağlanmış, sermaye piyasalarının hacimleri arttırılmış ve finansal araçlarda çeşitlilik sağlanmıştır. Fas finansal piyasalarında yaşanan bu gelişmeler ekonometrik yöntemle elde edilen sonuçları kanıtlar niteliktedir.

Aynı zamanda petrol ihraç eden ülkeler arasında yer alan ve kısa bir büyüme süreci olan Nijerya aslında çok zengin bir finansal geçmişe sahiptir. Petrol ihraç eden bu ülke aynı zamanda petrole bağımlı olmadan finansal gelişme ve çeşitlendirmeyi sağlamayı amaç edinmiştir. Kısmen başarılı olsa da ülkede yaşanan gelişmeler hala petrol fiyatlarının etkisi altında kalmaktadır. Son yirmi yılda Nijerya'nın finansal piyasaları önemli gelişmeler sağlayarak küresel finansal sisteme ayak uydurmayı sağlamıştır.

Yakınsamanın var olduğu sonucu çıkan diğer bir düşük orta gelir ülkesi ise Pakistan'dır. Çok yönlü ve çeşitli bir finansal sisteme sahip olan Pakistan'da finansal serbestleşme ile dünya ülkeleri ile entegre bir yapıya dahil olmuştur. 1990'lardan itibaren gerçekleştirilen pek çok yapısal reform ülkenin finansal yapısının gelişmesine ve büyümesine katkı sağlamıştır. Elde edilen bulgular Pakistan'ın gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına yakınsadığını göstermektedir.

Pek çok yükselen piyasa ekonomisi gibi Filipinlerde de finansal gelişmenin yakınsadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bankacılık sisteminin hakim konumda olduğu Filipinler özellikle Asya krizinin etkilerinden kurtulmak için yapmış olduğu düzenlemelerle son yirmi yıllık süreçte önemli gelişmeler kaydetmiştir. Finansal varlık kalitesinin yüksek olduğu ülkede banka dışı finansal sektörlerde aktif olarak sisteme dahil olmuştur. Dolayısıyla Filipinler gelişmiş dünya ülkelerine ayak uydurmaya başlamıştır. Bu durum finansal yakınsamanın var olduğunu teorik olarak kanıtlamaktadır.



SONUÇ

Yakınsama teorisi gelişiminin birçok yönü bulunmaktadır. Bunlardan birisi de ülkelerdeki finansal piyasaların düzenleme ve denetiminin uyumlaştırılması ile bağlantılıdır. Yakınsama olgusunun uygulamalı olarak araştırılması, Avrupa bölgesindeki entegrasyon süreci ile bağlantılı olarak finansal piyasalara yayılmış ve esas olarak finansal entegrasyon analizine odaklanmıştır. Finansal bütünleşmenin finansal piyasadaki farklı bölümlerdeki rolü ve etkisi araştırılmıştır. Son yirmi yılda literatür hem ekonomik kalkınmanın belirlenmesi hem de gelir yakınsamasının açıklanması için potansiyel bir faktör olarak finansal gelişmeyi içeriklerine dahil etmeye başlamıştır (Stolbov ve Veysov, 2011:4). Finansal entegrasyon ve yakınsamanın kanıtı, finansal aracılığın performansını ve verimliliğini arttırmayı amaçlayan serbestleşme politikalarının sonucunun değerlendirilmesinde büyük öneme sahiptir.

Finansal açıdan klasik bakış açısıyla rekabetçi bir avantaj oluşturmak, reel sektörde olduğundan daha zor bir iştir. Çünkü finansal ürün kolayca kopyalandığından uzun bir geliştirme ve uygulama süresi gerektirmemektedir. Müşterilerin finansal hizmet seçiminde, marka tanıma, coğrafi ve ticari olarak hizmetlere erişim, sunulan geniş hizmet yelpazesi ve finansal hizmetlerin birleştirilebilirliği konusundaki öncelikleri finansal sektörde rekabet avantajı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim 1990'ların başından beri dünya, finans piyasasının farklı sektörleri arasındaki fonksiyonların yoğun şekilde karıştığına tanık olmuştur.

1980'lerden bu yana pek çok ülke finansal serbestleşme politikanlarını benimsemiş ve dünyada küreselleşmenin de etkisiyle geniş çaplı bir finansal entegrasyon süreci başlamıştır. Mc Kinnon ve Shaw (1973) ile başlayan bazı araştırmalar finansal kısıtlamaları kaldırmanın kaynakların daha verimli bir şekilde tahsis edilmesine olanak sağlayarak ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yapabileceğini belirtmişlerdir. Bu dönemde sermaye hareketlerindeki serbestleşme, gelişmekte olan ülkeler için ekonomik büyüme yolunda kaçınılmaz bir adım olarak görülmüştür. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin, finansal kaynakların sermayenin bol olduğu ülkelere yetersiz olduğu ülkelere doğru aktarılmasında büyük rol oynadığı düşünülmüştür. Dahası, banka temelli finansal

sistemlerin ekonomik büyümeye daha yatkın olduğu ve dolayısıyla dünyada egemen olacağı fikri ortaya çıkmıştır. 1980 yılının sonlarında, birçok yükselen piyasa ekonomisi finansal sistemlerinde geniş kapsamlı reformlar yapmış ve daha piyasa odaklı hale gelmiştir. Serbestleşme sürecinin ilk yıllarında sermaye akımlarındaki artışlar yükselen piyasa ekonomilerinin yatırım oranlarının artmasına ve ekonomik büyümeyle birlikte refah düzeylerinin yükselmesine neden olmuştur. Ancak bu durum, özellikle finansal serbestleşme için gerekli alt yapıya sahip olmayan bu ülkelerin sıcak sermaye girişlerine ve bir kriz anında sermaye kaçırma riskine karşı daha savunmasız hale gelmelerine neden olmuştur. Özellikle 1990'lardan itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde artan sermaye akımlarının olumlu etkileri tersine dönmüş ve finansal krizler yaşanmaya başlamıştır. Bu ülkelerin serbestleşme sürecine gerekli alt yapıyı hazırlamadan girmeleri olumsuz etkilenmelerine neden olmuştur. Finansal liberalizasyon sürecine katılan pek çok ülke finansal ve reel krizlere yakalanmış ve söz konusu ülkelerde bu krizleri aşmaya yönelik pek çok politika değişiklikleri yapılmıştır (Eichacker, 2015: 324; Antzoulatos, vd., 2011: 2; Williamson ve Mahar, 1998: 11). Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere daha sağlam entelektüel bir yapı sağlamak için etkin ve yoksul yanlı finans sektörü politikaları geliştirilmeye başlamıştır. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye ve kalkınmaya olan katkısının tam olarak sağlanabilmesi için finansal sistemin geliştirilmesi konusunda politika seçeneklerinin yeniden incelenmesi sağlanmış ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik olarak alt yapılarının sağlamlaştırılması ve olası şoklara karşı güçlü hale gelmesi konusunda pek çok görüş ortaya çıkmıştır (Kirkpatrick, 2000: 363). Bu görüşleri uygulayarak finansal serbestleşmeye ve gelişmeye ayak uyduran ülkeler daha güçlü hale gelmişlerdir.

1990'ların sonunda finansal piyasaların gelişmesinde en önemli trendlerden biri kurumsal yatırımcıların niceliksel olarak büyümesi olmuştur. Küresel ekonomi çağında önemli ölçüde gelişen finansal sektör, finansal deregülasyon ve hızlı teknolojik gelişmeler tüm dünyada finansal sistemlerin dönüşümünü sağlamıştır. Bu olaylar, ulusal finansal sistemler arasındaki farklılıkların ve benzerliklerin incelenmesini geçmiştekinden daha önemli hale getirmiştir. Dolayısıyla pek çok görüşe göre finansal sistemler zaman içerisinde birleşme eğilimindedir, yani belirli bir

yakınsama sürecine girmeleri beklenmektedir. Bu konuda iki çelişkili görüş ortaya çıkmıştır. Birinci görüş, küreselleşme, serbestleşme, ekonomik entegrasyon ve kuralların uyumlulaştırılması ile finansal sistemler arasındaki farklılıkların azaldığını savunmaktadır. Avrupa ve Asya kıtasındaki bazı finansal sistemlerin, gelişmiş Avrupa ve Asya ülkelerinin finansal sistemlerine benzer hale geldiğini gösteren bir dizi araştırma, banka tabanlı ve piyasa tabanlı sistemler arasındaki klasik ayrımın geçmiştekinden daha az olduğu sonucuna varmışlardır (bkz, Herman ve Winkler (2009); Dekle ve Pundit, 2015). Bu süreci, daha az gelişmiş finansal piyasalarla başlayan ülkelerdeki ulusal finansal sistemlerde meydana gelen genişlemede yansıtılabilir (bkz, Yaseen, 2002; Bahadır ve Valev, 2015; Fung, 2009). Öte yandan, bir başka literatür zinciri, iç finansal piyasaların entegrasyon ve küreselleşmeye rağmen heterojen kaldığını vurgulamaktadır. Ülkelere özgü faktörlerin finansal sisteme, küresel faktörlerden daha fazla etki ettiği görüşü ön plana çıkmaktadır (bkz, Asteriou, 2011; Antzoulatos, vd., 2011; Nitoi ve Pochea, 2016). Bu bağlamda çalışmanın üçüncü bölümünde yükselen piyasa ekonomileri gelir gruplarına ayrılarak heterojenlikleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Ülkelerin finansal sistemlerinde yakınsama olup olmadığının belirlenmesi aynı zamanda finansal gelişmenin ülke ekonomisi ve kalkınması üzerindeki etkileriyle ilgili çıkarımların yapılmasına olanak vererek makro ekonomik politikaların bu bilgiler ışığında geliştirilmesine olanak sağlayabilmektedir. Aynı zamanda finansal yakınsamanın varlığı gelişmekte olan ülkelerin dünya da oluşan gelişmeleri yakalayıp yakalamadığına dair bir kanıt ortaya koyabilmektedir.

