

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE
FİNANSAL KURUMLAR BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL DERİNLEŞME VE İKTİSADİ
BÜYÜMEYE ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Duygu YÜCEL
2501080106

TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Sabri TOPAK

İSTANBUL – 2019



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : DUYGU YÜCEL Numarası : 2501080106
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : PARA SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR Danışmanı : DR.ÖĞR.ÜYESİ MEHMET SABRİ TOPAK
Tez Savunma Tarihi : 27.08.2019 Saati : 12:00
Tez Başlığı : FİNANSAL DERİNLEŞME VE İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ÖYÇÖKLÜĞÜYLE karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-DR.ÖĞR.ÜYESİ ARİF SALDANLI		KABUL
2-DR.ÖĞR.ÜYESİ MEHMET SABRİ TOPAK		KABUL
3-DR.ÖĞR.ÜYESİ ALİ KABLAN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-DR.ÖĞR.ÜYESİ BURÇAY YAŞAR AKÇALI		
2-DR.ÖĞR.ÜYESİ EROL MUZIR		

ÖZ

FİNANSAL DERİNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

DUYGU YÜCEL

Finansal sistemler ilk olarak ekonomilerin parasal işlemlerinin yürütüldüğü yapılar olarak ekonomide yer almışlardır. İlerleyen zamanlarda ekonomi içindeki rolleri, ekonomik büyüme adına itici bir güç olduğu kabul edilen bir yapı ile devam etmiştir. Finansal gelişmenin bir parçası olarak finansal derinleşme, finansal sistemde bulunan tüm unsurların hem sayısal olarak artışını hem de işlevsel olarak gelişmesini içermektedir.

Bu çalışmada, finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisi araştırılmıştır. Dünya Bankası'nın yayınladığı finansal derinleşme göstergelerinden seçilen veriler kullanılarak satın alma gücü paritesine göre kişi başına GSYH büyüme oranına olan etkisi panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada 1995-2016 yıllarını kapsayan on Yeni Sanayileşen Ülkeye ait veriler kullanılmıştır. Ekonomik büyümenin göstergesi olarak satın alma gücü paritesine göre kişi başına GSYH, finansal kurumlar açısından finansal derinleşmenin göstergesi olarak M2 para arzının ve Banka Aktif Büyüklüğünün GSYH'ye oranları, finansal piyasalar açısından finansal derinleşme göstergesi olarak Şirketlerin Piyasa Değerinin ve Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Değerinin GSYH'ye oranları kullanılmıştır. Çalışmada finansal derinleşme göstergelerindeki artışın ekonomik büyümeye olan etkisinin pozitif ve anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme, Yeni Sanayileşen Ülkeler, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

FINANCIAL DEPTH AND THE EFFECT ON ECONOMIC GROWTH

DUYGU YÜCEL

Financial systems begins their missions as money transaction mechanism of the economies then they became as a key influencer of economic growth in recent years. Financial depth as a part of financial development means that an increase and also an improvement of the functions of the financial system.

In this study, we investigated the effect of financial depth on economic growth. The World Bank's financial depth indicators are used to analyse the effect of financial depth on Gross Domestic Product (GDP) per capita growth by using panel data analysis method. Broad money to GDP, deposit money bank assets to GDP, stock market capitalization to GDP and outstanding debt securities to GDP indicators are used to measure financial depth. In this study, ten Newly Industrialized Country's data set are used covering the period 1995-2016. The result of this study is that financial depth has a positive and significant effect on economic growth.

Keywords: Financial Development, Financial Depth, Economic Growth, Newly Industrialized Countries, Panel Data Analysis.

ÖNSÖZ

Finansal gelişmenin bir parçası olarak finansal derinleşme özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem arz etmekte olup ülkelerin ekonomik büyümelerini hızlandıran önemli bir unsurdur. Bu çalışmada finansal derinleşme ve ekonomik büyümeye olan etkisi Türkiye'nin de içinde bulunduğu yeni sanayileşen ülkeler bakımından incelenmiştir.

Bu günlere gelmemde payı olan ve tüm eğitim hayatım boyunca beni her an destekleyen anneme, babama ve kardeşlerime

Başta eşim ve kızlarım olmak üzere her anlamda bana yardım eden tüm aile bireylerime,

Çalışmam süresince, ihtiyaç duyduğum her zaman değerli bilgi ve görüşlerini esirgemeyen ve yoğun çalışmalarına rağmen sabırla beni destekleyen tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Sabri TOPAK'a

Katkılarından dolayı teşekkür ederim.

DUYGU YÜCEL
İSTANBUL, 2019

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
KISALTMALAR LİSTESİ.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	v
GRAFİKLER LİSTESİ.....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM FİNANSAL SİSTEM

1.1. Finansal Sistemin Yapısı.....	5
1.1.1. Finansal Piyasa Tanımı	6
1.1.2. Finansal Piyasa Türleri	8
1.1.2.1. Vadesine Göre Piyasalar	9
1.1.2.1.1. Para Piyasaları	9
1.1.2.1.2. Sermaye Piyasaları	10
1.1.2.2. Örgütlenme Durumuna Göre Piyasalar	10
1.1.2.2.1. Organize Olmayan (Örgütlenmemiş) Piyasalar	11
1.1.2.2.2. Organize (Örgütlenmiş) Piyasalar	11
1.1.2.3. Varlığın İhraç Şekline Göre Piyasalar.....	12
1.1.2.3.1. Birincil Piyasalar	12
1.1.2.3.2. İkincil Piyasalar.....	12
1.1.2.4. Ödemelerin Vadesine Göre Piyasalar	13
1.1.2.4.1. Spot Piyasalar	13
1.1.2.4.2. Vadeli Piyasalar.....	13
1.1.3. Finansal Piyasa Araçları	13
1.1.4. Finansal Kurumlar	14
1.1.4.1. Piyasada Aktif Rol Alan Kurum Ve Kuruluşlar.....	15
1.1.4.1.1. Hazine.....	15
1.1.4.1.2. Merkez Bankası.....	16

1.1.4.1.3. Bankalar	17
1.1.4.1.4. Sigorta Şirketleri	18
1.1.4.1.5. Finansal Kiralama Şirketleri.....	18
1.1.4.1.6. Faktoring Şirketleri	19
1.1.4.1.7. Finansman Şirketleri	20
1.1.4.1.8. Aracı Kurumlar	20
1.1.4.1.9. Halka Açık Şirketler.....	21
1.1.4.1.10. Yatırım Ortaklıkları,Yatırım Fonları,Portföy Yönetimi Şirketleri.....	21
1.1.4.2. Piyasada Düzenleyici Ve Denetleyici Kurum Ve Kuruluşlar	22
1.1.4.2.1. Hazine.....	22
1.1.4.2.2. Merkez Bankası.....	23
1.1.4.2.3. Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu	24
1.1.4.2.4. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu	25
1.1.4.2.5. Sermaye Piyasası Kurulu	25
1.1.4.2.6. Uluslararası Finansal Kurumlar	26
1.2. Finansal Sistemin Fonksiyonları	27

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME

2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı Ve Önemi.....	29
2.1.1. Finansal Derinleşme	39
2.1.1.1. Finansal Derinleşmenin Önemi	39
2.1.1.2. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından Derinleşme Göstergeleri.....	44
2.1.1.2.1. Miktar Göstergeleri	44
2.1.1.2.2. Yapısal Göstergeler.....	48
2.1.1.2.3. Reel Faiz Oranı.....	48
2.1.1.2.4. Ürün Çeşitliliği.....	48
2.1.1.2.5. Değişim Maliyetleri.....	49
2.1.1.3. Finansal Derinleşme İle İlgili Modeller	49
2.1.1.3.1. Finansal Baskı Okulu: Mckinnon-Shaw Modeli.....	49

2.1.1.3.2.Yapısalcı Model	51
2.1.2. Finansal Erişim	52
2.1.2.1. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından Erişim Göstergeleri	
53	
2.1.3. Finansal Etkinlik	55
2.1.3.1. Finansal Kurumlar ve Finansal Piyasalar Açısından Etkinlik	
Göstergeleri.....	56
2.1.4. Finansal İstikrar.....	57
2.1.4.1. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından İstikrar	
Göstergeleri.....	57
2.1.5. Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	58
2.1.5.1. Arz Öncüllü Hipotez	59
2.1.5.2. Talep Takipli Hipotez	60
2.1.6. Literatür Araştırması	61

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VERİ SETİ VE METODOLOJİ

3.1. Veri Setinin Oluşturulması.....	73
3.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler.....	74
3.2.1. Bağımlı değişken.....	74
3.2.2. Bağımsız Değişkenler	75
3.3. Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler	77
3.4. Korelasyon Analizi.....	77
3.5. Metodoloji	78
3.5.1. Bulguların Değerlendirilmesi	83
SONUÇ.....	86
KAYNAKÇA	89

KISALTMALAR LİSTESİ

BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası A.Ş.
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
DB	: Dünya Bankası
BİST	: Borsa İstanbul
GSYH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
M2	: Geniş Anlamda Para Arzı (dolaşımdaki para + vadesiz mevduat +vadeli mevduat)
M1	: Dar anlamda Para Arzı (Dolaşımdaki Para+Vadesiz Mevduat)
s.	:sayfa
ss.	:sayfalar
ppp	:Satın alma Gücü Paritesi (Purchasing price parity)

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1 Dünya Bankası Finansal Gelişme Göstergeleri: 4x2 Matris Tablosu	33
Tablo 3.1 Ülkelere Ait 2018 Yılı Ekonomik Büyüme Göstergeleri.....	74
Tablo 3.2 Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	76
Tablo 3.3 Değişkenlere Ait Özet İstatistikler.....	77
Tablo 3.4 Korelasyon Analizi	77
Tablo 3.5 Modeller Arası Seçim Yapılırken Kullanılan Testler ve Sonuçları....	79
Tablo 3.6 Hausman Testi.....	80
Tablo 3.7 Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler ...	81
Tablo 3.8 Nihai Modellerin Sonuçları	82

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1 1995-2016 yıllarına ait özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı 41

Grafik 2.2 1995-2016 Dönemi Borsa Kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı 42



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Finansal Piyasa Türleri	9
Şekil 2.1 Dünya Bankası'na Göre Finansal Gelişme Göstergeleri	31
Şekil 2.2 IMF'ye Göre Finansal Gelişme Unsurları.....	36
Şekil 2.3 Finansal Gelişmişlik Endeksi Dünya Haritası	38



GİRİŞ

Finansal piyasalar, fon arz ve talep edenlerin finansal aracilar vasıtasıyla buluştuğu ve bu sayede tasarrufların yatırımlara aktarımının sağlandığı sistemlerdir. Ekonomik birimlerin bir aracı olmaksızın fon alıp verdiği doğrudan finansman yönteminin yerine dolaylı finansman yöntemi olarak adlandırılan, finansal aracilar vasıtasıyla fon alışverişlerinin yapıldığı yöntemi kullanmalarının sebepleri bulunmaktadır. Dolaylı finansman yöntemi olan finansal piyasalar, finansal risklerin dağıtılması, tasarruf sahiplerinin tasarruflarının kullanılabilir fonlara dönüştürülmesi, transfer işlemlerinin hızlı ve güvenilir olarak yürütülmesi, finansal sistemdeki işlemler, varlıklar ve beklentilere ilişkin bilgilerin toplanması ve bu bilgilere sahip olmayanlara dağıtılması işlevlerinden dolayı doğrudan finansman yönteminin yerini almıştır. Finansal piyasalar tarih boyunca gelişmelerle birçok finansal aracı, kurum ve kuruluşun oluşumuna sebep olmuş ve hem ülke içinde hem de uluslar arası platformda karmaşık bir yapı haline gelmiştir. Finansal piyasalarda, finansal ihtiyaçlara ve gelişen ekonomik koşullara uyum sağlanması, finansal fon arz ve talep edenlerin ve finansal araciların gelişmesi, ürün ve hizmetlerin farklılaşması, çoğalması finansal derinliğin artması anlamına gelmektedir. Finansal derinleşme bir piyasanın taraflarında, piyasada bulunun ürün ve hizmetlerde artış yaşanması ile doğru orantılıdır. Finansal derinliğin artmasının yatırımlara kanalize edilen fonların artması, çeşitlendirilmesi ve ihtiyaca yönelik ürün ve hizmetlerin gelişmesi anlamına geldiği düşünüldüğünde dolaylı olarak üretime, sermaye birikimine ve dolayısıyla gelir artışına olumlu katkı sağlayacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

Finansal sistemde, bankalar önemli bir yere sahip olmakla birlikte sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları gibi banka dışı finansal kurumlarda meydana gelen gelişmeler ayrıca finansal sistemde aktif rol almayan düzenleyici ve denetleyici kurumların hem yapısında yapılan değişiklikler hem de bu kurumlar tarafından yapılan düzenlemeler de finansal derinliğin artışına katkı sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında finansal derinleşmenin bankalar ve borsalar bakımından artışı önemli olduğu kadar diğer finansal kurum ve kuruluşlarda da ilerleme sağlanması gerekmektedir. Özellikle küreselleşmenin teknolojik gelişmeler ışığında ivme

kazanması sonrasında finansal piyasaların ülkeler arası işbirliği artmış, uyum süreçleri yaşanmıştır. Örneğin bankacılık sektöründe bankaların sermaye yapısına ilişkin düzenlemeler içeren BASEL anlaşmaları küreselleşmenin bir sonucu olarak doğmuş ve bankacılık sisteminin düzgün ve istikrarlı işlemesine yönelik olarak düzenlenmiştir.