Çalışmanın amacı, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal sistemlerinde meydana gelen gelişmelerin gelişmiş ülke grubunun finansal sistemlerindeki gelişmeyi yakınsayıp yakınsamadığını incelemektir. Bu doğrultuda yükselen piyasa ekonomisi olarak seçilen 22 ülkeye yönelik yakınsama analizi literatürde uygulanan çeşitli yaklaşımlar çerçevesinde ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmada seçilen 22 yükselen piyasa ekonomisinin gelişmiş ekonomileri yakınsayıp yakınsamadığını analiz edebilmek için 5 tane gelişmiş ülke referans olarak belirlenmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinden seçilen 22 ülke, analizin verimliliği açısından gelir yapısına göre dört gruba ayrılmıştır. Böylece, yüksek, üst orta, düşük orta ve petrol ihraç eden

lkeler olarak bir değerlendirme yapılmıştır. Bu lke gruplarının referans ülkelere yakınsayıp yakınsamadığını analiz edebilmek için finansal gelişme ölçütlerinin kullanıldığı değişkenler yardımıyla finansal gelişme endeksi hesaplanmıştır. Her iki ülke grubu için hesaplanan finansal gelişme endeksinde 10 tane değişken kullanılmıştır. Kullanılan değişkenler hem bankacılık hem de sermaye piyasalarının gelişme ltleri olarak literatürde çok sayıda çalışmada kullanılmıştır (Bkz, Herman ve Winkler, 2009; Fung, 2009; Veysov ve Stolbov, 2011; Bruno, 2011; Antzoulatos, vd., 2011; Apergis, vd., 2012; Yaseen, 2012; Dekle ve Pundit, 2015; Bahadır ve Valev, 2015)

Çalışmada yükselen piyasa ekonomilerinin finansal yakınsaması için uygulanan birim kök testleri belirlenmeden önce, homojenlik ve yatay kesit bağımlılığı testleri uygulanmıştır. Oluşturulan rneklem grupları gelir açısından homojen bir yapının varlığına işaret etmiş olsa da, finansal göstergeler açısından heterojen bir yapı sergileyebilmektedirler. Dolayısıyla seçilen ülke grupları için ilk olarak homojenlik testi uygulanmıştır. Homojenlik test sonuçlarına göre petrol ihraç eden ülke grubu dışında diğer gruptakiler heterojen özellikte çıkmıştır. Bu testin ardından gözlemlenen yatay kesitlerin birbirlerinden bağımsız olup olmadığını belirlemek için yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Uygulama sonucunda, yüksek ve düşük orta gelirli ülkelerde yatay kesit bağımlılığının olduğu, üst orta gelir ve petrol ihraç eden ülke grubunda yatay kesit bağımlılığının olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Yükselen piyasa ekonomilerinde belirlenen gruplara uygulanan homojenlik ve yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarının ardından, finansal yakınsamanın belirlenmesi için birinci ve ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Yüksek gelir grubu ve düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerine gerçekleştirilen analizlerde, kesitler arası bağımlılığı ve heterojen etkileri dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Ayrıca ikinci nesil birim kök testlerinde yapısal kırılmalar da dikkate alınmıştır. Üst orta gelir grubu yükselen piyasa ekonomilerine yapılan analizde, yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan, heterojen etkileri dikkate alan birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Petrol ihraç eden ülke grubu yükselen piyasa ekonomilerine ise, yatay kesit bağımlılığını

dikkate almayan homojen etkileri dahil eden birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Söz konusu modellerde, heterojen etkileri dikkate alanlar finansal yakınsamanın ülkeler bazında değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır.

Çalışmada her bir ülke grubu için uygulanan birim kök testleri yükselen piyasa ülkelerinin finansal yakınsaması için tutarlı sonuçlar ortaya koymuştur. Heterojen etkilerin dikkate alındığı birim kök test sonuçlarında her bir ülke ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Bu doğrultuda üst orta gelir grubu için heterojen etkileri dikkate alan ve kesitler arası bağımlılığın olmadığını varsayan birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, örnekleme dahil edilen 10 ülkeden 4 ülkenin finansal sistemlerinin gelişmiş ülkeleri yakınsadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Yakınsamanın var olduğu ülkeler Güney Afrika, Malezya, Türkiye ve Çin'dir. Bulgular ve değerlendirmeler kısmında yapılan açıklamalar aslında bu ülkelerin finansal piyasalarındaki gelişmeleri ayrıntılı bir şekilde ele almaktadır. Üst orta gelir grubunda yer alan bu ülkeler finansal serbestleşme sürecine erken dahil olan ülkelere dendir. Bu sürece erken dahil olmaları gelişmiş finansal piyasalarla daha önce bütünleşmesine olanak sağlamıştır. Dolayısıyla bu ülkeler gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına erişebilmek için pek çok reform gerçekleştirmişlerdir. Üst orta gelir grubundaki bu ülkeler finansal liberalizasyonun ilk aşamalarında etkili bir finansal sisteme sahip olmadıklarından dolayı finansal şoklara maruz kalmışlardır. Ancak yaşanan bu şoklar finansal altyapının iyileştirilmesi ile ilgili uygulanan reformlarda yol gösterici olmuştur. Bu çerçevede, üst orta gelir grubunda son yirmi yıllık gelişmelere bakıldığında Güney Afrika, Çin, Malezya, Türkiye ve Çin için elde edilen bulgular yakınsama hipotezini destekler niteliktedir.

Petrol ihraç eden ülkeler grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomileri için kesitler arası bağımlılığın olmadığını varsayan ve eğim parametrelerinin homojen bir etkiye sahip olduğu birinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Bu ülke grubu homojen bir yapıyı temsil ettiği için panelin geneli ile ilgili sonuçlar bulunmuştur. Bu bağlamda, petrol ihraç eden yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal gelişmelerin referans alınan gelişmiş ülkeleri yakınsadığı sonucuna ulaşılmıştır. Petrol ihraç eden yükselen piyasa ekonomileri Endonezya, Meksika, Nijerya ve Suudi Arabistan'dır.

Son yirmi yılda petrol ihracatçısı ülkeler, malların, hizmetlerin, sermayenin ve insan kaynaklarının serbest dolaşımından yararlanan ve geniş bir biçimde gelişen açık ve liberal bir ekonomi olmuşlardır. Dolayısıyla, daha küreselleşmiş ve birbirine bağlı bir dünya ekonomisine yönelik uluslararası çabaları desteklemede önemli bir rol oynamışlardır. Ayrıca bu süre zarfında ülkenin küresel piyasaya optimal bir şekilde katılımını sağlayacak istikrarlı bir finansal sistem için kurumsal yapılanmanın önemini kabul etmişlerdir. Bu çerçevede, petrol ihraç eden ülkeler finansal piyasaların kurumsallaşmasında ve gelişmesinde önemli bir ilerleme sağlamışlardır. Bu gelişmelerle birlikte elde edilen istatistikî sonuçlara bakıldığında, elde edilen bulgular petrol ihraç eden ülkelerin finansal piyasalarındaki gelişmelerin gelişmiş ülkeleri yakınsadığı sonucunu doğrulamaktadır.

Yüksek gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde yatay kesit bağımlılığı ve eğimlerin heterojenliğini dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Bu ülke grubuna yapılan birim kök testlerinin sonucuna göre, kırılganlıkları dikkate alan testler yüksek gelir grubu ülkelerindeki finansal gelişmelerin gelişmiş ülkeleri yakınsadığını ortaya koymaktadır. Yüksek gelir grubunda yer alan ülkeler, Arjantin, Macaristan, Suudi Arabistan, Polonya ve Şili'dir. Bu ülkeler arasında Macaristan ve Polonya planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş süreci yaşamış ülkelerdendir. Kısa bir geçmişleri bulunmasına rağmen finansal sektörleri büyük kurumsal, düzenleyici ve teknik gelişmelerden geçmiştir. Böylece, Avrupa piyasalarının gereksinimlerini karşılar hale gelmişlerdir. Yüksek gelir grubunda yer alan tüm bu ülkeler yükselen piyasa ekonomileri arasında ekonomik ve finansal açıdan serbestleşme sürecine kolay uyum sağlayan ülkelere dönüşmektedir. Dolayısıyla çalışmada uygulanan analizde elde edilen bulgular yakınsamanın varlığını kanıtlar niteliktedir.

Son olarak düşük orta gelir grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomileri için, yatay kesit bağımlılığı ve heterojen etkiyi dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır. Elde edilen test istatistikleri, düşük orta gelir grubundaki ülkelerin finansal sektörlerindeki gelişmelerin gelişmiş ülkeleri yakınsadığı sonucunu vermektedir. Bu ülke grubunda yer alan ülkeler Mısır, Hindistan, Endonezya, Fas, Nijerya, Pakistan ve Filipinlerdir. 1990 yılından itibaren finansal serbestleşme

sürecine dahil olan bu ülkeler, dünyadaki modern finansal yapıya uyum sağlamak için finansal çeşitliliğe büyük önem vermişlerdir. Serbestleşme sürecinden geçen her ülke gibi düşük orta gelirli ülke grubu da bazı finansal şoklardan etkilenmişlerdir. Bu süreç ülkelerin daha sağlam finansal sistem temelleri oluşturmaya olanak sağlamıştır. Böylece bu ülkelerdeki finansal piyasalarda çeşitlilik ve derinlik artmaya başlamıştır. Dolayısıyla, bu ülke bu grubu için elde edilen sonuçlar gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarını yakınsadığını desteklemektedir.

Çalışmadan elde edilen bulgulara bakıldığında, finansal gelişmenin yükselen piyasa ekonomilerinde önemli ilerlemeler kaydettiğine dair kanıtlar elde edilmiştir. Dolayısıyla finansal yakınsama sürecinin bu ülkelerin çoğunda başladığına ilişkin sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu yakınsama süreci gelişmiş ekonomilerle yükselen piyasa ekonomileri arasında finansal gelişme açısından mesafelerin önümüzdeki yıllarda daha da daralacağını işaret etmektedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar, bir ülkenin finansal aracılık sisteminin kalitesinin (fonların tahsis edilmesinin ne kadar etkili olduğu) ve bu sistemin büyüklüğünün finansal yakınsama ya da uzaklaşmanın kilit faktörleri olduğunu göstermektedir. Bu genel sonuç, finansal aracılıkla ilgili faaliyet ölçütlerinin finansal sistemin etkililiğinin en karakteristik değişkenleri olarak kullanılmasıyla anlaşılmıştır. Aynı zamanda, finansal serbestleşmenin finansal gelişmeyi ve yakınsamayı kolaylaştırdığı elde edilen sonuçlarda ve ülkelerle ilgili ayrıntılı açıklamalarla gösterilmektedir. Dünyanın finansal olarak daha homojen bir hale geldiğine dair elde edilen kanıtlar, geleneksel finansal sistem ikilemesinin uygulanabilirliğini göstermektedir. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ülkeler ile entegrasyonu, gelişmekte olan bu ülkelerin finansal sektör kalitesi için çok özel bir ortam yaratmıştır. Ayrıca, yabancı bankaların girişi de bir bölgedeki iç bankacılık sektörlerinin kalitesini artırma aracı borç verme teknikleri ve yönetim açısından iç bankaların zayıflıklarının azaltılmasına olanak sağlamıştır.

Çalışmada elde edilen bir başka sonuç, yükselen piyasa ülkelerinde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının bu ülkelerde finansal krizlere neden olduğu açıkça görülmektedir. Fakat yaşanan şoklar aynı zamanda yükselen piyasa ekonomilerinin finansal piyasalarının uluslararası rekabet düzeyine ulaşması için

gereken geçiş sürecine katkı sağlamıştır. Ayrıca finansal serbestleşmeye bağlı olarak yaşanan krizler, küreselleşmiş bir dünyada, etkin denetim mekanizmasının yanı sıra uluslararası platformda gelişmiş finansal piyasalara benzer nitelikte ve işlevde kurumların oluşturulması ve var olanların güçlendirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Bu gelişmeler yükselen piyasa ekonomilerinin finansal piyasalarında çeşitliliğin ve sermaye girişinin artmasına neden olarak finansal gelişmenin temelini oluşturmuştur. Dolayısıyla yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ülkeler ile entegrasyonu bu ülkelerin finansal sistemlerindeki kalitenin artması için önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca finansal piyasalardaki kalite artışı bu ülkelerin ihtiyacı olan fonları daha kolay elde etmesine olanak sağlamaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri için gerekli olan fon kaynaklarının daha kolay tahsis edilmesi için bu ülkelerin daha avantajlı hale gelmeleri gerekmektedir. Finansal aracılıkla ilgili faaliyetlerin büyüklüğü finansal sistemin etkinliğinin de artmasına yardımcı olmaktadır. Sonuç olarak, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal düzenleme ve denetleme işlemlerine ve finansal kaliteyi arttırmak için gerekli uygulamaları yapmaya devam etmeleri gerekmektedir. Aynı zamanda dünya finansal piyasasındaki çeşitlilik göz önüne alınırsa, yeni gelişmelerin yükselen piyasa ülkeleri tarafından yakından takip edilmesi gerekmektedir.

Bu çalışma yapılırken karşılaşılan en önemli kısıt, literatürde finansal gelişmenin yakınsamasıyla ilgili sınırlı sayıda çalışmanın olması ve yükselen piyasa ülkeleriyle ilgili ayrıntılı bir araştırmanın bulunmamasıdır. Özellikle de bazı ülke gruplarının heterojen yapıda çıkmasından dolayı her bir ülke için bilgi verici olması analiz sonuçlarının karşılaştırılmalı bir şekilde incelenmesine olanak sağlamıştır. Gelecekte ortaya çıkacak benzer çalışmalar için bu konu farklı yöntemlerle ve daha kapsamlı bir şekilde ele alınabilmektedir. Bu çalışmada, ülkeler için kullanılan finansal gelişme göstergeleri sadece bankacılık ve sermaye piyasaları göstergelerinden oluşmaktadır. Veri kısıtı nedeniyle banka dışı finansal sektör göstergeleri ihmal edilmiştir. Dolayısıyla farklı ülke gruplarıyla analize dahil edilmeyen göstergeler kullanılarak benzer analizler yapılabilir. Son olarak finansal gelişme ölçütleri piyasalarla ilgili ayrıntılı bilgi vermek açısından, bankacılık ve sermaye piyasaları göstergeleri şeklinde iki farklı veri seti ile incelenebilir.

KAYNAKÇA

ABU-BADER, Suleiman, and Abu-Qarn, Aamer S. (2009). "Financial development and economic growth", **The Egyptian experience. Journal of Policy Modeling**,5 (30), 887-898.

ADENİYİ, Oluwatosin, Oyinlola, Abimbola, Omisakin, Olusegun and Egwaikhide, Festus O. (2015). "Financial development and economic growth in Nigeria: Evidence from threshold modelling", **Economic Analysis and Policy**, (47), 11-21.

ADUSEİ, Michael (2013). "Financial Development and Economic Growth: Evidence From Ghana", **The International Journal of Business and Finance Research**. 5(7), 61-76.

AFRİCAN DEVELOPMENT BANK (2009). "Financial Sector Development Support Programme Country: Kingdom of Morocco", Appraisal Report.

AGHİON, Philippe, Peter Howitt, and David Mayer-Foulkes. (2005). "The effect of financial development on convergence: Theory and evidence", **Quarterly Journal of Economics**,120 (1), 173-222.

AĞIR, Hüseyin (2010). **Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi**, BDDK Kitapları. (8).

AHMED, S. M. ve Ansari, M. I. (1998). "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience", **Journal of Asian Economics**, 3(9), 503-517.

AKPAN, Akaninyene U. and Ginika Ezenduka V. (2015). "Relative Contributions of The Nigerian Capital Market To The Growth of External Reserves (2005-2014)", **International Journal of Economics and Finance Studies**, 7(1), 57-83.

AKHTAR, S. (2006). "The financial sector of Pakistan – the roadmap", **Islamic Finance News**, 3(16).

ALLEN, Franklin, Qian, Jun and Qian Meijun (2006). **"China's Financial System: Past, Present, and Future"**, (Ed: In Brandt, L. and Rawski, T.), China's Great Economic Transformation, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

ALGHFAÏS, Mohammed (2016). **Comparative Analysis: The Impact of Financial Sector Development on Economic Growth in the Non-Oil Sector in Saudi Arabia**, SAMA Working Paper, 16/5.

ALMAZARĪ, Ahmed A. And Almumani, Muhammed A. (2012). "Measuring Profitability Efficiency of the Saudi National Banks", **International Journal of Business and Social Science**, 3(14), 176-185.

ALSHYAB, Nooh And Sandri Serena (2018). **"Financial Development And Inclusion In Jordan"**, (Coodinators: Rym Aradi And Willem Pieter D.G), Financial Development and Inclusion In Egypt, Jordan, Morocco and Tunisia, Emnes Studies.

AL-YOUSÏF, Yousif Khalifa (2002). "Financial development and economic growth Another look at the evidence from developing countries", **Review of Financial Economics**, (11), 131–150.

ALKHAREÏF, Ryadh M. (2015). **Are There Significant Premiums In The Saudi Stock Market?**, SAMA Working Paper, 15/5.

ABRAMOVITZ, Moses (1986) "Catching Up, Forging Ahead, and Falling Behind", **Journal of Economic History**, 46(2), 385–406.

ANG, James B. and Warwick J. McKibbin (2005). "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia", **Journal of Development Economics**, 84 (1), 215–233.

ANTZOULATOS, Angelos A. Panopoulou, Ekaterini and Tsoumas, Chris (2011). "Do Financial Systems Converge?", **Review of International Economics**.

APARÍCIO, Carlos and Bohórquez, Diego (2017). **"Market concentration analysis for the Peruvian financial system (2001-2016): an empirical approach"**, Universidad Del Pacifico.

APERGİS, Nicholas Christou, Christina and Miller Stephen (2012). "Convergence patterns in financial development: evidence from club convergence", **Empir Econ**, No: 43.

ARBELAEZ, Maria A. and Echavarria, Juan J. (2002). " **Credit, Financial Liberalization and Manufacturing Investment in Colombia**", Inter-American Development Bank, Research Network Working paper, no: 450.

ARİAS, Andres (2000). "The Colombian banking crisis: macroeconomic consequences and what to expect", **Borradores de Economia**, (157), Banco de la Republica.

ARNOLD, David J ve Quelch, John A. (1998). "New Strategies in Emerging Markets", **Sloan Management Review**, 40(1), 7-20.

ASHİSH, Makwana (2015). "Role of foreign institutional investors in indian stock market", A Phd Thesis, Saurashtra University.

ASİAN DEVELOPMENT BANK (2003). "Program Performance Audit Report On The Capital Market Development Program (Loan 1363-Phi) In The Philippines", PPA: PHI 21223.

ATİK, Hakan (2005). **Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri**, Türkiye Kalkınma Bankası, Ankara.

AYDIN, Nurhan (2012). **Finansal Yönetim**, Ed. Güven Sevil, Mehmet Başar, TC Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 2577.

BAHADIR, Berrak and Valev, Neven (2015). "Financial Development Convergence", **Journal of Banking Finance**, No: 56.

BANK OF THAILAND (2016). "Overview of Developments in Thai Financial Markets: A Banker's Perspectives", Bangkok Bank Public Company Limited.

BARAJAS, Adolfo, Roberto Steiner, and Natalia Salazar. (1999). "Foreign Investment in Colombia's Financial Sector", **Journal of Development Economics**, 63(1), 157-196.

BAÏLLIU, Jeannine N. (2000). **Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries**, Bank of Canada Working Paper, 2000-15, Canada.

BAÏLY, Martin Neil and Elliott, Douglas J. (2013) "The Role of Finance in the Economy: Implications for Structural Reform of the Financial Sector", **The Brookings Institution**, 1-34.

BALL, Laurence M. (2009). **Money, Banking And Financial Markets**, Worth Publishers. New York.

BALTAGI, Badi H. (2005). **Econometric Analysis of Panel Data**, Wiley, England.