Finansal derinliğin ekonomik büyümeye katkı sağladığına ilişkin sonuçlara ulaşan pek çok çalışma bulunmakla birlikte ekonomik büyümenin finansal gelişmeleri hızlandırdığına ilişkin çalışmalar da mevcuttur. Finansal derinleşmenin sağlanmasında ilk gelişmeler finansal liberalleşme hareketleridir. Bu süreci küreselleşme hareketleri izlemektedir. Finansal olarak serbestleşen piyasalarda, yeni ürün ve hizmetlere olanak tanınması, bunların geliştirilmesi ve ülke dışındaki ürün ve hizmetlerle de ilişkilendirilmesi ile birlikte finansal derinleşmenin ivme kazanması mümkün olmaktadır.

Ülkeler ekonomik olarak büyümeyi sağlamak adına sermaye birikimini ve sermayenin yatırımlara dönüşümünü sağlamak durumundadırlar. Tasarruf sahiplerinin sahip olduğu fon arzının yatırım yapmak isteyen girişimcilerin eline geçmesi durumunda sadece tasarruf sahiplerinin değil ülkenin de bu durumdan menfaat sağlayacağı düşüncesi finansal sistemlerin gelişmesi için ülkelerin daha fazla çaba sarfetmesine yol açmaktadır. Küçük tasarruflar halinde toplumda bulunan fonların bir sistem içinde toplanmasını ve verimli yatırımlara yönlendirilmesini sağlayan yapıya finansal sistem denilmektedir. Ekonomik büyüme ve finansal sistemin gelişmişliği arasındaki kuvvetli bağ finansal liberalleşme hareketleri ile birlikte dikkat çeken bir araştırma konusu haline gelmiştir. Ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin sağlamlığı, nedensellik yönü ve ülkeler arasındaki seviye farklılıkları en çok ilgi gösterilen konular olmuştur. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve diğer uluslararası kuruluşların son yıllarda finansal gelişmeye verdikleri önem ve araştırmalar artış göstermiştir. Finansal gelişmenin alt konuları olarak değerlendirilen derinleşme, erişim, etkinlik ve istikrar alanlarına ilişkin endeksler oluşturmuştur. Finansal gelişmenin ölçülmesine ilişkin birçok ülkenin finansal gelişmenin göstergesi olan veri setleri hazırlanmış ve

güncellemeler yapılmaya devam etmektedir. İlgili kuruluşlar konuya ilişkin güncel gelişmeleri ve görüşlerini sıklıkla yayınlamaktadırlar. Örneğin Dünya Bankası tarafından yayınlanan “Finansal Gelişmeler Raporu” (World Bank’s Global Financial Development Report) finansal gelişmenin dünya genelinde incelenmesi adına kapsamlı bir veri seti içermekte ve belli periyotlarda veri tabanını güncellemektedir. Dünya Bankasının da kaynaklarında yer aldığı üzere finansal gelişimin ölçülmesi finansal derinleşme, erişim, etkinlik ve istikrar olmak üzere dört başlıkta toplanmakta ve finansal piyasalar ve finansal kurumlar bakımından ayrı göstergeler bulunmaktadır.

Zaman içinde finansal piyasaların liberalleşmesi, küreselleşmesi ve ekonomiler açısından önemli olduğu görüşünün yaygınlaşması finansal sistemin yapısına ve finansal sistemin gelişimine olan ilginin artmasına yol açtı. Özellikle gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümelerinin sağlanması bakımından finansal piyasaların yatırım ve tasarrufları hızlandırıcı etkisinden faydalanmak adına finansal gelişme konusuna eğilmişlerdir. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığı ve yönü hakkında araştırmalar artış göstermiştir. Araştırmaların çoğu böyle bir ilişkinin var olduğunu kanıtlayan sonuçlara ulaşmış olsa da ilişkinin olmadığına ilişkin sonuçlara ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır. Sonuçlar, incelenen ülkenin ekonomik durumuna, dönemlerin özelliklerine ve seçilen değişkenlere göre farklılık göstermektedir.

Bu çalışmada finansal gelişmenin bir unsuru olan finansal derinleşme ve finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkisi araştırılmıştır. Çalışmada yeni endüstrileşen ülkeler kullanılmıştır. Bunun sebebi, hem Türkiye’nin de içinde olduğu gelişmekte olan piyasalardaki finansal derinleşme büyüme ilişkisini incelemek hem de finansal sistemlerini geliştirmek amacıyla finansal derinliği artırmaya çalışan ülkelerin durumunu gözlemlemektir. Toplamda üç bölüme ayırdığımız bu çalışmanın birinci bölümünde finansal sistemin ve sistem içinde var olan piyasaların ve kurumların işleyişi ve yapısına ilişkin bilgiler yer almakta, ikinci bölümünde finansal gelişme ve bileşenleri olan finansal derinleşme, erişim, etkinlik ve istikrar konuları hakkında ayrıntılar ve çalışmanın konusuna benzer

araştırmalardan bazıları yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ekonometrik bir model ile sınanması panel veri analizi yöntemi ile yapılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılarak 1995-2016 dönemlerini kapsayan yıllık veriler ele alınmış olup veriler Dünya Bankası'nın "Finansal Gelişme" raporlamasından elde edilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM

Finansal sisteme ilişkin bu bölümde finansal sistemin tanımı, fonksiyonları ve finansal piyasalara ilişkin genel bilgilere yer verilecektir.

1.1.Finansal Sistemin Yapısı

Finansal sistem, ekonomideki fon arz ve talebinin zaman, miktar, vade ve fon arz ve talep edenler bakımından uyumlaştırıldığı yapıdır. Finansal sistemde fon arz eden ve talep eden taraflar hane halkı, şirketler, kamu tüzel kişilikleri olabilir. Bu iki tarafı uygun koşullarda bir araya getiren ve fon aktarımını sağlayan finansal araçlar ve kullanılan finansal araçlar da sistemin bir parçasını oluşturur.(Yay-Gürkan, 2012, s.19) Finansal araçların ve araçların gelişmiş olması finansal sistemde fon alışverişinin uyumluluğunu ve derinliğini artırır. Finansal sistemde düzenin ve istikrarın sağlanması bakımından yasal ve kurumsal düzenlemeler önem arz etmektedir. Finansal sistemin işleyişi sırasında muhtemel sorunların çözümü ve güven ortamının oluşması açısından yasal düzenlemeler önemli olmanın ötesinde temel gerekliliktir.

Finansal sistemde sadece fon arz eden ve talep eden taraflar değil, bu piyasanın düzenini kuran kurumlar, fon transferine aracı varlıklar ve istikrarlı ve düzenli olarak sistemin işleyişini ve gerekli güven ortamının oluşmasını sağlayan hukuki ve idari düzenlemeler de yer almaktadır. Finansal sistem finansal piyasaları da içine alan daha geniş bir kavramdır.

Finansal sistemi oluşturan unsurlar;

- Fon arz edenler (tasarruf sahibi hane halkı, devlet ve firmalar)
- Fon talep edenler (yatırımcılar)
- Fon alışverişini sağlayan varlıklar (finansal araçlar)
- Finansal kuruluşlar

- Yasal ve idari düzenlemeler

olarak sıralanabilir. (Mishkin, 2000, s.20)

Finansal sistemlerde para piyasalarının yoğun ve etkin olarak rol aldığı piyasalar banka temelli, sermaye piyasası araçlarının yoğun olarak kullanıldığı finansal sistemler ise piyasa temelli olarak adlandırılır. Banka temelli sistemler genelde finansal gelişmenin daha az olduğu, kurumsal düzenlemelerin daha temel düzeyde olduğu ekonomiler açısından önem arz etmekte finansal gelişmenin ilk aşamalarında daha başarılı olduğu savunulmaktadır. Piyasa temelli bir finansal sistemde ise yapısal ve kurumsal düzenleme ve gerekliliklerin sağlandığı, piyasada bulunan çeşitli araçların kullanılmasına imkan veren finansal sistemlerdir. (Öztürk ve Barışık ve Darıcı, 2010) Her iki sistem de ülkeler açısından bir gereklilik olmakla birlikte ülkeden ülkeye para ve sermaye piyasalarının dağılımı ve finansal gelişmedeki önemi farklılık arz etmektedir.

Bir finansal sistemin asıl işlevi var olan kaynakların etkin dağılımını sağlamak ve fon arz ve talep eden taraflar arasındaki bağı kurmak olmakla birlikte bunların dışında;

- Riskin dağıtılması ve risk yönetimi
- Bir varlığın fon transferi işleminde kullanılabilir hale gelmesinin kolaylaştırılması ve hızlı olması
- Finansal varlıkların getirileri, piyasadaki değerleri ve bunlara ilişkin beklentiler hakkında bilgi toplanması ve bilginin dağıtılmasının sağlanması

işlevleri de bulunmaktadır. (Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri Raporu, TCMB yayınları, 2015, s.2)

1.1.1. Finansal Piyasa Tanımı

Finansal piyasalar, yatırımları için finansal kaynak ihtiyacı olan ekonomik birimler ile finansal kaynak sahiplerinin para piyasası ve sermaye piyasası araçları

vasıtasıyla etkileşim içine girdikleri ortamlardır. Finansal piyasalar bu işlemlerin en kısa sürede, en az maliyetle yapılabilmesine olanak sağlamaktadırlar.

Borç vermek ve borç almak isteyenlerin bulunduğu piyasalara borç verilebilir fonlar piyasası denilmektedir. Borç verenle borç alanın doğrudan karşı karşıya gelmesi durumuna *doğrudan finansman* denir. Borç alan ve borç verenin üçüncü bir kişi ya da kurum aracılığı ile takas sağladığı durum ise *dolaylı finansman* olarak adlandırılır. Dolaylı finansmanın gerçekleştiği piyasalar finansal piyasalardır. Finansal piyasaları genel itibarıyla en çok bilinen şekliyle para piyasası ve sermaye piyasası olarak ele alabiliriz. (Eğilmez ve Kumcu, 2010, s.218)

Finansal piyasanın ne olduğunu daha iyi anlayabilmek adına piyasa tanımını yaparak başlamak daha uygun olacaktır. Piyasa bir ekonomide mal ve hizmetin karşı karşıya geldiği ortamdır. Piyasa, bir mal veya hizmetin ya da alınıp satılabilme potansiyeline sahip bir varlığın alıcı ve satıcılarının oluşturduğu buluşma biçimidir. Piyasada herhangi bir mal veya hizmetin alınıp satılabilmesi için bir yerin olup olmaması veya piyasanın ihtiyaç duyduğu gerekliliklere göre piyasalar ikiye ayrılmaktadır. Birincisi alıcı ve satıcının fiziken bulunduğu ve belli bir mekana sahip piyasalar, ikincisi ise tarafların karşılaşmasına gerek bulunmayan ve işlemlerin fiziken yürütülmediği piyasalardır. (Eğilmez, 2011, s.24-25)

Finansal bilgi sahibi olmak için sarfedilen çaba ve fon arz ve talep edenler arasında fon geçişini sağlamanın taraflara yüklediği maliyetler ve bu maliyetleri azaltma fikri finansal piyasa ve kurumların oluşumunun temel sebebi olmuştur. Bu görüşten farklı olarak Arrow ve Debreu Genel Denge Analizi Modelinde; tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında bankalara yani bir aracıya ihtiyaç olmadığı ifade edilse de bu durum sadece bilgi ve aracılık maliyetlerinin olmadığı, daha geniş bir ifadeyle tarafların birbirleri hakkında tam bilgiye sahip olduğu ve fon transferine ilişkin maliyetlerin sıfır olduğu koşullar altında geçerli olduğu varsayımlarına dayanmaktadır. Bu halde farklı finansal bilgi açıkları ve transfer sorunları zamanla finansal piyasalara farklı kurumların dahil olmasına ve her bir sorun için farklı çözümlerin üretilmeye çalışılması finansal piyasaların ve finansal araçların farklılaşmasına ve yeni ürünlerin geliştirilmesine sebep olmuştur. (Levine, 1996)

Bu itibarla günümüzde pek çok finansal ürün ve hizmet ihtiyaca göre kullanılabilmekte, finansal kurumlar aracılığı ile finansal sistemin güvenli bir şekilde çalışır durumda olması sağlanmaktadır. Finansal piyasaları en basit haliyle para piyasası, sermaye piyasası olarak incelemek mümkünse de kıymetli madenler piyasası ve türev ürünler piyasasını da ayrı olarak ele almak mümkündür. Finansal Sistem, finansal piyasalar, finansal araçlar ve finansal kurum ve kuruluşların oluşturduğu bütünsel bir yapıdır. (Altınok ve Ünal, 2016, s.40-42)

Finansal sistem, fon arz ve talep edenler arasında fon akışını sağlayarak tasarrufların yatırımlara dönüşmesine aracılık etmekle birlikte risk dağıtımı ve yönetimini, varlıkların ödeme aracı olarak kullanılabilir hale getirilmesini, finansal varlıklarla ilgili daha doğru bilgiye ulaşılmasını sağlamaktadır. (Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri Raporu, TCMB yayınları, 2015, s.2)

Finansal piyasaların görevleri üç temel başlıkta toplanabilir;

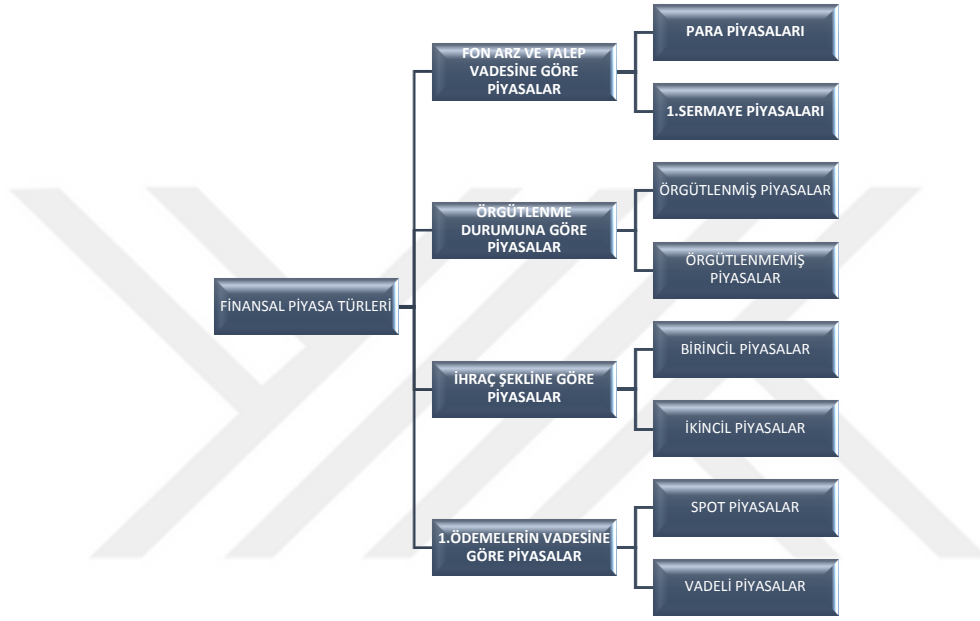
- 1- Fiyat Belirleme: Finansal piyasalar fon arz ve talep edenleri karşı karşıya getirirken aynı zamanda fon transferine konu finansal varlıklara ilişkin fiyatların piyasa ortamında oluşmasını ve piyasa fiyatından işlem yapılmasını sağlar.
- 2- Likidite Sağlama: Fon arz ve talep edenlerin transfere konu edeceği finansal varlıkların likidite durumunu belirler, piyasada işlem gören varlıkların transfere uygun olmasını sağlayarak transfer kabiliyetini hızlandırarak daha likit varlıkların oluşmasını sağlar.
- 3- Değişim Maliyetlerini Azaltma: Finansal piyasalarda finansal varlıklara ilişkin doğru bilginin her finansal birim tarafından doğru anlaşılmasını ve varlıklara ilişkin maliyetlerin de azaltılmasını sağlar.

1.1.2. Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasaları örgütlenme şekline göre sınıflandırdığımızda organize ve organize olmayan piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Varlığın ilk kez ihraç edilip edilmediğine göre piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak, peşin veya vadeli

olarak alınıp satılmasına göre de spot ve vadeli piyasalar olarak sınıflandırılırlar. Finansal piyasaları fon arz ve talep vadelerine göre incelediğimizde para ve sermaye piyasaları olarak iki bölüme ayırmak mümkündür.

Şekil 1.1 Finansal Piyasa Türleri



1.1.2.1. Vadesine Göre Piyasalar

Finansal piyasalarda kullanılan ürün ve hizmetler 3 ay, 6 ay, 1 yıl, 5 yıl ve daha uzun vade yapılarına sahip olabilmektedir. Vadesine göre piyasalar para ve sermaye piyasaları olmak üzere iki başlık altında toplanabilmektedir.

1.1.2.1.1. Para Piyasaları

Para piyasalarının en temel özelliği, piyasada bulunan varlıkların genellikle vadesinin 1 yıla kadar olması ve varlıkların likit olma özelliğidir. Para piyasası olarak adlandırılmasının sebebinin tedavüldeki para ve kolayca paraya çevrilebilir nitelikte para benzeri varlıkları içermesinden kaynaklandığını söyleyebiliriz.

Vadesi bir yıla kadar olan çek ve bono gibi likiditesi yüksek olan finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalardır. Riskler fon transferine aracı olan kurumlar tarafından üstlenildiğinden bu piyasada işlemlerini gerçekleştiren ekonomik birimler açısından finansal risk daha düşüktür.(www.tcmb.gov.tr, “Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri-2015” raporu, s.2)

Para piyasalarında fon arz ve talep edenler doğrudan karşılaşacağı gibi dolaylı olarak da işlem yapabilirler. Piyasanın taraflarını bankalar ile bireysel ve kurumsal olarak fon arz-talep edenler olarak ifade edebiliriz. Para piyasasında denge unsurunun faiz olduğunu söyleyebiliriz. Kişilerin veya şirketlerin yatırım yapmak veya kazanç sağlamak gibi amaçlarla yapacağı işlemlerde faiz seviyesine göre karar alırlar. Bankaların, Merkez Bankası öncülüğünde borç alıp verdikleri piyasaya Bankalar Arası Para Piyasası denir. (Eğilmez ve Kumcu, 2010, s.219-220)

1.1.2.1.2. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasası, bir yıldan daha uzun vadeli fonların alışverişe konu edildiği piyasadır. Çoğunlukla organize yani sınırları ve yeri belirlenmiş bir yapıya sahiptir. Sermaye piyasasında kişiler, şirketler, bankalar bulunduğu gibi Hazine ve Merkez Bankası da bir yıldan uzun vadeli tahviller aracılığı ile bu piyasaya dahil olmaktadır. Bu piyasaların fon alışverişinin karar unsuru ise faizler ve temettü gelirleri olmaktadır. (Eğilmez ve Kumcu, 2010, s.224)

Para piyasasında kısa vadeli, sermaye piyasasında da uzun vadeli varlıkların arz ve talep edildiğine ilişkin genel görüş bulunsun da para piyasasında uzun vadeli işlemler sermaye piyasasında ise kısa vadeli işlemler yapmak mümkündür.(Altınok ve Targan, 2016, s.47)

1.1.2.2. Örgütlenme Durumuna Göre Piyasalar

Finansal piyasaların işlem gördüğü yere göre yapılan sınıflandırmadır. Bazı finansal ürün ve hizmetler belli bir yerde ve belirli zaman aralığında işlem görürken bazı ürün ve hizmetler böyle bir mekan ve zaman sınırlaması olmaksızın işlem

görebilmektedir. Yer, zaman ve kurallar bakımından organize ve organize olmayan piyasalar olarak sınıflandırma yapmak mümkündür.

1.1.2.2.1. Organize Olmayan (Örgütlenmemiş) Piyasalar

Organize olmayan piyasalar tezgâh üstü piyasa olarak da adlandırılmakta olup genel itibariyle bir mekana veya kurallara bağlı olarak işlemlerin yapılmadığı piyasalardır. Finansal işlemlerin yürütülmesine ilişkin denetleyici otoritelerin olmadığı, fiyatların spesifik olarak piyasada alıcı satıcı anlaşmasına göre belirlendiği piyasalardır. Bu tür piyasalarda genel olarak yatırımları için fon bulmakta güçlük çeken işletmeler işlem yapmaktadır. (www.tcmb.gov.tr, “Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri, 2015, s.3) Tezgahüstü piyasalar olarak da adlandırılan organize olmayan piyasalar Türkiye’de Bankalar arası Türk Lirası, Repo, Tahvil ve Döviz Piyasaları, Serbest Altın Piyasası, Serbest Döviz Piyasası şeklinde yer almaktadır. (Karan, 2013, s.20)

1.1.2.2.2. Organize (Örgütlenmiş) Piyasalar

Organize piyasalar ise, fon işlemlerinin belirli kurallar çerçevesinde, belirlenmiş düzenlemelere uygun olarak yapıldığı ve bu şekilde yapılmasına ilişkin denetleyici otoriteler tarafından işlemlerin denetlendiği piyasalardır. Bu piyasalarda işlemlerin yapıldığı yer ve işlemleri yapanlar belirlidir. Organize piyasalarda finansal bilgiye erişim daha kolay ve daha az maliyetlidir. Piyasada alıcı ve satıcılar çok fazla olduğundan işlemler karşılıklı müzakereye dayanmamakta işlem yapılabilmesi için belirli kriterlerin alıcı ve satıcı tarafından kabul edilmesi gerekmektedir. Alıcı ve satıcıların çok fazla olması ve işlem maliyetlerinin çok düşük olması sebebiyle tam rekabet piyasasına yakın bir piyasa işleyişi mevcuttur. Tam rekabette olduğu gibi fon arz ve talep eden kişilerin tek başlarına piyasayı etkileme gücü bulunmamaktadır. Organize piyasalara en iyi örnek BİST, NYSE gibi borsalardır. (Finansal Yönetim-I, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, s. 38)

Türkiye’de organize piyasalar;

- TCMB nezdinde bulunan; Açık Piyasa İşlemleri, İnterbank Para Piyasası, Döviz Piyasası
- Borsa İstanbul (BİST) nezdinde bulunan; Pay piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
- Takasbank nezdinde bulunan Para Piyasası ve Ödünç Pay Senedi Piyasası

şeklinde yapılanma göstermiştir.(Karan, 2013, s.20)

1.1.2.3. Varlığın İhraç Şekline Göre Piyasalar

Varlıkların ilk ihracından sonraki ilk alıcıların piyasa koşulları ile varlığın ikinci elden yapılan alış-satış işlemlerinin piyasa koşulları farklılık göstermektedir. Bu farklılık birincil ve ikincil piyasalar olarak sınıflandırmaya yol açmaktadır.

1.1.2.3.1. Birincil Piyasalar

Sermaye piyasalarına ilişkin bir ayrımdır. Birincil piyasada tasarruf sahipleri ile hisse senedi veya borçlanma aracını ihraç eden taraflar doğrudan işlem yaparlar. Menkul kıymeti ihraç eden taraf yatırımcıya direk satış yapar. Menkul kıymetleri birincil piyasadan alanlar, pay senetlerinde ihraç eden tarafa paralarını almak üzere başvuramazlar, borçlanma araçları bakımından da vadeden önce müracaat mümkün değildir. Birincil piyasada bir şirketin payları ihraç edildiğinde satış sonrasında şirkete sermaye girişi sağlanmış olur.