BARRO, Robert J. and Sala-i Martin, Xavier (1991). "Convergence across States and Regions", **Brookings Papers on Economic Activity**, (1), 107- 182.

BARTZOKAS, Anthony and Mani, Sunil (2004). **Financial Systems Corporate Investment in Innovation and Venture Capital**, Edward Elgar publishing.

BARTZOKAS, Anthony and Mani, Sunil (2004). **Financial Systems Corporate Investment in Innovation and Venture Capital**, Edward Elgar publishing.

BECK, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli, Levine, Ross (1999). **A New Database on Financial Development and Structure**, The World Bank Financial Sector Discussion Paper. No:2.

BECK, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross (2000). "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector", **The World Bank Economic Review**, 14 (13), 597-605.

BECK, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross (2001). "Legal Theories of Financial Development", **Oxford Review of Economic Policy**, 17(4), 483-501.

BECK Thorsten- Honoan, Patrick (2008). **Finance for all?: Policies and Pitfalls in Expanding Access**, Vol. 41792. World Bank Publications.

BECK, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross (2009). " Financial Institutions and Markets across Countries and over Time Data and Analysis", The World Bank, Policy Research Working Paper, No: 4943.

BECK, Thorsten, Dgryse, Hans, Kneer, Christiane (2014). "Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems", **Journal of Financial Stability**, (10), 50-64.

BECKER, R., ENDERS, W. and LEE, J. (2006), "A stationarity test in the presence of an unknown number of smooth breaks", **Journal of Time Series Analysis**, 27(3), 381-409.

BENDOUIZ, Hasnaa (2015). " Interrelation between Financial Development and Economic Growth in Morocco: Modeling test", International Journal of Innovation and Applied Studies, 12(2), 471-490.

BERNARD Andrew and Durlauf Steven (1995). "Convergence in international output", **Journal of Applied Econometrics** 10. 97–108.

BERNARD Andrew and Durlauf Steven (1996). "Interpreting tests of the convergence hypothesis", **Journal of Applied Econometrics** 71. 161–173.

BETANCOUR, Cristina, Gregorio, Jose D. and Jara, Alejandro (2005). **Improving the banking system: the Chilean experience**, Central Bank of Chile.

BHETUWAL, Khem Raj (2007). "Financial liberalization and Financial Development in Nepal", **Economic Review**, (19). 23-41.

BİNİCİOĞULLARI, Nimet (2014). "Yeni Küresel Finansal Mimarının Finansal Sistem Üzerine Etkilerinin Analizi: Türkiye Örneği", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yayınlanmış Doktora Tezi.

BLACKROCK (2011). "Are Emerging Markets The Next Developot Markets?", BlackRock Investment Institute.

BLOMQUIST, Johan and Westerlund, Joakim (2013). "Testing slope homogeneity in large panels with serial correlation", **Economics Letters**, 121(3), 374-378.

BOLBOL, Ali, Fatheldin, Ayten and Omran, Mohammed M. (2005). "Financial development, structure, and economic growth: the case of Egypt, 1974–2002", **Research in International Business and Finance**, (19), 171–194.

BONIS, Riccardo De and Pozzolo, Alberto Franco (2012) **The Financial Systems of Industrial Countries Evidence from Financial Accounts**, Springer Heidelberg Dordrecht London New York.

BOYD, Roger (2013). **Energy and The Financial System**, Springer.

BRADA, Josef C., Kutan, M. Ali and Yiğit, Taner M. (2005). "The Effects of Transition and Political Instability on Foreign Direct Investment inflows", **Economics of Transition**, 14(4), 649-680.

BREUER, Janice B., Mcnown, Robert and Wallace, Myles S. (2002). "Series-Specific Unit Root Tests with Panel Data", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 64(5), 527-546.

BREITUNG, Jörg (2000). "The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data. Nonstationary Panels", **Panel Cointegration And Dynamic Panels**, 15, 161-177.

BRUNO, Giuseppe, Riccardo, De Bonis and Silvestrini, Andrea (2011), "Do financial systems converge? New evidence from financial assets in OECD countries", **Journal of Comparative Economics**, ELSEVIER.

BURTON, Maureen And Brown, Bruce (2009). **The Financial System And The Economy Principles Of Money And Banking**, Routledge, London and New York.

BREKK, Odd P., Sahay, Ratna, Ariyoshi, Akira, vd. (2015). **Financial System Stability and Competition in the Financial Industry**, ABD Institute Series on Development Economics, Springer.

CALDERON, Sezar and Lin Liu (2003). "The Direction Of Causality Between Financial Development and Economic Growth", **Journal Of Development Economics**, 72(1), 321–334.

CALVO, Guillermo and Frederic S. Mishkin (2003). "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", **Journal of Economic Perspectives**, 17(4).

CANBAŞ, Serpil ve Doğukanlı, Hatice (2007) **Finansal Pazarlar**, Karahan Kitabevi, Adana.

CARLINO, Gerald A. and Mills Leonard O. (1993). "Are U.S. Regional Incomes Converging?", **Journal of Monetary Economics**, 32(2):335-346.

CARRION-İ-SILVESTRE, J. L., Barrio-Castro, T. D., and Lopez-Bazo, E. (2005). "Breaking the Panels: An Application to the GDP Per Capita", **Econometrics Journal**, 8, 159-175.

CECCHETTI, Stephen G. and schoenholtz, Kermit L. (2006). **Money, Banking And Financial Markets**, Mc Graw Hill Edition.

CENTRAL BANK OF JORDAN (2016). "Financial Stability Report", Financial Stability Department, Jordan.

CENTRAL BANK REPUBLIC OF CHINA (2009). "China Financial Stability ", Report No: 3, Taiwan.

CENTRAL BANK OF JORDAN (2018). "The National Financial Inclusion Strategy 2018-2020", Jordan.

CSIZMAZIA, Roland Attila (2014). "The Development of the Hungarian Banking Sector Prior to Basel II", **International Journal of Knowledge and Innovation in Business**, 1(1), 53-70.

CHAK, Martin, Demirgüç - Kunt, Asli, Feyen, Eric and Levine, Ross (2012). "Benchmarking Financial Systems around the World", Policy Research Working Paper, World Bank. (6175).

CHAKRABORTY, Shanka and Ray, Tridip (2006) "The Development and Structure of Financial Systems", RGC, 1-39.

CHOİ, İn (2001). "Unit Root Tests of Panel Data", **Journal of International Money and Finance**, 20, 249–272

CHUI, Michael (2012). "Derivatives markets, products and participants: an overview", IFC Bulletin. (35). 3-11.

CHAMBERS, Nurgül (2009). **Türev Piyasalar**, Beta Yayınları, İstanbul.

CHANCE, Don M. and Brooks, Robert (2010). "An Introduction to Derivatives and Risk Management. South-Western", Cengage Learning. USA.

CIBILS, Alan and Cecilia Allami (2013), "Financialization vs. Development Finance: The Case of the Post-Crisis Argentine Banking System", **Revue de la regulation**.

CLEMENTE, Ademir, Taffarel, Marines, & Espejo, Robert A. (2012). "The Brazilian Stock Market–Dimension, Structure, and Main Features", **Business Dynamics in the 21st Century**, Ed. Chee-Heong Quah and Ong Lin Dar, Intech, 221-236.

COOK, Timothy Q and Laroche, Robert K. (1998). **Instruments of Money Market. Federal Reserve Bank of Richmond**, Virginia.

COPELMAN, Martina (2000). "Financial Structure And Economic Activity In Mexico", **Center Of Analysis And Economic Research**, ITAM.

CORTES, Claudio L. (The Global Crisis and the Chilean Economy), **Latin America after the Financial Crisis Economic Ramifications from Heterodox Perspectives**, Ed. Juan E. Santarc Angelo, Orlando Justo and Guido Perrone, Palgrave Macmillan, New York, 2016, 117-141.

CREANE, Susan, Goyal, Rishi, Mobarak, Mushfiq and Sab, Randa (2007): "Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Databas". IMF Staff Papers, 53 (3).

CSAJBOK, Attila And Nemenyi, Judit (1998). (The Contribution Of The Government Securities Market To The Development Of Wider Securities Markets In Hungary), **Capital Market Development In Transition Economies Country Experiences And Policies For The Future**. OECD.

CRISTINA, Sechel L. and Gheorghe, Ciobanu (2014). "Characteristics of The Emerging Market Economies - Brics, From The Perspective of Stock Exchange

Markets", The Annals of The University of Oreda, Economic Sciences. 23(1). 40-49.

CUBEDDU, L., Culiuc, A., Fayad, G., Gao, Y., Kochhar, K., Kyobe, A., Öner, C., Perelli, R., Sanya, S., Tsounta, E. and Zhang, Z. (2014). "Emerging Markets in Transition: Growth Prospects and Challenges", IMF STAFF DISCUSSION NOTE. Strategy, Policy, and Review Department.

ÇAVUŞGİL, Tamer, Knight, Gary and Riesenberger, John R. (2012). **International Business: Strategy, Management, and the New Realities**, Pearson Education.

ÇELİK, İsmail. (2012). "Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi İzmir Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsasında Ampirik bir Uygulama" Türkiye Bankalar Birliği, (283), İstanbul.

ÇİVİ, Emin ve Çavuşgil, S.Tamer (2001), "Yeni Dünya Düzeninde Güç Kazanan Ülkeler: Yükselen Ekonomiler", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 7(1), 113-128.

DAMİLL, Mario, Frenkel, Roberto, Rapetti, Marin (2013): **Financial and currency crises in Latin America**, in: M. H. Wolfson and G. A. Epstein (ed.) The Handbook of the Political Economy of Financial Crises, Oxford, Oxford University Press.

DAPONTAS, Dimitrios (2011). "Currency crises: the case of Hungary (2008-2009) using two stage least squares", Bank of Greece.

DARSKUVİENE, Valdone (2010). **Financial Markets**, Educaiton and Culture DG.

DEİDDA, Luca and Fattouh, Bassam (2002), "Non linearity between finance and growth", **Economics Letters**, 74 (3), 339–345.