1.1.2.3.2. İkincil Piyasalar

Daha önceden birincil piyasada satılarak fiyatı oluşan bir varlığın fon arz ve talep edenler tarafından alınıp satılabildiği piyasalardır. İkincil piyasalarda menkul kıymetlerin el değiştirmesinin şirket sermayesine bir katkısı bulunmamaktadır.

1.1.2.4. Ödemelerin Vadesine Göre Piyasalar

Fon arz ve talep edenler arasındaki sözleşmelerin, zamana ilişkin niteliğine göre farklılık göstermektedir. Genel itibariyle spot ve vadeli piyasalar olmak üzere sınıflandırılmaktadır.

1.1.2.4.1. Spot Piyasalar

Spot piyasa işlemleri, sözleşmenin kurulduğu anda veya kısa bir süre sonra para, mal veya menkul kıymetin alınması veya satılması işlemidir. Spot piyasalarda işlemler anlıktır ve o an oluşan fiyat üzerinden yapılmaktadır.

1.1.2.4.2. Vadeli Piyasalar

Vadeli piyasalarda yapılan vadeli işlemler, belli miktarda ve kalitedeki bir ürünün bugünden belirlenen fiyat üzerinden ileride belli bir tarihte satınalma veya satma konusunda yapılan anlaşma olarak tanımlanmaktadır.(Kaya, 2016)

1.1.3. Finansal Piyasa Araçları

Finansal piyasalarda fon arz ve talebi arasındaki fon transferleri bir belge üzerinden yürütülmekte olup bu belgenin de parasal bir karşılığı bulunmaktadır. Finansal araçları, tahvil gibi alacaklılık hakkı veren ve hisse senedi gibi ortaklık hakkı verenler olarak ikiye ayırabiliriz (Karan, 2013, s.3). Finansal araçlar, bu belgelerle yapılan fon transferlerinin biçimi, vadesi miktarı taraflarına göre farklılık göstermektedir. Finansal enstrüman olarak da adlandırabileceğimiz Finansal araçlar günümüzde çok farklı ve sayıca çok fazla bulunmaktadır. Finansal araçların ülke ekonomisi açısından fon fazlası olan ve fon açığı olup da yatırım yapmak isteyen iki kesimin arasındaki fon alışverişini sağlamak ve bu transferler vasıtasıyla riskin dağıtılmasını sağlamak görevleri bulunmaktadır. (Karan, 2013, s.3) Finansal araçları kullananlar hem finansal varlığa ilişkin hak ve kazançlara sahip olacağı gibi bazı riskleri de üstüne almış olacaktır. Başlıca finansal enstrümanlardan kısaca bahsedebiliriz.

Para, tarih boyunca insanların mallarını takas etmede kullandıkları araçlar farklılık göstermiş ve kullanım, taşıma, tanınma kolaylığı gibi sebeplerle para transfer aracı olarak genel bir kabul görmüştür. Tüm finansal piyasaların temeli paraya ve paraya eşdeğer varlıklara dayanmaktadır. Para piyasasında para dışında kullanılan başlıca enstrümanları ise çek, senet, bono, kredi sözleşmesi ve kredi kartı olmak üzere genelleleyebiliriz. (Altınok ve Ünal, 2016, s.51-52)

Sermaye piyasasında kıymetli kağıtlar sahiplik ve ya borçluluk hakkı vermelerine göre ikiye ayrılmaktadır. Hisse senetleri sahiplik hakkı vermektedir. Sermaye Piyasası Kurulundan izin alan sermaye şirketleri borsada halka açılmak vasıtasıyla tasarruf sahiplerini şirketlerine ortak yapabilmektedirler. Hisse senedi sahipleri şirket karından ve tasfiyeden pay alma, şirket yönetimine katılma, sermaye artırımına katılma, genel kurulda oy kullanm gibi ortaklık hakları sahibi olmaktadır. Sermaye piyasalarına ilişkin olarak ikinci bir ayırım ise kağıtların kamu veya özel olup olmadığına göre yapılan ayırımdır. Devlet adına menkul değerlere ilişkin işlemleri Hazine yürütmektedir. Ortaklık hakkı veren kağıtlar dışında sermaye piyasasında borçluluk hakkı veren kağıtlar da bulunmaktadır. Tahvil, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymetler, kar-zarar ortaklığı belgeleri, varant, banka bonusu olarak sıralayabiliriz. (Altınok ve Ünal, 2016, s.54-55)

Ülkemizde son zamanlarda türev ürünler de ilgi görmektedir. Türev piyasalarında türevi yapılan esas varlık transfer edilmemekte olup ona ait hak ve yükümlülüklerin alınıp satılması söz konusudur. Forward, futures, swap işlemleri türev piyasasına ait işlemlerdir.

1.1.4. Finansal Kurumlar

Finansal sistemde bankalar, tahvil piyasası, emeklilik ve yatırım fonları, sigorta şirketleri ve merkez bankası olduğu gibi düzenleyici ve denetleyici otoriteler de yer almaktadır.

Finansal sistemin bir parçası olarak finansal kurumlar finansal sistemin istikrarının sağlanmasına katkı sağlarlar. Türkiye açısından finansal kurum ve

kuruluşları finansal piyasa içerisinde aktif rol alanlar ve düzenleyici ve denetleyici olarak sistem içinde yer alanlar olarak ikiye ayırabilir. (Altınok ve Ünal, 2016, s.67-68)

Bankalar, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, fonlar, finansman, faktoring, finansal kiralama, sigorta ve derecelendirme şirketleri aktif rol alan kurumlar olarak piyasada yer almaktadır. Hazine ve merkez bankaları gibi düzenleyici ve denetleyici kurum olup da piyasada aktif rol oynayan kurumlar da bulunmaktadır. (www.bddk.org.tr ve www.spk.gov.tr)

1.1.4.1. Piyasada Aktif Rol Alan Kurum Ve Kuruluşlar

Ürün ve hizmet ihraç edilmesi, ihraç edilen ürün ve hizmetlerin alınıp satılması şeklinde piyasada işlem yapan ve işlem yapmak isteyen tarafların işlemlerine aracı olan kurum ve kuruluşların piyasada aktif olarak rol aldığı söylenebilir. Bu kurum ve kuruluşlardan Türkiye açısından da önemli olanları aşağıda tanıtılmıştır.

1.1.4.1.1. Hazine

TCMB ile birlikte finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumlu olduğu gibi, finansal piyasa araçları ile finansal piyasada işlem yapan bir kuruluş niteliğindedir. 2018 yılında Hazine ve Maliye Bakanlığı olarak kuruluş yapısı değişmiştir. Hazine kamu kesimi tarafından ihtiyaç duyulan finansman kaynağının sağlanması adına fon arz ve talep eden bir piyasa oyuncusu olmakla birlikte finansal piyasa dalgalanmalarını gözetme ve düzenleme görevini icra etmektedir.

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçi piyasalarda hükümet için bir finansman kaynağı sağlanması adına Hazine tarafından ihraç edilmektedir. Vadesi 1 yıl ve daha uzun olan DİBS'ler devlet tahvili, vadesi 1 yıldan daha kısa olan DİBS'ler ise Hazine bonusu olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir hazine aracı ise, hazine tarafından ihraç edilen geliri Kamu Ortaklığı Fonu'na aktarılan *gelir ortaklığı*

senetleri BİST bünyesinde işlem gören, isminde ortaklık ibaresi yer alsa da değişken faizli tahvillerdir. (www.borsaistanbul.com)

1.1.4.1.2. Merkez Bankası

Her ülkenin para arzının ayarlanması ve para arzına müdahale edilmesi görevini üstlenen bir devlet yapılanması bulunmaktadır. Bu görev tüm dünyada genel olarak merkez bankaları tarafından yürütülmektedir. Merkez bankaları temelde para ve kur politikalarını yönetmek ve banknot basımından sorumludurlar. Bununla birlikte bazı ülkelerde merkez bankasının bankacılık sektörünü düzenleme ve denetleme fonksiyonu da bulunmaktadır.(www.tcmb.gov.tr, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri) Merkez bankaları ekonomide üç olguyu etkileyebilir. Birincisi; *enflasyon*, ikincisi; *ekonomi döngüsü*, üçüncüsü *faiz oranıdır*. Faiz oranları borçlanma maliyetini etkileyerek finansal sistem üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Hükümetler topladıkları vergi ve benzeri gelirlerden daha fazla hükümet harcaması yaptıklarında borç alırlar. Finansal yapısı gelişen ekonomilerde ise birçok farklı türde borçlanma aracı oluşturulmuş olup bu araçlar farklı faiz oranları üzerinden işlem görmektedir. (Szulczyk, 2010, s.10)

Finansal piyasalarda gerçekleşen fon alışverişinde Merkez Bankası da Hazine gibi hem fon arz eden hem de fon talep eden bir piyasa oyuncusu olarak sistemde yer almaktadır. Bu işlevinin yanı sıra finansal piyasanın yapısına ve işleyişine ilişkin düzenleme ve denetleme kısmında da önemli görevleri bulunmaktadır. (Altınok ve Ünal, 2016, s.71-72)

Türkiye özelinde bakıldığında, Merkez Bankasının görev ve sorumlulukları fiyat istikrarı, finansal istikrar, döviz kuru rejiminin belirlenmesi ve uygulanması, banknot basma ve ihraç imtiyazı ve ödeme sistemlerinin işleminin sağlanması, gerekli düzenlemelerin yapılması olarak sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırma içinde yer alan fiyat istikrarı merkez bankasının asli amacıdır. Banka para politikasını oluşturarak piyasada doğrudan kullandığı araçlarla bu amaç doğrultusunda hareket eder. Banka, fiyat istikrarının tamamlayıcısı olarak finansal piyasalarda da istikrarın sağlanması amacına hizmet etmektedir. Para ve döviz

piyasaları ile ilgili düzenleyici önlemler almakla mükelleftir. Döviz kurunun belirlenmesi görevi nedeniyle Türkiye’de döviz ve altın rezervlerinin saklanması ve ülke menfaatleri doğrultusunda kullanılmasından sorumludur.

1.1.4.1.3. Bankalar

Finansal piyasalarda borç alan ve veren taraflar arasında köprü görevini finansal aracılar özellikle de bankalar görmektedir. Bankaların aracı olarak borç alan ve veren tarafları birleştirdiği finansman yöntemine dolaylı finansman denir. Bir kişiden doğrudan borç almak veya vermek (doğrudan finansman) varken kişi ve kurumların bankalara ihtiyaç duymasının sebepleri vardır. İlk olarak bankalar borç veren ve alan hakkında bilgi toplarlar ve borçlunun yükümlülüğünü yerine getirmemesi riskini minimize ederler, ikinci olarak banka sizin paranızın yatırım riskini farklı finansal araçlara dağıtarak azaltır, banka birçok kişi ve kuruma farklı şekillerde borç kullandığından münferit olarak bir şirketin batması, başka bir kişinin borcunu ödememesi Bankanın bilançosunu etkilemez çünkü banka bir taraftan kaybederken başka enstrümanlarından faiz geliri elde etmeye devam eder. Son olarak, bankalar likiditeyi artırır, ne zaman paraya ihtiyacınız olsa bankadan mevduatınızı çekebilirsiniz. (Szulczyk, 2010, s.10)

Özellikle para piyasasının en önemli kuruluşları bankalardır. Bankaların temel olarak çalışma biçimi tasarruf sahiplerinin fonlarını alarak fon talep eden kesime kredi vermektir. Bankaların aracı olduğu bu işleyişte faiz oranları piyasanın dengesini sağlayan unsurdur. (Eğilmez ve Kumcu, 2010, s.210)

Bankalar kuruluş amaçlarına göre piyasada farklı rollere sahiptirler. Bankalar mevduat, katılım, kalkınma ve yatırım bankaları olarak ayrışmaktadır. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda yer alan banka tanımlarına göre;

- *Mevduat bankası*; kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini,

- *Katılım bankası*; özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini,
- *Kalkınma ve yatırım bankası*; mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini,

ifade etmektedir.

1.1.4.1.4. Sigorta Şirketleri

Sigorta, temel olarak ileride bir zararla karşılaşma ihtimaline karşı zararı gidermek taahhüdünde bulunan bir kuruluşla yapılan sözleşmedir.

Başta hazine ve merkez bankası olmak üzere Türkiye açısından bakıldığında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Sermaye Piyasası Kurumu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Rekabet Kurumu piyasanın düzgün işlemlerini sağlayan kurum ve kuruluşlardır. Bu kurumlar hukuksal düzenin, piyasa esaslarının piyasada işlerliğini sağlamak, gerekmesi halinde yeni kural ve uygulama esasları getirmek ve bunların takipçisi olmak, piyasa aksaklıklarını tespit etmek ve onarmakla mükelleftirler. (Altınok ve Ünal, 2016, s.95-97)

Ülkemiz dışında da küresel çapta işlevleri olan Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve ülkelerin üye oldukları birçok birlik, kuruluş ve teşkilatlar bulunmaktadır.

1.1.4.1.5. Finansal Kiralama Şirketleri

Bankalara ait klasik finansal araçların yatırımcıların fon taleplerine yetersiz kaldığı alanlarda yeni finansal araçların sisteme katılmasıyla oluşan, günümüz

finansal piyasalarının aktif oyuncularından biri de finansal kiralama şirketleridir. Finansal kiralama, bir malın kullanım hakkının belli bir süre belli bir ücret karşılığında devredilmesini içeren sözleşmelerdir. Bu mallar genellikle finansmanının küçük yatırımcılar tarafından sağlanmasının güç olduğu yatırım mallarıdır.

Finansal kiralamaya ilişkin uygulamada yatırımcıların almakta zorlanacağı kadar yüksek fiyatlı veya vadeli olarak alma imkânı bulunmayan ve işletme tarafından kullanılması elzem olan malların finansal kiralama şirketi tarafından alınarak malın işletmeye bir kira bedeli karşılığında devredilmekte, kullanım süresi dolan malın mülkiyeti küçük bir ücret karşılığında kiralayan işletmeye geçirilmektedir.

Finansal kiralama şirketlerinin piyasada rol alması ile fon ihtiyacı olan şirketlerin ihtiyaçlarının tam olarak karşılandığı ve tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde etkinliğin sağlandığını söylemek mümkündür. Ekonomik büyümenin sağlanması bağlamında bakıldığında, finansal kiralama şirketleri üretim yapmak isteyen işletmelerinin makine, teçhizat, araç gibi büyük bütçe gerektiren ihtiyaçlarını kiralama yöntemiyle karşılamasını sağlamakta dolayısıyla üretime doğrudan maliyet azaltımı ile katkı sağlamaktadır.

1.1.4.1.6. Faktoring Şirketleri

Faktoring, şirketlerin ticareti sebebiyle doğan alacaklarının vadesinden önce faktoring şirketine temlik edilmesidir. Faktoring işlemi, finansman sağlama, borcun tahsili konusunda garanti verme, alacakların tahsilatını sağlama işlemlerinin hepsini kapsamaktadır. Faktoring şirketleri finansal açıdan likidite ihtiyacı olan şirketlerin fonlanmasını sağlayarak üretime bir anlamda destek olmaktadır.

Faktoring şirketleri, şirketlere alacak haklarının satışını yapmaları ve bu sayede likit fon sağlamalarını sağlayarak likidite sıkıntısı çeken şirketlerin bu sorununu gidermek, borçlunun riskini vade sonuna kadar taşımak istemeyen

şirketlerin üzerinden ödememe riskini almak, şirketler adına tahsil işlemlerini yürütmek fonksiyonları ile finansal sistemde önemli bir yere sahiptir.

Forfaiting işlemi, faktoring işlemine benzer şekilde ihracat yapan şirketlerin kullandığı bir finansal araçtır. Forfaiting işlemi ihracat sevki sonrası bir finansman yöntemidir. İhracat yapan şirketler, alacaklarını peşin olarak almakta, alacak haklarını forfaiting şirketine devretmektedir. Böylece ithalatçı şirketin borcunu ödeyememesi riskinden kurtulmaktadır. İthalatçı şirket açısından bakıldığında forfaiting işlemi ile borçlarını daha uzun vadede ödeme imkânına sahip olmaktadır.

1.1.4.1.7. Finansman Şirketleri

Finansman şirketleri, gerçek veya tüzel kişiler tarafından bireysel veya ticari amaçla alınmak istenen her türlü mal ve hizmetin gerçek veya tüzel kişinin nam ve hesabına alınmasıdır. Kredilendirme işlemi doğrudan satıcıya ödeme yapmak suretiyle yapılmakta olup ödemeler finansman şirketine yapılmaktadır. (<https://www.fkb.org.tr/sektorler/finansman/>)

1.1.4.1.8. Aracı Kurumlar

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aracılık yapma yetkisi verilen kurumlardır. Aracı kurumlar esas olarak sermaye piyasalarında fonlarını değerlendirmek isteyenlerin borsalarda yapacakları işlemlere aracılık etmek, bu kapsamda sermaye piyasası aracı ihraç etmek veya halka arz yöntemiyle satmak, türev ürünlerin alım ve satımına aracılık etmek, repo-ters repo işlemleri yapmak, yatırımcılara danışmanlık hizmeti vermek, portföy yöneticiliği yapmak, çok taraflı alım satım piyasalarının ve borsa dışında kurulmuş diğer piyasaların işletilmesi, sermaye piyasası araçlarını müşterileri nam ve hesabına saklamak görevlerini yürütmektedir. Finansal ürün ve hizmet çeşitliliğini sağlayarak finansal derinliğin sağlanması bakımından aracı kurumların işlevleri önemlidir. (Altınok ve Ünal, 2016, s.90-91)

1.1.4.1.9. Halka Açık Şirketler

Halka açık şirketler, halka arz yoluyla hisse senedi, tahvil vb. menkul kıymetleri ihraç ederek piyasada aktif olarak rol alırlar. Bu şirketler, yaptıkları işlemlerle sermaye piyasasının büyük bir kısmını oluştururlar. Şirketlerin halka açılmasından sonra belli yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi şirketin borsada varlığını sürdürebilmesi ve kredibilitesi açısından önemlidir. Şirketlerin diğer yükümlülükleri; özel durumların kamuya açıklanması, finansal tablo ve raporların hazırlanması, halka açıklanması, bağımsız denetim yaptırılması, kurumsal yönetim ilkelerine uyulması, esas sözleşmelerinin sermaye piyasası mevzuatına uygun olması ve esas sözleşme değişiklikleri için SPK'den onay alınması olarak sıralanabilir. (Karan, 2013, s.79)

1.1.4.1.10. Yatırım Ortaklıkları, Yatırım Fonları, Portföy Yönetimi Şirketleri

Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçlarının yanında gayrimenkul ve sermaye piyasası mevzuatına uygun olan diğer araçlardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla kurulmuşlardır. Sabit veya değişken sermayeli kurulmakta olup kendi paylarını ihraç eden anonim ortaklıklardır. Menkul kıymet yatırım ortaklığı, gayrimenkul yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırım ortaklığı şeklinde ayrılmaktadır. Yatırımcılar piyasada bu ortaklıklar tarafından ihraç edilen araçları değer artış- azalışına göre alıp satarak kar elde ederler. (Karan, 2013, s.88)

Yatırım Fonu; kamu veya özel sektöre ait tahvil, bono gibi borçlanma araçları, altın gibi kıymetli madenleri ve ters repo gibi sermaye piyasası araçlarını kapsar ve bunların yönetimi ile ilgilenir. Fondan faydalanmak isteyenler portföyün bir kısmını temsil eden katılma senedini alarak fona katılım sağlamış olurlar. Yatırım fonları menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyenlerin, yeterli birikime sahip olmamaları, bu konuda bilgi birikimine sahip ve konuya hâkim uzmanların görüşlerine ihtiyaç duyulması ile ortaya çıkmıştır. Yatırım fonları bireysel yatırımcılara kendi birikimleri ile doğrudan ulaşamayacakları veya birikimlerinin

yeterli olmayacağı araçlara ulaşmalarını ve onlara yatırım yapmalarını sağladığından finansal piyasa düzeni içerisinde önemli bir yere sahiptir. (SPK, Yatırım Fonları Kitapçığı, s.3)

Portföy Yönetim Şirketleri; esas olarak fon kurmak ve yönetimini sağlamak amacıyla kurulan bir anonim ortaklıktır. Portföy Yönetim Şirketleri, münhasıran yurtdışı yerleşik kişilere portföy yönetimi hizmeti vermek, payların yurtdışında yerleşik olanlara yönelik olarak yabancı kolektif yatırım kuruluşu kurmak ve yönetmek, gayrimenkul yatırım fonu kurmak için de kurulabilir. SPK'dan yetki belgesi alınması durumunda yatırım danışmanlığı yapabilirler. (SPK, Portföy Yöneticiliği Kitapçığı, 2016, s.4)

1.1.4.2. Piyasada Düzenleyici Ve Denetleyici Kurum Ve Kuruluşlar

Finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesi ifadesi ile finansal piyasaların yapısında bulunması gereken kurum ve kuruluşları oluşturmak, bu yapı içinde yer alanların işlemleri ve işleyişi ile ilgili hukuksal çerçeveyi oluşturmak, esaslar belirlemek ve yeniliklere göre düzenlemeler yapmak, kurulan düzenin etkin işleyişini sağlamak adına denetleyici yapıları oluşturmak ve düzene uyulmaması durumunda yaptırımlar uygulamak, finansal piyasa işleyişinde meydana gelen dalgalanmaları önlemek için piyasaya müdahale etmek işlevleri kastedilmektedir.

1.1.4.2.1. Hazine

Hazine devletin mal varlığını temsil etmektedir. Devlet adına borçlanmaya karar verme, borçlanmayı gerçekleştirme, ödemeler yapma, yabancı paralar karşısında kural koyma ve uygulamada bulunma, madeni para basma hazinenin görev ve yetkileridir. Hazine finansal piyasalara ilişkin olarak hem işleyiş içinde aktif rol alarak piyasaların istikrarını sağlamakta hem de düzenleyici ve denetleyici konumu ile finansal piyasanın yapısı üzerinde işlevi sahiptir. Bu şekilde piyasada yer alan diğer bir kurum ise merkez bankalarıdır. (Eğilmiz, 2010, s.16)

İngiltere ve ABD’de hazine bakanlık şeklinde yer almakta Avrupa genelinde bakıldığında farklı birimler şeklinde gelir idaresi, bütçe idaresi gümrük idaresi gibi idarelerin de görevini içine alan bir yapı ile karşımıza çıkmaktadır.(http://www.ekodialog.com/ekonomi_kurumlari/hazine_mustesarligi.html)

1.1.4.2.2. Merkez Bankası

Merkez bankaları kendilerine verilen bazı görevleri yönetme ve imtiyazları bu doğrultuda kullanmasına izin verilen bir anonim ortaklıktır. Merkez bankaları finansal piyasalarda aktif rol alan bir düzenleyici ve denetleyici otoritedir. Merkez bankaları ülkelerin para politikalarını yöneten kurumlardır. Merkez bankalarının görevleri temel olarak fiyat istikrarı ve para politikasının uygulanması olsa da günümüzde pek çok merkez bankası kur rejimi, döviz ve altın rezervlerinin yönetimi, ödeme sistemlerinin yönetimi ve gözetimi görevlerini de yürütmektedir. Bazı merkez bankaları bu görevlerinin yanı sıra bankaların denetim ve gözetiminden de sorumlu olmaktadır.(TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri, s.5) Merkez bankası devlet eliyle kağıt para basma yetkisine sahip tek kuruluştur. ABD’de kâğıt para basma yetkisini de, madeni para basma yetkisini de hazine üstlenmiş olup merkez bankasına Türkiye’deki gibi bir imtiyaz tanınmamıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görev ve sorumlulukları kanun ile düzenlenmiş olup beş temel başlığa ayrılmaktadır:

- Fiyat istikrarını sağlamak: Burada fiyat istikrarından kasıt ekonominin düşük denilebilecek bir enflasyon oranında dengede olmasını sağlamaktır. Hükümetin mali politikalarıyla uyum içerisinde uygulanan para politikaları ve kullanılan finansal araçları kendisi belirler.
- Finansal piyasaların istikrarını sağlamak: Bu amaç fiyat istikrarı yanında sağlanmak istenen bir yan amaç olup TCMB para ve döviz piyasalarında düzenleyici ve denetleyici rolü ile bu amaca yönelik çalışmaktadır.