DEİK (2015). "Brezilya Ülke Bülteni", Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu.

DEKLE, Robert and Madhavi, pundit (2015) "The Recent Convergence of Financial Development in Asia", ADB Economics Working Paper Series, No: 440.

DELİCE, Güven (2003), "Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (20), 57-81.

DEMETRIADES, Panicos O. (2008). "New Perspectives on Finance and Growth", University of Leicester. World Economy and Finance. Working Paper Series. (08/14).

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı and Levine, Ross (1996). "Stock Market Development and Financing Choices of the Firm", World Bank Economic Review. 10 (2). 223-239.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı and Detragiache, Enrica (1998)."Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF Working Paper. (83).

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı and Maksimovic, Vojislav (2000) "Funding Growth in Bank- How Based and Market-Based Financial System", Policy Research Working Paper, No: 2432, The World Bank Development Research Group.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı and Peria, María Soledad Martínez (2010)."A Framework for Analyzing Competition in the Banking Sector an Application to the Case of Jordan", Policy Research Working Paper. The World Bank Development Research Group.

DEMİRLİOĞLU, Lale (2016). "Finansal Piyasalar", (**Finansal Kurumlar ve Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri**), Ed. Melih Özçalık ve Mert Soysal, Birinci Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa,

DEPF (2008). "The Moroccan Financial System: Towards an expeditious convergence With European Union Standards", Department of Financial Studies and Economic Forecasts, Kigdom of Morocco.

DEVANADHEN, K. (2012). "Implied Volatility Scructure and Forecasting Efficiency: Evidence From Indian Option Market", P.G. and Research Department of Commerce St. Joseph's College. Tiruchirappalli.

DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos F. (1985) "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash" **Journal of Development Economics**, 19(1-2), 1-24

DOLAR, Veronika, and Meh, Cesaire (2002), "Financial structure and economic growth: A non-technical Survey", Working Paper, (24), Bank of Canada.

DORUCCI, Ettore, Meyer-Cirkel, Alexis and Santabarbara, Daniel (2009). "Domestic Financial Development In Emerging Economies Evidence and Implications", European Central Bank, Occasional Paper Series, No 102.

DOYRAN, Mine A. (2014). "Argentine Development After the Financial Crisis", **Levista LatinaAmericana De Economia**. 46(180).

DUCTOR, Lorenzo and Grecyna, Dryna (2015), "Financial development, real sector, and economic growth", **International Review of Economics and Finance**, (37), 393-405.

DUHAÎME, Gerard (2002). "Economic Systems", Arctic Human Development Report, pp: 69-84.

DUNTEMAN, George H. (1989). **Principle Component Analysis**, SAGE Publications. USA.

DURUSU ÇİFTÇİ, Dilek, İspir, M. Serdar, Yekiner, Hakan (2017). "Financial development and economic growth: Some theory and more evidence", ScienceDirect, Journal of Policy Modeling, (39), 290-306.

DURLAUF, Steven N. (2003). "The Convergence Hypothesis After 10 Years", University of Wisconsin at Madison.

EBİMOBOWEİ, Appah and Peter, Eze G. (2015). "Financial Reforms And The Nigerian Capital Market: 1986– 2010", **Research Journal of Finance and Accounting**, 4(19), 63-77.

EİCHACKER, Nina (2015). "Financial liberalization and the onset of financial crisis in Western European states between 1983 and 2011: An econometric investigation", **North American Journal of Economics and Finance**, (34), 232-243.

ELLIOT, Douglas and Yan, Kai (2013). "The Chinese Financial System an Introduction and Overview", John L. Thornton China Center Monograph Series • Number 6.

ENNEW, Christine T. and Waite, Nigel (2007) **Financial Services Marketing: An International Guide to Principles and Practice**, Butterworth-Heinemann is an imprint of Elsevier.

ERDEM, Ekrem (2008). **Para Banka ve Finansal Sistem**, Detay Yayıncılık, Ankara.

ERGÜN, Suzan (2010). "Arjantin'in Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnışler Ve Çıkışlar", **Akademik Bakış Dergisi**, (20), 1-18.

ERGÜNGÖR, O. Emre (2008), "Financial system structure and economic growth: Structure matters", **International Review of Economics and Finance**, (17), 292-305.

ERİM, Neşe, Türk, Armağan (2005). "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (10), 21-45.

ERİŞİK, Hüseyin (2016). (Türev Piyasalar), **Finansal Kurumlar ve Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri**, Ed. Melih Özçalık ve Mert Soysal, Birinci Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.

ERSUNGUR, Mustafa Ş., Kızıltan, Alaattin ve Polat, Özgür (2007). "Türkiye'de Bölgelerin Sosyo-Ekonomik Gelişmişlik Sıralaması: Temel Bileşenler Analizi", **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 21(2), 55-66.

ESTRADA, Gemma, Park, Donghyun and Ramayandi, Arief (2010). "Financial Development and Economic Growth in Developing Asia", ADB Economics, Working Papers. Asian Development Banks. (233).

FELEK, Şencan, Yayla, Nihal ve Çağlar, Atalay (2018). "Türkiye'de AB doğrudan yatırımları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine ARDL yaklaşımı", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, 20. 63-82.

FELSENFELD, Carl and Bilali, Genci (2004) "The Role Of The Bank For International Settlements In Shaping The World Financial System", **U. Pa. J. Int'l Econ. L.**, 25(3), 945-1045.

FERNANDEZ, Andres and Tamayo, Cesar E. (2015)." From Institutions to Financial Development and Growth: What Are the Links?", IDB Workin Paper Series, (565).

FILHO, Ernani T.T., Macahyba, Luiz and Zeidan, Rodrigo (2014). "Restructuring Brazil's National Financial System", IRIBA Working Paper, No:6.

FORREST, Jeffrey Y. (2014). **A Systems Perspective on Financial Systems**, CRC Press.

GALETOVIÇ, Alexander (1996). "Finance and Growth: A Synthesis And Interpretation of the Evidence", **BNL Quarterly Review**, 49 (96), 59-82.

GALINDO, Arturo, Micco, Alejandro and Ordonez, Guillermo (2002). "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", Paper presented at World Bank Conference on Financial Globalization, World Bank, Washington D.C.

GALLEGO, Francisco and Loayza, Norman (2000). "Financial Structure In Chile: Macroeconomic Developments And Microeconomic Effects", Central Banks of Chile.

GANİEV, Junus (2014). "Küreselleşme, Finansal Piyasalar ve Kriz.", **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi (Journal of Economic Policy Researches)**,1(2), 117-129.

GARTEN, Jeffrey E. (1997). **The Big Ten: The Big Emerging Markets and how They Will Change Our Lives**, BasicBooks.

GEHRİNGER, Agnieszka (2013)."Financial Liberalization, Financial Development and Productivity Growth An Overview", **Open Assessment Journal. Discussion Paper**, (46), 1-27.

GERSCHENKRON, Alexander (1962). **Economic backwardness in historical perspective**, Cambridge, MA: Harvard University Press.

GHALİ, Khalifa (1999). "Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience", **Review of Development Economics**, 3(3), 310–322.

GOCHOCO-BAUTISTA, Ma. Socorro (1999). "The past performance of the Philippine banking sector and challenges in the post crisis period", In: *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets Philippines*, Asian Development Bank, 4, 30-78.

GOLDSMITH, Raymond (1969). **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven.

GOMEZ-GONZALES, Jose E. and Kiefer Nicholas M. (2007). "Bank failure: Evidence from the Colombian financial crisis", OCC Economics Working Paper 2007-2.

GÖKÇE, Cem (2012). "Avrupa Birliği ve Türkiye İçin Enerji Kırılganlık Endeksleri", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi / Journal of Academic Researches and Studies**, 6(10), 56-71.

GRUBEN, William and Kiser Sherry L (1999). "Brazil: The First Financial Crisis of 1999", **Southwest Economy**, (2), 13-14.

GUINIGUNDO, Diwa C (2005). "The Philippine financial system: issues and challenges", BIS Papers No 28

GÖMLEKSİZ, Mustafa, Şahbaz, Ahmet and Mercan, Birol (2017). "Regional Economic Convergence in Turkey: Does the Government Really Matter for?", **Economies**, 5 (3), 1-16.

GÜNAL, Mehmet (2010) **Para Banka ve Finansal Sistem**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

HAASBROEK, Michiel and Gottwald, Jörn C. (2017). "The Impact of the Global Financial Crisis on China's Banking Sector", **Copenhagen Journal of Asian Studies**, 35(1), 5-30.

HACIHASANOĞLU, Burçin (2005). "Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

HALE, David (2012). "The Importance of Emerging Markets", CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, 43-50.

HASHIM, Yusuf Alhaji (2011). "Financial Development and Economic Growth in Nigeria", **International Journal of Management Science**, 3(3), 47-55.

HELMS, Brigit (2006). **Access for All Building Inclusive Financial Systems**, CGAP.

HENDRICKS, Darryll, Kambhu, John and Mosser Patrica (2007). "Systemic Risk and The Financial System", **FRBNY Economic Policy Review**, 65-80.

HESS, Patrick (2014). (China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State), **Currency Cooperation in East Asia**, (Ed: Frank Rövekamp and Hanns Günther Hilpert), Financial and Monetary Policy Studies 38, Springer.

HO, Giang and Mauro, Paolo (2014). **Rapid Growth in Emerging Markets and Developing Economies: Now and Forever?**, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, PB 14-26.

HOREN, Neeltje V. (2012). "The Financial Development Report 2012", World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

HOSKISSON, Robert E., Eden, Lorraine, Lau, Chung M. and Wright, Mike (2000). "Strategy in Emerging Economies", **Academy of Management Journal**, 3(43), 249-267.

HOYOS, Rafael and Sarafidis, Vasilis (2006). "Testing for Cross-sectional Dependence in Panel Data Models", **The Stata Journal**, 6(4), 482-496.

HSIAO, Cheng, Pesaran M. Hashem and Pick, Andreas (2007). "Diagnostic Tests of Cross Section Independence for Nonlinear Panel Data Model", Iza, Discussion Papers no: 2756.