- Döviz kuru rejimini yönetmek: TCMB hükümet politikaları ile uyum içerisinde bu amaca yönelik çalışmaktadır. Türkiye 'de altın ve döviz rezervleri de TCMB nezdinde saklanmakta ve kullanılmaktadır.
- Banknot basma ve ihraç etme: Türkiye Cumhuriyeti Anayasası'nın 87. maddesine göre para basma yetkisi Türkiye Büyük Millet Meclisine (TBMM) aittir. TBMM bu yetkiyi süresiz olarak TCMB'ye devretmiştir.
- Ödeme sistemleri: TCMB fonların ve menkul kıymetlerin güvenli ve hızlı bir şekilde transferinin sağlanması ve tarafların anlaşması için yeni sistemler kurmak ve kurulmuş/kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini sağlamak ve gerekli düzenlemeleri yapmakla yükümlüdür.

1.1.4.2.3. Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu

Finansal piyasaların derinleşmesi, gelişmesi ve dünya ile entegrasyonu ile birlikte ülkelerde tasarruf sahiplerini, finansal sistemlerini koruyacak önlemler almak ve buna ilişkin düzenleyici ve denetleyici yapılar oluşturmak ihtiyacı doğmuştur. ABD ve birçok Avrupa ülkesinde 1929 krizinin ardından finansal piyasaların düzenleme ve denetleme görevi merkez bankalarının görevi olarak görülmüş zamanla ayrı bir yapının bu görevi yürütmesi yönünde görüş hâkim olmuştur.

Türk ekonomisinde 1980'li yıllarda başlayan liberalleşme hareketleri sonrasında Basel komitesi kararları, IMF ve Dünya Bankası tavsiyeleri dikkate alınarak 1999 yılında BDDK bir kamu tüzel kişiliği olarak kurulmuş ve 2000 yılında faaliyete başlamıştır. BDDK Bankacılık Kanunu ve ilgili diğer düzenlemeler uyarınca görev ve yetkilerini kullanmaktadır. Bankacılıkla ilgili düzenlemeleri yapmak, uluslararası standartlara sektörü uyumlaştırmak, yapılan düzenlemelere uyumu denetlemek uyumun sağlanmaması durumunda gerekirse yaptırımlar uygulamak, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korumak amacıyla denetim ve gözetim faaliyetlerinde bulunmak görev ve yetkilerini kullanmaktadır. BDDK görev ve yetkileri ile finansal sektörün hem istikrarının korunması hem de finansal

gelişmelere uyumun sağlanması ve finansal piyasaların derinleşme sürecinde sağlıklı bir süreç yaşanmasını sağlamaktadır. (www.bddk.org.tr , Misyon ve Vizyon)

1.1.4.2.4. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

Tasarruf sahiplerinin haklarının korunması gerektiği fikri 1820’li yıllara dayanmakta olup ilk olarak 1929 yılında (Büyük Buhran sonrası) Amerikan Hazinesi tarafından Federal Mevduat Sigorta Şirketi (FDIC-Federal Deposit Insurance Cooperation) kurulması ile somut bir şekilde karşımıza çıkmaktadır. (Altınok ve Ünal, 2016, s.105)

Türkiye’de bu amaca yönelik olarak kurulan TMSF kamu tüzel kişiliğine sahip idari ve mali özerkliği bulunan bir kuruluştur. TMSF tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması amacı doğrultusunda mevduat ve katılım fonlarının sigorta edilmesi, TMSF’ye devredilen faaliyet izni kaldırılan bankaların yönetilmesi, satış devir birleşme işlemleri fonksiyonları ile bankacılık sektöründe yasal olarak uyumun ve mevduatın korunmasından sorumludur. Piyasa işleyişinde aktif olarak rol almamakta ve finansal gelişmelere görünür katkısı bulunmasa da finansal erişimin artması dolayısıyla finansal sisteme dahil olan tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasıyla finansal tabana yayılmanın etkinliğine katkıda bulunmaktadır.

1.1.4.2.5. Sermaye Piyasası Kurulu

ABD’de düzenleyici bir otorite olan Security Exchange Commission (SEC) borsa ve finansal piyasalarda bilgi açıklama zorunluluğu getirme ve içerden işlem yapılmasını engelleme amaçlarıyla hareket eden bir kurum olarak ABD finansal sisteminde yer almaktadır. Bu yönüyle Türkiye’de kurulu SPK ile benzerlik göstermektedir. (Karan, 2013, s.75)

SPK, kanun ile kurulan ve kanunla belirlenmiş görevleri olan bir kamu kuruluşudur. Sermaye piyasasına ait tüm ürün ve hizmetler, sermaye piyasası kurallarına tabi ortaklıklar, kurum ve kuruluşlar hakkındaki tüm düzenlemeleri ve

bunlara ilişkin denetimi yapmak, gerektiğinde yaptırımlar uygulamak ve kamunun sermaye piyasasına ilişkin doğru ve yeterli bilgiye zamanında ulaşmasını sağlamak görev ve sorumluluklarına haizdir. Bu haliyle piyasada aktif rol almamakta sermaye piyasalarının yapısal olarak gelişimine katkı sağlamaktadır.

1.1.4.2.6. Uluslararası Finansal Kurumlar

Dünya’da ülkelerin birbiriyle olan finansal işlemlerinin entegrasyonunu, karışıklıkların önlenmesini ve güven ortamını sağlamak amacıyla yıllar boyunca süregelen çabalarla uluslararası finansal kuruluşlar oluşturulmuş ve finansal sistemin yapısı içerisinde halen yeni oluşumlar türemeye devam etmektedir. Ülkeler açısından önemli yere sahip en temel finansal kuruluşlar Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (DB), Basel Komitesi olarak sıralanabilir. Bu kuruluşlar ve finansal sistemin sağlıklı yürümesi amacına yönelik kurulmuş birçok kuruluş yaptığı araştırmalar, tavsiyeler, düzenlemeler ve denetimler sayesinde uluslararası finansal sistemin yapısal gelişimine katkı sağlamaktadır.

IMF; dünya’da parasal iş birliğini genişletmek, ülkelerin mali istikrarına katkı sağlamak, sürdürülebilir ekonomik politikalar üretmek, ülkelerin finansal olarak desteklemesini sağlamak amaçlarıyla hareket eden 185 üye ülkeye sahip bir kuruluştur.

DB; IMF ile aynı amaçlara hizmet etmektedir. 189 üye ülkeden oluşan ve 5 ayrı idari yapıyı içinde barındıran ve yoksulluğun azaltılması, sürdürülebilir büyümenin sağlanması, refahın artırılması misyonlarıyla hareket eden bir kuruluştur. 5 ayrı yapıya ait görev dağılımını kısaca özetlemek gerekirse;

- IBRD (The International Bank for Reconstruction and Development), DB’nin misyonu çerçevesinde ülkelerin uzun dönemli proje yatırımlarını kredi vermek, garanti olmak, risk yönetimine yardım etmek, tavsiye vermek şeklinde desteklemektedir.

- IDA (The International Development Association), piyasa koşullarında borçlanma imkânı düşük olan, yoksul ülkelerin kalkınmasını sağlamak adına onlara finansman sağlayan kuruluştur.
- IFC(The International Finance Corporation); IBRD ortak ülkelerinin hazinelerine ve hazinelerin garantörlüğündeki kamu kurum ve kuruluşlarına kredi imkanı sağlamakta olup dolaylı olarak ülkelerde özel sektörün de gelişmesine katkı sağlamaktadır.
- ICSID(The International Centre for Settlement of Investment Disputes); devletler ve devletlerin vatandaşları arasında çıkan yatırım uyuşmazlıklarının çözümü amacıyla hizmet eden kuruluştur.
- MIGA(The Multilateral Investment Guarantee Agency); uluslararası sermaye akımlarının karşılaşılabileceği risklerin en aza indirgenmesine yönelik çalışmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde oluşacak her türlü riske karşı yabancı yatırımcılara sigortalama hizmeti vererek geliştirmekte olan ülkelere yabancı yatırımcının fon aktarmasını sağlamaktadır.

1.2.Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistem temel olarak ekonomide elinde âtıl fon bulunduranlar ve yatırım yapmak amacıyla fon arayışında olanları karşı karşıya getirerek tarafların faydalarını maksimize etmesini sağlamaktadır. Fon sahiplerinin fonlarını en fazla getiriyi elde edecek şekilde değerlendirmesi finansal sistemin kaynak dağılımında etkinliğe olan katkısıdır. Bireysel tasarruf sahipleri her zaman piyasadaki diğer aktörlere nazaran daha az finansal bilgi sahibidirler. Finansal bilgiye sahip olmak için araştırma yapmak bir maliyet unsurudur. Finansal piyasaların diğer bir fonksiyonu ise bu asimetrik bilgi sorununu çözerek fon arz eden yatırımcıların daha fazla bilgi sahibi olmasını sağlamaktır. Bir başka fonksiyonu ise aracılık maliyetlerinin azaltılmasıdır. Finansal piyasa olmaksızın fon arz ve talep edenlerin birbirine ulaşması, anlaşması, ihtiyaca ve koşullara göre sözleşmelerin oluşturulması ayrı birer maliyet olarak karşımıza çıkarken finansal piyasanın bu işlemlere dahil olması ile birlikte aracılık maliyeti dediğimiz unsurlar azalmakta, ihtiyaca uygun

hazırlanmış maktu sözleşmeler, tanımadığımız ve karşılaşmadığımız halde piyasanın etkinliği ve verimliliği sağlanmaktadır. (Levine, 1996)

Finansal sistemin fonksiyonları;

- Olası yatırımlar ve sermaye dağıtımına ilişkin önceden bilgi üretmek,
- Yatırımları gözetim altında tutmak ve finansmanını sağlanması akabinde kurumsal yönetim çerçevesinde hareket etmek,
- Finansal işlemleri, risk yönetimini ve çeşitlendirmeyi sağlamak,
- Tasarrufların finansal sisteme girişini ve toplanmasını sağlamak,
- Ürün ve hizmetlerin transferini kolaylaştırmak

şeklinde beşe ayrılmış ve her finansal sistemde bu fonksiyonların işlemekte ancak ne kadar etkin ve verimli olduğu ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. (Levine, 1996)

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME

Bu bölümde finansal sistemde gelişme hakkında genel bilgiler, finansal gelişmenin unsurları olan finansal derinlik, erişim, etkinlik ve istikrar konularına ilişkin bilgilere ve çalışmamızın konusu olan finansal derinliğin ölçülmesi, önemi ve ekonomik büyümeye olan etkisine ait başlıklar yer almaktadır.

2.1. Finansal Gelişmenin Tanımı Ve Önemi

Finansal gelişme, finansal sistemde ortaya çıkan her türlü ilerlemeyi ve genişlemeyi kapsamaktadır. Örneğin, bankaların yatırım yapmak isteyen kişiler, firmalar hakkında daha fazla ve doğru bilgiye sahip olması kredilerin verimli alanlara ve ihtiyacı olanlara verilmesinde etkinliği sağlayacak, yapılan sözleşmelerin daha gelişmiş olması borç verilecek firmaların daha güvenilir olmasını sağlayarak tasarruf sahiplerinin alacaklarının garantide olduğunu anlamaları ve tasarruflarını değerlendirmelerini etkileyecektir. (Levine,1996) Finans ekonomik büyümenin yakıtıdır. Bu yakıt gereğinden fazla olduğunda ve bir kıvılcımla ekonomik krize sebep olabilir. (Loayza ve Ouazad ve Ranciere, 2017)

Finansal gelişme, bir bütün olarak finansal araçlar, piyasalar, ürün ve hizmetler açısından iyileşmeyi ifade etmektedir. Finansal sistemin fonksiyonlarında meydana gelen iyileşmelerin hepsi birlikte finansal gelişmeyi oluşturacaktır. Bu anlamda, planlanan yatırımlar hakkında bilgi toplamada, gerçekleşen yatırımların gözetiminde ve kurumsal yönetimde, piyasada yapılan işlemler, risk yönetimi ve ürün çeşitlendirmesinde, tasarrufların toplanması, sisteme dahil edilmesinde, ürün ve hizmetlere ulaşımda ilerleme kaydedilmesi finansal büyümeyi ifade etmektedir. (Levine, 1996)

Finansal piyasalar tam rekabetçi piyasalar olmadığından potansiyel yatırımlar hakkında bilgi sahibi olmanın kolay olmaması, zaman alması, sözleşmelerin hazırlanması, yorumlanması ve tamamlanmasının maliyetlerinin olması ve bu sürecin

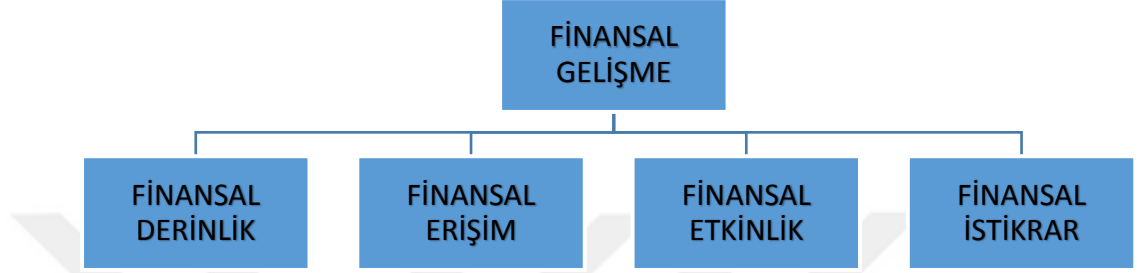
belirsizlikler içermesi, finansal araçların el değıştirmesinin maliyetlerinin olması gibi piyasa aksaklıkları toplumun tasarruflarını en iyi ve çıkarcı şekilde değerdendirme ve ekonomiye katkı sağlama konusunda finansal piyasaları geride bırakmaktadır. Bu aksaklıkların giderilmeye çalışılması amacıyla yapılan tüm yenilikler ve sağlanan tüm faydalar finansal gelişmeyi sağlamaktadır. (Mishkin, 2000, s. 270)

Bu tür maliyetlerin ve zorlukların varlığı finansal sözleşmelerin, piyasaların ve araçların gelişmesi yönünde eğilimlere sebep olmaktadır. Piyasaya daha fazla tasarruf çekerek kar elde edebilmek amacıyla yeni ürün ve hizmetler sunulması, süreçlerin iyileştirilmesi, kamu bankaları aracılığıyla devletlerin piyasayı geliştirmek adına bazı hizmetlerde bulunması finansal gelişmeyi sağlayan eylemlerdir. Finansal gelişme süreçleri ülkeden ülkeye farklılıklar göstermekte olup aynı yeniliklerin aynı ilerlemeye sebep olmayacağı açıktır. İnsanların kültürel, ekonomik düşünceleri, toplum bilinci farklı olduğundan tasarruf sahiplerinin sisteme katılımı farklı olacak ve finansal gelişmenin yönü ve hızı da her ülke açısından eşit olmayacağı açıktır. (Mishkin, 2000, s. 271)

Güçlü olmayan finansal kurumlar, yetersiz düzenlemeler ve bu düzenlemelere ilişkin yetersiz denetimler ve şeffaf olmayan bir finansal sistem 1990'ların sonlarında yaşanan finansal krizlere ve 2008 krizine sebep olmuştur. Finansal krizler, etkin sistem risk yönetiminin önemini göstermiştir. Finansal kurumlar ve piyasalar, para politikalarının ve ekonomiye ilişkin diğer işlemlerin gerçekleştirilmesinde aracı olmakta, tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini sağlamakta ve bu kapsamda ekonomik büyümeyi desteklemektedirler. Finansal sistemde meydana gelen gelişmeler finansal kurumları etkilemekle kalmayıp para politikasının etkinliği, sermaye hareketlerini ve ekonomik büyümeyi de etkilemektedir. Hem ülkelerin kendi ekonomik ve finansal istikrarı hem de uluslararası istikrar açısından sağlam düzenlenmiş ve denetlenen finansal sistemler önem arz etmektedir. (Loayza ve Ouazad ve Ranciere, 2017)

Finansal gelişme göstergeleri; kredi aracılık faaliyetleri, likidite yönetimi ve risk yönetimi özelliklerine ilişkin verilerden oluşmaktadır. (Lynch, 1996)

Şekil 2.1 Dünya Bankası'na Göre Finansal Gelişme Göstergeleri



Finansal gelişme temel olarak; derinlik, erişilebilirlik, verimlilik ve istikrar başlıkları altında toplanabilir. Tasarrufların ne düzeyde finansal sisteme girdiği ve sisteme giren tasarrufların ne kadarının doğru finansal araçları kullanıp kullanmadığına göre finansal derinlik ölçülmektedir. Bu aşamada finansal olarak derinliği sağlarken sistemde işlemlere taraf olanların problemlerini çözmeyi amaçlayan ve finansal gelişmenin diğer bir ayağı olan finansal erişim konusu karşımıza çıkmaktadır. Finansal erişim, finansal araçlara kolay, hızlı ve yaygın bir biçimde ulaşılabilirliğin ifadesidir. Finansal sistemde, finansal kurumlar tasarruf sahiplerine göre finansal araçlar ve piyasa işleyişi ile ilgili daha fazla bilgi ve deneyime sahiptirler. Bunun sonucu olarak finansal piyasalarda tasarruf sahipleri ihtiyaç duydukları araçlara ulaşımın artırılması ile birlikte hem sistemde bulunan tasarruf sahipleri faydalarını maksimize edecek şekilde doğru finansal araçlara ulaşabilecek hem de kolaylaşan erişim ile tasarruf sahiplerinin finansal sisteme katılmaları kolaylaşacak olup finansal gelişmenin sağlanmasında bir ilerleme kaydedilmiş olacaktır. Finansal gelişmenin diğer önemli ayağı olan finansal etkinlik ise; finansal piyasalardaki aracılık maliyetlerinin azaltılarak fon arz ve talep edenlerin faydalarının artırılmasını ifade etmektedir. Aracılık maliyetlerinin azalmasıyla birlikte finansal piyasada daha fazla işlem yapılması ve finansal gelişmeye katkı

sağlaması mümkündür. Finansal gelişmenin diğer önemli bileşeni ise tüm finansal sistemin aksamadan çalışmasını ve uygulanan politikaların devamlı olmasını ifade eden finansal istikrardır. Finansal piyasalarda derinlik, erişilebilirlik, istikrar ve verimliliğin sağlanmasının sürdürülebilir olması finansal piyasanın gelişmişlik düzeyinin bir kanıtıdır. İstikrarsız uygulamalar ve aksaklıkların bulunduğu piyasaların finansal olarak gelişmişlik düzeyinin istenilen seviyeye ulaştığından söz edilemez. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

Dünya Bankasının hazırladığı Küresel Finansal Gelişim Raporunda yer alan ülkelere ait finansal gelişmeye ilişkin göstergeler, 4x2 matris olarak adlandırılan bir tablo şeklinde yıllık olarak yer almaktadır. Finansal gelişme göstergeleri derinlik, erişilebilirlik, verimlilik(etkinlik) ve istikrar unsurlarına göre ayrılmış olarak sunulmakta, finansal kurumlar ve finansal piyasalar için ayrı ayrı göstergeler tanımlanmaktadır. (www.worldbank.org)

Čihák, Demirgüç-Kunt, Erik ve Levine (2012)'e ait çalışmada 4x2 matris olarak adlandırılan aşağıdaki tablo yer almakta olup tabloda finansal gelişmeyi oluşturan 4 unsura ait kullanılabilecek verilere ve bunların finansal kurumlar ve finansal piyasalar açısından ayırımına yer verilmiştir. Dünya Bankası nezdinde finansal gelişmenin ölçülmesi için birçok veri bulunsa da tabloda yer verilen veriler literatürde de en çok kullanılanlar olup Dünya Bankasının sitesinde de 4x2 Matris Tablosu adıyla bulunmaktadır. Söz konusu 4x2 Matris Tablosuna ait başlıklara Tablo 2.1.'de yer verilmiştir.

Tablo 2.1 Dünya Bankası Finansal Gelişme Göstergeleri: 4x2 Matris Tablosu

	FİNANSAL KURUMLAR	FİNANSAL PİYASALAR
DERİNLİK	▪ Özel Sektör Kredilerinin GSYH'ye oranı ▪ Finansal Kurumların varlıklarının GSYH'ye oranı ▪ M2 para arzının GSYH'ye oranı ▪ Mevduatların GSYH'ye oranı ▪ Finansal sektörün katma değerinin GSYH'ye oranı	▪ Borsa Kapitalizasyonu ve özel sektör yurtiçi borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı ▪ Özel sektör borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı ▪ Kamu sektörü borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı ▪ Uluslararası borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı ▪ Borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı ▪ Borsa işlem hacminin GSYH'ye oranı
ERİŞİM	▪ Bin kişiye düşen banka hesabı (ticari bankalar) ▪ 100.000 yetişkine düşen banka şubesi sayısı ▪ Banka hesabı olan kişi yüzdesi ▪ Kredi sınırında olan firma yüzdesi (tüm firmalar) ▪ Kredi sınırında olan firma yüzdesi (küçük firmalar)	▪ İlk 10 büyük şirket hariç piyasa kapitalizasyon yüzdesi ▪ İlk 10 büyük şirket hariç işlem hacmi yüzdesi ▪ Devlet Tahvil getirisi ▪ Yurtiçi borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerine oranı ▪ Özel sektör borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerine oranı ▪ Yeni tahvil ihracının GSYH'ye oranı

ETKİNLİK	▪ Net faiz marjı ▪ Kredi-mevduat faiz spreadi ▪ Faizsiz gelirin toplam gelire oranı ▪ Genel giderler (toplam varlıkların yüzdesi) ▪ Karlılık (varlık karlılığı, özkaynak karlılığı) ▪ Herfindahl veya H-statistics	▪ Sermaye piyasası devir hızı ▪ Borsa kapitalizasyonu ▪ Fiyat senkronizasyonu ▪ Anlaşma etkinliği ▪ Fiyat etkisi ▪ Likidite/İşlem maliyetleri ▪ Özel/kamu tahvil/bono devir hızı
İSTİKRAR	▪ Z-skoru ▪ Sermaye yeterlilik oranları ▪ Varlık kalitesi oranları ▪ Likidite oranları	▪ Hisse senedi fiyat endeksi volatilitesi ve devlet tahvili endeksi ▪ Endekslerin çarpıklığı (hisse senedi fiyatı, devlet tahvili) ▪ Fiyat/kazanç oranı ▪ Durasyon ▪ Kısa dönem tahvillerin toplam tahvillere oranı ▪ Yüksek tahvil getirileri korelasyonu

Kaynak: www.worldbank.org

Literatürde finansal gelişmenin ekonomik büyüme açısından önemli olduğuna ve ekonomik büyümeyi hızlandırdığına dair sonuçlar bulunmaktadır. Finansal gelişme, tasarrufların artırılması, bu tasarrufların finansal sisteme dahil edilerek toplanması ve yönlendirilmesi, yatırım kararları hakkında bilgi toplanması, ülkeler açısından yabancı yatırımcıların ülkenin finansal sistemine girişinin sağlanması ve sermayenin etkin ve adil dağılımına yardımcı olunması şeklinde ekonomik gelişme ve sermaye birikimini desteklemektedir. Finansal olarak daha gelişmiş ülkelerin uzun dönemde daha fazla ekonomik büyüme eğiliminde olduğuna ilişkin sonuçlar içeren çalışmalar mevcuttur. Ayrıca finansal sisteme tasarrufları az miktarda olan grupların girişini kolaylaştırmak, onların risk dağılımına yardımcı olmak ve piyasa krizlerine olan kırılganlıklarını azaltarak kazanç elde etmelerini sağlamak gibi fonksiyonların

gelişimi ile de finansal tabana yayılma sağlanmış ve tasarrufların daha fazla finansal sisteme girişi ile yeni yatırım kaynağı yaratılmış olmaktadır.