HUANG, Yongfu (2010). **Determinants of Financial Development**, Palgrave Macmillan.

HUANG, Flora (2016). **The Future of Chinese Capital Market**, Core.

HULL, John C. (2000). **Options, Futures & Other Derivatives**, 4th Edit, New Jersey, Prentice Hall.

HOLMSTROM, Bengt (2015). "Understanding the role of debt in the financial system", BIS Working Papers, (479).

HRVOLOVA, Bozena (2002). "Treasury Bills and Their Valuation", **BIATEC**, X(5), 28-30.

IM, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003). "Testing for unit roots in heterogeneous panels", **Journal of Econometrics**, 115, 53–74.

IMF (2003). "Lessons from the Crisis in Argentina", Prepared by the Policy Development and Review Department.

IMF (2004). "Pakistan: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation", IMF Country Report No. 04/215.

IMF (2005a). "Hungary: Financial System Stability Assessment Update, including a Report on the Observance of Standards and Codes on Insurance Regulation", IMF Country Report, No. 05/212.

IMF (2005b). "Colombia: Financial System Stability Assessment Update", IMF Country Report No. 05/287

IMF (2007). "Stock Market Development in Sub-Saharan Africa", Critical Issues and Challenges, IMF Working Paper, No. 07/209.

IMF (2008) . "Making The Global Economy Work for All", Annual Report.

IMF (2008a). "Morocco: Financial System Stability Assessment—Update", IMF Country Report No. 08/333.

IMF (2008b). "South Africa Financial System Stability Assessment", IMF Country Report.

IMF (2009). "Thailand Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 09/147.

IMF (2010a). "Indonesia: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 10/288.

IMF (2010b). "Philippines: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 10/90.

IMF (2011). "Chile: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 11/261.

IMF (2012a). "Argentina: Detailed Assessment of Compliance of Basel Core Principles for Effective Banking Supervision", IMF Country Report No. 12/268.

IMF (2012b). "Brazil Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 12/206.

IMF (2012c). "Turkey Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 12/261.

IMF (2013a). "Republic of Poland: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 13/221.

IMF (2013b). "Malaysia: Financial Sector Stability Assessment", IMF Country Report No. 13/52.

IMF (2013c). "Colombia: Financial Sector Stability Assessment", IMF Country Report No. 13/50.

IMF (2013d). "India: Financial System Stability Assessment Update", IMF Country Report No. 13/8.

IMF (2013e). "Nigeria: Financial System Stability Assessment Update", IMF Country Report No. 13/140.

IMF (2013f). "Colombia: Financial System Stability Assessment Update", IMF Country Report No. 13/50.

IMF-World Bank (2014). "Financial Sector Assessment Poland", Financial And Private Sector Development Vice Presidency Europe And Central Asia Regional Vice Presidency. 85011.

IMF (2014a). "Public Expenditure Reform", Fiscal Monitor, World Economic and Financial Surveys.

IMF (2014b). "2014 Article Iv Consultation - Staff Report; Press Release; And Statement By The Executive Director For Chile", IMF Country Report No. 14/218.7.

IMF (2014c). "The Financial System Stability Assessment for South Africa", IMF Country Report No. 14/340.

IMF (2014d). "Stress Testing The Malaysian & Labuan Ibfc Banking Sectors—Technical Note", IMF Country Report No. 14/97.

IMF (2015a). "2015 Article Iv Consultation—Staff Report; Press Release; And Statement By The Executive Director For Hungary", IMF Country Report No. 15/92.

IMF (2015b). "Philippines Selected Issues", IMF Country Report No. 15/247.

IMF (2016a). "Argentina Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 16/64.

IMF (2016b). "Mexico Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 16/361.

IMF-WORLDBANK (2016). "Financial Sector Assesment MOROCCO", Public Disclosure Authorized.

IMF-WORLD BANK (2017). "Financial Sector Assesment INDIA", Public Disclosure Authorized.

IMF (2017a) "The IMF at a Glance", www.imf.org

IMF (2017b). "Saudi Arabia Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 17/318.

IMF (2017c). "Hungary Selected Issues", IMF Country Report No. 17/124.

IMF (2017d). "The Financial System Stability Assessment (FSSA) for the People's Republic of China", IMF Country Report No. 17/358.

IMF (2017e). "Turkey Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 17/35.

IMF (2017f). "Financial System Stability Assessment—Press Release And Statement By The Executive Director For Indonesia", IMF Country Report No. 17/152.

IMF (2018a). "Brazil Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 18/339.

IMF (2018b). "Peru Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No.18/238.

ITO, Hiro (2006). "Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization", **North American Journal of Economics and Finance**, (17), 303-327.

IQBAL, Javed (2008). "Stock Market in Pakistan: An Overview" **Journal of Emerging Market Finance**.

JANC, Alfred, Jurek, Michal and Marszalek, Pawel (2013). "Financial System in Poland. Studies Financial System", FESSUD, No: 7.

JEDİDİA, Khoutem, Boujelbene, Thouraya, Helali, Kamel (2014). "ScienceDirectFinancial development and economic growth: New evidence from Tunisia", **Journal of Policy Modeling**, (36), 883-898.

JEFFREYS, Andrew (2014). "The Report: Egypt 2014", Oxford Business Group, American Chamber of Commerce in Egypt.

JICA (2002). "Annual Evaluation Report", https://www.jica.go.jp/english/our_work/evaluation/reports/2002/

JOHNSON, Richard A. And Wichern Dean W. (1982) **Applied Multivariate Statistical Analysis**, Prentice Hall, New Jersey.

JONES, P.M. and Enders, W. (2014). (On the use of the flexible fourier form in unit root tests, Endogenous breaks, and parameter instability), In, Jun, Ma, Mark, Wohar (Ed.), **Recent Advances in Estimating Nonlinear Models**, Springer, New York, 59–83.

JOLLİFFE, I. T. (1986). **Principle Component Analysis**. Springer-Verlag, New York.

KANBEROĞLU, Zafer (2014). "Finansal Sektör Gelişimi ve İşsizlik: Türkiye Örneği", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 1(10), 83-93.

KAR, Muhsin and Pentecost, Eric J. (2000). "Financial Development and Economic Growth in Turkey", Further Evidence on the Causality Issue, Economic Research Paper, (27).

KAR, Muhsin ve Taban, Sami (2005). **Dünya Bankası: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye ile İlişkileri, Ekonomik Entegrasyon Küresel ve Bölgesel Yaklaşım**, (Ed. Osman Küçükahmetoğlu, vd.),Ekin Yayınevi, Bursa, 143-165.

KAR, Muhsin ve Ağır Hüseyin (2005). "Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 496 (42), 10-24.

KAR, Muhsin, Peker, Osman ve Kaplan, Muhittin (2008). "Trade liberalization financial development and economic growth in the long run: The case of Turkey", **The South East European Journal of Economics and Business**, 3(2), 25-38.

KAR, Muhsin, Nazlıoğlu, Şaban, and Ağır, Hüseyin (2011). "Financial development and economic growth nexus in the MENA countries, Bootstrap panel Granger causality analysis", **Economic Modeling**, 28, 685-693.

KASHIWABARA, Chie (2014). "Asset/Liability Structure of the Philippine Banks and Non-Bank Financial Institutions in the 2000s: A Preliminary Study for Financial Access Analyses", Institute Of Developing Economies (IDE), Discussion Paper No. 468.

KEARNEY, C. (2012). "Emerging markets research: Trends, issues and future directions", **Emerging Markets Review**, 13(2), 159-183.

KHAN, Mohammad (2015). "Challenges for MNEs operating in emerging markets", **Journal of Management and Marketing Research**, (18), 1-16.

KIRKPATRICK, Colin (2000). "Financial Development, Economic Growth, and Poverty Reduction", **The Pakistan Development Review**, 4(39), 363-388.

KIGUEL, Miguél (199). "The Argentine currency board, Buenos Aires: Universidad del CEMA", Ministry of Economics and Public Works and Services Argentina.

KORÖSI, Anita Potocskáné, Kitanics, Tünde Bokorné and Bertalan, Péter (2017). "Hungarian Economic Policy Measures After the 2008 Financial Crisis", **Economics World**, 5(6), 514-528.

KÖKE, Jens and Schröder Michael (2003). "The Prospects of Capital Markets in Central and Eastern Europe", ZEW, Discussion Paper, No: 02-57.

JORGE, Chan-Lau(2010). "The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System", IMF Working Paper.

LAW, Siong H. and Singh, Nirvikar (2014), "Does too much finance harm economic growth?", **Journal of Banking & Finance**, (41), 36-44.

LUINTEL, Kul B., Khan, Mosahid, Leon-Gonzalez, Roberto, Li, Guangjie (2016), "Financial development, structure and growth: New data, method and results", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Science Direct**, (43), 95-112.

LEVINE, Ross (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, (35), 688-726.

LEVINE, Ross (1991). "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", **Journal of Finance**, 46(4), 1445-65.

LEVIN, Andrew, Lin, Chien-Fu and Chu, Chia-Shang J. (2002). " Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties", **Journal of Econometrics**, 108, 1-24.

LEVINE, Ross (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working Paper Series.

LEVINE, Ross (2005). (Finance and Growth: Theory and Evidence), Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), **Handbook of Economic Growth**, edition 1. chapter 12. 865-934.

LYNCH, David (1996). "Measuring Financial Sector Development: A Study Of Selected Asia-Pacific Countries", **The Developing Economies**. 1(34), 3-33.

MA, Guonan and Villar, Agustin (2014). "Internationalisation of emerging market currencies", **BIS Papers, Monetary and Economic Department**, (78). 71-90.

MADDALA, G.S. and Wu, Shaoven (1999). "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test", **Oxford Bulletin Of Economics And Statistics**, Special Issue, 631-652.

MATUSÍTZ, Jonathan (2015). "Bharti-Wal-Mart: A Glocalization Experience", **Journal of Asian and African Studies**, 50(1), 83-95.

MAYER, Colin (2004) (The financing and governance of new technologies), (Ed: Anthony Bartzokas and Sunil Mani), **Financial Systems Corporate Investment in Innovation and Venture Capital**, Edward Elgar publishing, pp: 32-51.

MAVROTAS, George and Son, Sang-Ik (2008). (Financial Development and Economic Growth: Further Evidence from Panel Data Models), (Edit: George Mavrotas). **Domestic Resource Mobilization and Financial Development**, Newyork: Palgrave Macmillan, 39-69.

MAZIAD, Samar (2009). "Monetary Policy and the Central Bank in Jordan", IMF Working Paper, No. 09/191.

MAZIAD, S., Farahmand, P., Wang, S., Segal, S. and Ahmed, F. (2011). "Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards", IMF, Staff Discussion Note.

MCKENZIE, Rex, Mfongeh, Gerald Ndonwi, Mohamed, Seeraj, Ncube, Phumzile and Strauss, Ilan (2016). (The South African Financial System), (Ed: Seeraj Mohamed), **Studies in Financial Systems**, FESSUD, No 15.

MENKHOFF, Lucas and Suwanaporn, Chodechai (2007). "10 Years After the Crisis: Thailand's Financial System Reform", **Journal of Asian Economics**, (18), 4-20.

MERRILL, Tim L. and Miro, Ramon (1996). **Mexico: A Country Study**, Washington: GPO for the Library of Congress.

MERTON, Robert C (1990). "The Financial System and Economic Performance", **Journal of Financial Services Research**, 263-300.

MİSHKİN, Frederic S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", Nber Working Paper Series 5600, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, 1-65.

MİSHKİN, Frederic (2000) **Finansal Piyasalar ve kurumlar**, Çeviren: İlyas Şıklar, vd., Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

MİSHKİN, Frederic and Serletis, Apostolos (2002). **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, Canada.

MİSHKİN, Frederic S. (2004) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson.

MİSHKİN, Frederic S. (2004). "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", NBER Working Paper Series, 10646.

MLAMBO, Kupukile and Ncube, Mthuli (2011). "Competition and Efficiency in the Banking Sector in South Africa", *African Development Review*, 23(1), 4-15.

MOHAMED, Hanan Abdullah, Mohamed, Gomaa Ali, Ahmed, Afaf Abdullah and Bahis, Taiha Ahmed (2014). "Saudi Arabia Banking Sector Current and Futures Trends", College of Business Administration Academic Campus (1) for Girls Jazan University, Jizan, K.S.A.

MOHAMMAD, Ayub (2015). "Financial Development and Impact on Fast Growing Countries", **Donnish Journal of Business and Finance Management Research**, 1(15), 59-59.

MORADİ, Zeynab Sedghi, Mirzaeenejad, Mohammadreza and Geraeenejad, Gholamreza (2016). "Effect of Bank-Based or Market-Based Financial Systems on Income Distribution in Selected Countries", **ScienceDirect, Procedia Economics and Finance**, (36), 510-521.

MUROMCEW, Alexander and Renfrew, Katherine (2017). "Differences Matter in Emerging Markets", TIAA CREF, Aging Workforce Series.

NACEUR, Samy B. and Ghazouani, Samir (2007). "Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region", **Research in International Business and Finance**, (21), 297–315.

NARODOWY BANK POLSKI (2015). "Financial System in Poland 2015", Warsaw.

NARODOWY BANK POLSKI (2017). "Financial System in Poland 2015", Warsaw.

NASR, Sahar (2008). "**Access to Finance and Economic Growth in Egypt**", Washington, DC: World Bank, Middle East and North Africa Region, Pérotin, Virginie.

NATIONAL BANK OF POLAND (2004). "Financial System Development in Poland 2002-2003", Warsaw.

NAZLIOĞLU, Şaban ve Karul, Çağın (2017). "A Panel Stationarity Test with Gradual Structural Shifts: Re-Investigate the International Commodity Price Shocks", **Economic Modelling**, 61, 181-192.

NEAVE, Edwin H. (1998). **Financial Systems Principles and Organisation**, Routledge.

NEAVE, Edwin H. (2009). **Modern Financial System: Theory and Applications**, Wiley.

NIVOROZHKIN, Eugene (2002). "Capital Structures In Emerging Stock Markets: The Case Of Hungary", **The Developing Economies**, 166-187.

NWAObi, Godwin C. (2008). "The Economics of Financial Derivative Instruments", MPRA (9463).

OECD (2008). "Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide.", Handbook on Constructing Composite Indicators. OECD Publication.

OECD (2011). "Chile Review Of The Financial System". OECD Economic Surveys.

OECD (2016). "Malaysia Economic Assessment ", OECD Economic Surveys.

OECD (2017). "Multi-dimensional Economic Survey of Argentina", OECD Economic Survey.

OECD (2018). "2018 Economic Survey of Chile", OECD Economic Survey.

OFRENEO, Rene E. (2015). " An assessment of the Philippine financial services sector", International Labour Office, Geneva.

ODENİRAN, Samson O. (2010). "Financial Sector Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Nigeria", **Central Bank of Nigeria Economic and Financial Review**, 48(3), 91-124.

OH, Junggun (1997) "Financial Disintermediation and Monetary Poucy", The South East Asian Central Banks (SEACEN).

OKTAYER, Asuman (2009). "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Üzerine Nitel Bir İnceleme", **Akademik İncelemeler Dergisi**, 4(1), 74-100.

OMET, Ghassan (2016). "The Jordanian Stock Exchange: Can It Deliver What Is Expected?", **Journal of Economics, Finance and Accounting – (JEFA)**, 3(2), 117-125.

ORLOWSKI, Lucjan (1999). "The Development of Financial Markets in Poland", CASE-CU Working Paper Series, Warsaw.

ÖZCAN, Günay (2017). (Financial Convergence In Transition Economies), (Ed. Tayfur Bayat), **Political Economy in Transition Economies**, Aurel Vlaicu University of Arad, Romania.

ÖZDEN, Ayşe ve Haçikoğlu, Maral (2017). "Ülke Raporları: Mısır", A&T Bank.

ÖZGEN, Ferhat Başak (1998). "Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları", Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu 26 – 28 Kasım 1998, İzmir, 47 – 79.

ÖZTÜRK, Nazım (2014). **Para Banka Kredi**, Ekin Yayınevi, Bursa.

ÖZTÜRK, Nurettin, Barışık, Salih ve Kılıç Darıcı, Havva (2010). "Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 12(6), 95-119.

PARASIZ, İlker (2005). **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitabevi, Bursa.

PATRICK, Hugh T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", **Economic Development and Cultural Change**, 14, 174-189.

PESARAN, M. Hashem (2004). "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", **Cambridge Working Papers in Economics** No.435, Cambridge.

PESARAN, M. Hashem (2007). "A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross- Section Dependence", **Journal of Applied Econometrics**, 22(2), 265-312.

PESARAN, M. Hashem, Aman Ullah ve Takashi Yamagata (2008). "A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence", **Econometrics Journal**, 11,105-127.

PESARAN, M. Hashem ve Takashi Yamagata (2008). "Testing Slope Homogeneity in Large Panels", **Journal of Econometrics**, 142(1), 50-93.

POL, Eduardo (2016). "Argentina's Current Phase of Economic Development: A Comparison with Australia", School of Accounting Economics and Finance Working Paper Series Faculty of Business, University of Wollongong.

PORTEOUS, Bruce T. and Tapadar, Pradip (2006). **Economic Capital and Financial Risk Management for Financial Services Firms and Conglomerates**, Palgrave, New York.

POU, Pedro (2000). "Argentina's Structural Reforms of the 1990s. Finance and Development", IMF. 37(1).

PRECIOUS, Chipote, Bahle, Mgxekwa and Praise, Godza (2014). " Impact of Financial Liberalization on Economic Growth: A Case Study of South Africa", **Mediterranean Journal of Social Sciences**, 5(23), 238-245.

RAJAN, Raghuram G. and Zingales, Luigi (2003). "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century", **Journal of Financial Economics**, (69), 5-50.

RANGARAJAN, C. (1998). "Financial development and Economic Growth", **Journal of Social and Economic Development**, 1(1), 1-14.

RANCIERE, R, A Tornell, and A Vamvakidis (2010). "Currency Mismatch, Systemic Risk and Growth in Emerging Europe", **Economic Policy**, (25), 597-658.

RESZAT, Beate (2005). **European Financial Systems in the Global Economy**, John Wiley & Sons Ltd. England.

RIBEIRO, Fernando Manuel P.A. (2000). "The Brazilian Financial System A World in Transition", The George Washington University Institute Of Brazilian Issues Minerva Program. Washington, DC.

RIOJA, Felix and Valev, Neven (2004). "Does one size fit all? Are examination of the finance and growth relationship", **Journal of Development Economics**, 74 (2), 429–447.

RODOPLU, Gültekin (1996). "2000'li Yıllara Doğru Türk Sermaye Piyasası", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1(1), 63-75.

ROSENGREN, Eric S. (2008). "The Impact of Financial Institutions and Financial Markets on the Real Economy: Implications of a Liquidity Lock", Embargoed Until, Federal Reserve Bank of Boston.

ROSSINI, Renzo and Quispe, Zenon (2015). "Evolution of Bank and Non-Bank Corporate Funding in Peru", BIS Paper No.83.

ROSUL, Mochammad (2005). (The Capital Market in Indonesia's Economy: Development and Prospects), (Ed: Donna Vandenbrink and Denis Hew), **Capital Markets in Asia Changing Roles for Economic Development**, Tokyo Club Foundaiton for Global Studies.

ROUBINI, Nouriel and Setser, Brad (2004). "Bailouts or Bail Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Markets", Washington DC. A Council on Foreign Relations Book.

ROUSSEAU, Peter L. and Paul, Wachtel (1998). "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From Five Industrial Countries", **Journal of Money. Credit and Banking**, (30), 658-678.

RUBANI, Mohammed (2017). " A study of Structure and Functions of Capital Markets in India", **International Journal of Business Administration and Management**, 7(1), 183-194.

SAADI-SEDIK, Tahsin and Petri, Martin (2006). "The Jordanian Stock Market—Should You Invest in It for Risk Diversification or Performance?", IMF Working Paper, 06/187.

SAHOO, Satyananda (2013)." Financial Structures and Economic Development in India: An Empirical Evaluation", Department Of Economic And Policy Research, RBI Workin Paper Series.

SALAZAR, Natalia, Becerra, Alejendiro and Wills, Daniel (2011). "Impact of Capital Markets Reforms in Colombia's Economic Development" The World Bank.

SALA-I-MARTIN, Xavier X. (1996). "The Classical Approach to Convergence Analysis", **The Economic Journal**, 106, 1019–1036.

SAUDI ARABIAN MONETARY AGENCY (2003). A Case Study On Globalization and the Role of Institution Building in the Financial Sector in Saudi Arabia.

SAUDI ARABIAN MONETARY AGENCY (2015). Financial Stability Report. Kingdom of Saudi Arabia.

SAUDI ARABIAN MONETARY AGENCY (2016). (Development and restructuring of the Saudi banking system), **Bank Restructuring In Practice**, Bank For International Settlements Monetary And Economic Department Basel,

Switzerlandbank For International Settlements Monetary and Economic Department
Basel, Switzerland.

SAUDİ ARABİAN MONETARY AUTHORITY (2018). "Financial Stability Report 2018. Monetary Policy and Financial Stability Department", Kingdom of Saudi Arabia.

SANFORD, Jonathan E. And Weiss, Martin A. (2004). "International Monetary Fund: Organization, Functions, and Role in the International Economy", CRS Report for Congress, 1-21.

SAUNDERS, Anthony and Cornett, Marcia M. (2012). **Financial Markets and Institutions**, Mc Graw Hill Companies.

SAVACI, Seren ve Karşıyakalı, Başak (2016). "Ülkeler Arası Gelir Yakınsaması Analizi: AB ülkeleri ve Türkiye", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, (33), 237-257.

SEABROOKE, Leonard (2006). "The Bank for International Settlements", **New Political Economy**, 11(1), 141-149.

SCHMUKLER, S.L. (2008). (The Benefits and Risks of Globalization: Challenges for Developing Countries), (Edit: Joseph Stiglitz ve Jose Antonio Ocampo), **Capital Market Liberalization and Development**, Oxford: Oxford University Press, 48-73.

SECURITIES COMMISSION MALAYSIA (2015). "Capital Markets Malaysia Financing The Future", Revised, March 2015.

SEVER, Erşan, Özdemir, Zekai ve Mızrak, Zekai (2010). "Finansal Globalleşme, Krizler Ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde Bir İnceleme", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi / Journal of Academic Researches and Studies**, 2(3), 45-64.

SHEN, Chung H. and Lee, Chien C. (2006), "Same financial development yet different economic growth – why?", **Journal of Money, Credit and Banking**, 38 (7), 1907–1944.

SHIMOMOTO, Yukata (1999). "The Capital Market in Malaysia", Asian Development Bank.

SORENSEN, Morten R. (2001). "Argentina's Crises", Monetary Review, Danmarks Nationalbank.

STEINBERG, Kevin and Bruno, Giancarlo (2012). "The Financial Development Report 2012", World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

SINGH, Ranjit A. And Yusof, Zainal A. (2005). "**Development Of The Capital Market In Malaysia**", (Ed: Donna Vandenbrink, Denis Hew), Capital Markets In Asia: Changing Roles For Economic Development, Tokyo Club Foundation For Global Studies.

SINGH, Satyendra (2010). **Handbook of Business Practices and Growth in Emerging Markets**, World Scientific.

SONG, Zheng and Xiong, Wei (2018). "Risk in Chines Financial System", BOFIT Discussion Paper. No:1.

STIGLITZ, J. (1998). "The Role of the Financial System in Development", Fourth Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, 1-17.

STOLBOV, Mikhail and Veysov, Alexander (2011). "Do financial systems converge? A Comprehensive panel data approach and new evidence from a dataset for 102 countries", MPRA, No:36103.

SUNDARAM, Rangarajan K. (2013). "Derivatives in Financial Market Development", IGC Working Paper.

SZIKSZAI, Szabolcs (2013). "Studies in Financial Systems", FESSUD, No:8, Hungary.

ŞEN, Esin, Özden, Çağatay ve Köse, Hasan (2008). "Meksika Yerinde Pazar Araştırması", Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi. Ankara.

ŞAHBAZ, Ahmet (2003). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Krizleri ve IMF Politikaları", Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

ŞIKLAR, İlyas (2004). **Finansal Ekonomi**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.

TENTORI, Davide (2013). "Volver: Argentina's Tango Between Economic Integration and Isolation", Università Cattolica Del Sacro Cuore, Tesi di Dottorato di.

THAKOR, Anjan (2015). "International Financial Markets: A Diverse System is The Key to Commerce", Center for Capital Markets. Chamber of Commerce US.

THE BANKING ASSOCIATION SOUTH AFRICA (2014). "South African Banking Sector Overview", Nwabisa Matoti.

THE BANK ASSOCIATION OF TURKEY (2009). "The Financial System and Banking Sector in Turkey", TBB. İstanbul, Turkey.

THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (2006). "Operating risk in emerging markets", A report from the Economist Intelligence, Unit Sponsored by ACE, IBM and KPMG.

THIEL, Michael (2001). "Finance and economic growth a review of theory and the available evidence", European Communities, Economic Papers,(158).

TSENG, Ming-Lang, Tan, Kim Hua, Geng, Yong and Govindan, Kannan (2016). "Sustainable Consumption and Production in Emerging Markets", **Journal of Production Economics. Science Direct.**

TOBB (2008). "Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu", Türkiye Odalar ve Borsalar Briliği. Yayın Sıra No.2008/68.

TORRE, Augusto D.L., Yeyati, Eduardo L. and Schmukler, Sergio L. (2002). "Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking", Unpublished manuscript. Washington, DC: World Bank (June).

UDDIN, Gazi S. And Shahbaz, Muhammad (2013). "The causal nexus between financial development and economic growth in Kenya", **Economic Modelling**, (35),701–707.

VANDENBRINK, Donna (2005). (Introduction: Foundation for Continuing Economic Development), (Ed: Donna Vandenbrink and Denis Hew), **Capital Markets in Asia Changing Roles for Economic Development**, Tokyo Club Foundaiton for Global Studies.

VARHEGYI, Eva (2002). "Hungary's banking sector: achievements and challenges", European Investment Bank (EIB). Luxembourg, 7(1), 75-89.

YALÇINKAYA, Ömer (2017). "Ticari Dışa Açıklığın ve Finansal Gelişmişliğin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: G-20 Ülkeleri İçin Yeni Nesil Panel Veri Analizi (1994-2015)", **International Journal of Academic Value Studies**, 3(15), 458-477.

YAY, Turan, Yay Gürkan, Gülsün ve Yılmaz, Ensar (2001). "Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", İTO, İstanbul.

YETİZ, Filiz ve Şimşek, Kemal (2017). "Finansal Derinleşmede Bankacılık Sisteminin Rolü", **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (26), 1-29.

ZEITUN, Ramy and Tian, Gary G. (2007). "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan", Australasian Accounting, **Business and Finance Journal**, 1(4), 40-61.

WEISS, Martin A. (2014). "International Monetary Fund: Background and Issues for Congress", CRS Report for Congress.

WILD, Joerg and Lebdaoui, Hind (2014). " Stock Market Performance and Economic Growth in Morocco", **Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies**, 3(5), 207-216.

WILLIAMSON, John and Mahar, Molly (1998). **A Survey of Financial Liberalization**, Çev: Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara. (çeviri Kitap) Argentina Financial Sector Review (1998). Report No. 17864-AR

WORLD BANK (2016). "Argentina Capital Market Assessment & Development Prospects", The World Bank Group.

WORLD BANK (2016b). "Lessons from International Experience in Designing the Development Bank of Nigeria", Public Disclosure Authorized.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK, (2003). Public Debt in Emerging Markets, <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Public-Debt-in-Emerging-Markets>

TCMB (2017). [www.tcmb.gov.tr /wps/wcm/connect/](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/) Erişim Tarihi: 15.09.2017

IRC (2018). www.irc.gov.co (Capital Markets in Colombia). Erişim Tarihi: 20.04.2018.

PWC (2015). www.pwc.com (Global Financial markets liquidity study, 2015).

WORLDBANK (2017). <http://www.worldbank.org/en/about/history> Erişim Tarihi: 17.07.2017.

BIS (2017). <https://www.bis.org/about/history.htm?m=1%7C4> Erişim Tarihi: 17.07.2017.

<http://www.economywatch.com/market-economy/emerging-market-economy.html> Erişim Tarihi 03.01.2018.

<http://t24.com.tr/yazarlar/h-bader-arслан/yukselen-pazar-ekonomileri1,339> Erişim Tarihi: 03.01.2018.

FTSE (2018). Country Classification Process www.ftserussell.com Erişim Tarihi: 16.01.2018.

MSCI (2018). www.msci.com Erişim Tarihi: 17.01.2018.

<http://ccsi.columbia.edu/publications/emgp/> Erişim Tarihi: 17.01.2018.

www.spindices.com Erişim Tarihi: 17.01.2018.

PWC (2019). www.pwc.com.br. Erişim Tarihi: 20.01.2019.

	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	
---	--	---

ÖZGEÇMİŞ

Yazar 1987 yılında Konya'nın Hadim ilçesinde doğmuştur. İlköğrenimini Hadim Merkez İlkokulu, orta öğrenimini Konya Mehmet Şukriye Sert İlköğretim Okulu'nda tamamlamıştır. 2000 yılında öğrenime başladığı Konya Atatürk Lisesi'nden 4 yıllık eğitiminin ardından 2004 yılında mezun olmuştur. 2005 – 2010 yılları arasında Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisat bölümünde lisans öğrenimini tamamlamıştır. 2010 – 2014 eğitim-öğretim döneminde Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'ndan "Eğitim ve Kalkınma: Türkiye Örneği" isimli tez ile yüksek lisans derecesini almıştır. 2014 yılında Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda başladığı Doktora öğrenimini, 2019 yılında tamamlamıştır.