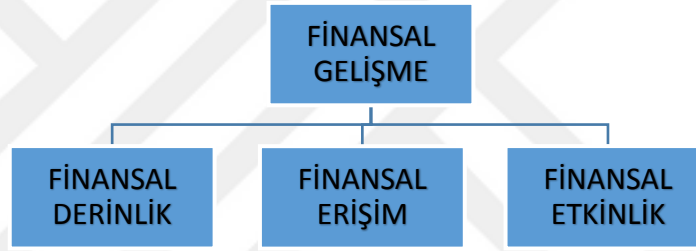
Küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) finansal olarak desteklenmesinin ve onlara uygun yatırım ortamı sağlanmasının da ülke ekonomisine katkı sağlayacağı açıktır. Finansal gelişmenin sağlanması KOBİ'lerin büyük firmalar tarafından finansal piyasadan dışlanması da önlemektedir. Özellikle Türkiye'de KOBİ'lerin ticarete geniş bir yere sahip olduğu düşünüldüğünde finansal gelişmenin KOBİ'lerin desteklenmesini içermesi de kaçınılmazdır.

Finansal gelişmeye ilişkin finansal derinlik, erişim, etkinlik ve istikrar ölçütlerinin bir arada değerlendirilmesinin sebebi ülkelerin gelişmişlik seviyelerinin ölçülmesinde tüm alanlarda mutlak bir finansal gelişme sağlanmadığı gerçeğidir. Finansal derinliği yüksek olan bir ülkede finansal erişim aynı oranda yüksek olmayabilir veya finansal etkinliği yüksek olan bir ülkede finansal istikrar sağlanmamış olabilir. Bu sebeple ülkelerin finansal gelişmişlik seviyelerinin hangi alanla ilgili olduğu birbirinden farklılık gösterebilir, yalnız bir alanda gösterilen gelişme arzu edilen şekilde ekonomi üzerinde olumlu etki yaratmayabilir. Ülkelerin finansal gelişmişlik seviyelerini üst düzeylere taşımaları için finansal yapılarının özelliklerine göre sistemlerinde ihtiyaç duyulan değişiklikleri ve yapılması gereken yenilikleri tespit ederek hareket etmeleri gerekmektedir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013)

Finansal sistemde ticari/tüketici kredilerinin yüksek miktarlarda olması, her zaman finansal ürün ve hizmetlerin yaygın olarak kullanıldığı anlamına gelmez. Bazen kredilerin büyük şirketler ve varlıklı kişiler üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu bağlamda finansal derinleşmenin en yaygın göstergesi olan özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının banka hesabı kullanımı ile tam olarak uyumlu olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Örnek olarak Vietnam'ın özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının %125 olup yetişkin nüfusun sadece %21'inin bir banka hesabı bulunmaktadır. Tam tersine bir örnek ise, Çek Cumhuriyeti'nin özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı %56, yetişkin nüfusun banka hesabı sahipliği ise %81 civarındadır. Bu çerçeveden bakıldığında finansal derinliği ölçen tek bir

gösterge finansal derinlik hakkında fikir sahibi olmamızı sağlasa da finansal gelişmeye ilişkin diğer unsurların da dikkate alınması gerekmektedir. (www.worldbank.org, Publication/Global Financial Development Report/Background)

Şekil 2.2 IMF'ye Göre Finansal Gelişme Unsurları



IMF tarafından hazırlanan “Finansal Gelişmişlik Endeksi” Dünya Bankası tarafından hazırlanan 4x2 Matris tablosuyla benzer veriler kullanılarak oluşturulan bir endekstir. 4x2 Matris tablosundan farklı olarak Finansal Gelişme dört yerine üç başlık altında toplanmıştır.

IMF’nin konuya ilişkin web sitesindeki açıklamalarında finansal derinlik, erişim ve etkinliğin finansal gelişmenin göstergesi olarak alındığı görülmekte olup finansal istikrarın ise finansal gelişmenin içinde yer almadığı ve ayrı bir konu başlığı olarak incelendiği görülmüştür. IMF tarafından oluşturulan “Finansal Gelişim Endeksi” ilgili ülke, bölge veya gruba ait finansal kurumlar ve finansal piyasalar açısından hesaplanan finansal derinlik, erişim ve etkinlik endekslerinin bir ortalamasıdır. (www.imf.org, financial development index database)

Finansal derinlik endeksi hesaplanırken finansal kurumlar açısından bankalarca özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH’ye oranı, emeklilik fonlarının GSYH’ye oranı, yatırım fonlarının GSYH’ye oranı, sigorta primlerinin GSYH’ye

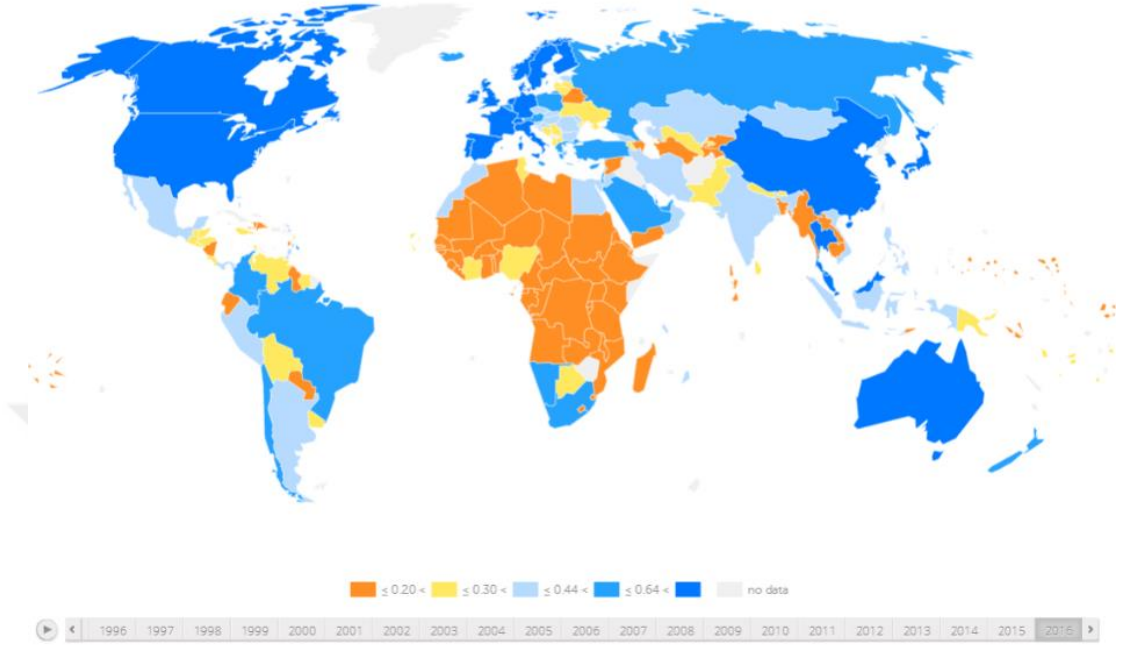
oranı, finansal piyasalar açısından hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı, hisse senedi işlem hacminin GSYH'ye oranı ve borçlanma senetlerine ilişkin verilerin GSYH'ye oranı kullanılarak ortalaması alınmıştır. (www.imf.org, financial development index database)

Finansal erişim endeksine ait veriler ise finansal kurumlar açısından 100.000 yetişkine düşen banka şubesi ve ATM sayısı, finansal piyasalar açısından ise ilk on büyük şirket hariç piyasa kapitalizasyonu yüzdesi ve 100.000 yetişkine göre borç veren sayısıdır. (www.imf.org, financial development index database)

Finansal etkinlik endeksi verileri finansal kurumlar açısından bankacılık sektörü net faiz marjı, borçlanma- mevduat faiz spreadi, faiz dışı gelirin toplam gelire oranı, genel giderlerin toplam varlıklara oranı, varlık karlılığı ve özkaynak karlılığı, finansal piyasalara ilişkin olarak ise hisse senedi piyasası devir hızı kullanılmıştır. (www.imf.org, financial development index database)

Finansal derinlik, erişim ve etkinliğe ilişkin endeks hesaplamasında kullanılan veriler Dünya Bankası 4x2 matris tablosu ile eşleşmektedir. Hesaplanan endeksler de IMF kaynaklarında 180 ülkeye ait geniş bir periyodu kapsayan ve 2017 yılını da içerecek şekilde yer almaktadır.

Şekil 2.3 Finansal Gelişmişlik Endeksi Dünya Haritası



Kaynak: IMF

IMF'nin finansal gelişmeye ilişkin hazırladığı endeksin sonuçlarının yer aldığı yukarıdaki haritada 2016 yılına ilişkin finansal gelişmişlik verilerinin seviyeleri belirtilmiştir. Endekse ait yukarıdaki haritaya bakıldığında finansal gelişmişlik endeksinin 0,20'nin altında hesaplandığı ülkeler turuncu renkte, gelişmişlik artışına göre renkler sırasıyla sarı ve açıktan koyuya doğru mavi tonlarında gösterilmiş olup endeksin 0,64'ün üzerinde hesaplandığı ülkeler ise koyu mavi renkte gösterilmiştir. Harita üzerinde en koyu mavi bölgelere bakıldığında ABD (0,87), Kanada (0,86) Avusturalya (0,85), Çin (0,65) ve birçok Avrupa kıtası ülkesinin finansal gelişmişlik düzeyinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. En düşük seviyeyi temsil eden turuncu rengin yoğun olduğu bölgelere bakıldığında ise Afrika kıtası göze çarpmaktadır. Güney Afrika'nın ise 0,62 ile Afrika kıtası ülkelerine göre finansal gelişiminin daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir.(www.imf.org, financial development on the map)

Çalışmamızda yer alan ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerine bakıldığında Brezilya 0,57, Hindistan 0,41, Endonezya'nın 0,36, Filipinler 0,38, Malezya 0,66,

Meksika 0,41, Tayland 0,73 ve Türkiye 0,50 finansal gelişmişlik endeksine sahip olduğu görülmektedir. (www.imf.org, financial development on the map)

2.1.1. Finansal Derinleşme

Finansal derinlik, bir ülkede bankaların ve diğer finansal kuruluşlar ile finansal piyasaların bir arada ekonomik bir ölçüte göre büyüklüğünü ifade eder. Bir ekonomide kredilerin, finansal sermayenin, finansal ürünlerin genişlemesi finansal derinlik göstergesidir. Literatürde en çok kullanılan derinlik ölçütünün özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı olduğu söylenebilir. Finansal derinlik, bir ekonomide tasarruf sahipleri ile yatırım yapmak isteyen girişimciler arasındaki fon alışverişini sağlayan finansal araçların ve finansal aracılardan yenisilik sürecinde yaygınlaşmasını ve yeniliklere uyum sağlayarak şekillenmesini ifade etmektedir. Finansal derinleşme kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlardaki artış ve toplam finansal varlıkların gelire oranındaki artış olarak da ifade edilebilir. (Demirguc-Kunt ve Klapper, 2012)

Finansal derinleşme özetle, finansal varlıklar ve hizmetler için oluşturulmuş kompleks bir piyasa olarak tanımlayabileceğimiz finansal sektörün nitelik, nicelik ve etkinlik bakımından ilerlemesini ifade etmektedir.

İyi yapılandırılmış ve denetlenen kurumların finansal sistemde tasarrufların toplanmasını sağlamaktadır. Finansal gelişme sürecinde yasal düzenlemeler ve denetimler önem arz etmektedir.

2.1.1.1. Finansal Derinleşmenin Önemi

Finansal liberalleşme ve ardından teknolojinin gelişmesiyle birlikte finansal sektörde meydana gelen değişimler finansal derinliğin artışı sağlanmıştır. Her ülke finansal yapısına göre dünyada ilerleyen ve derinleşen finansal sistemin getirdiği yenilikler ve sorumluluklardan farklı ölçülerde etkilenmiştir. Finansal derinliğini yüksek seviyelere taşımış olan gelişmiş ekonomiler, yeni finansal araçların yaratılması, daha önceki finansal araçların geliştirilmesi ve finansal kurumlarının bu

süreçte yeniliklere uyum sağlaması ile gelişen ülke ekonomilerine öncülük etmektedir. Özellikle türev ürünlere ilişkin piyasalarda derinliğin ve mobilitenin artmasıyla küresel anlamda tüm ülke ekonomilerini ilgilendiren global finansal piyasalar önem kazanmıştır. Gelişen piyasalara sahip ülkeler de kendi finansal derinleşme süreçlerinin tamamlanması adına küresel çaptaki finansal piyasaların süreçlerini takip etmekte ve uyum sağlamaya çalışmaktadırlar.

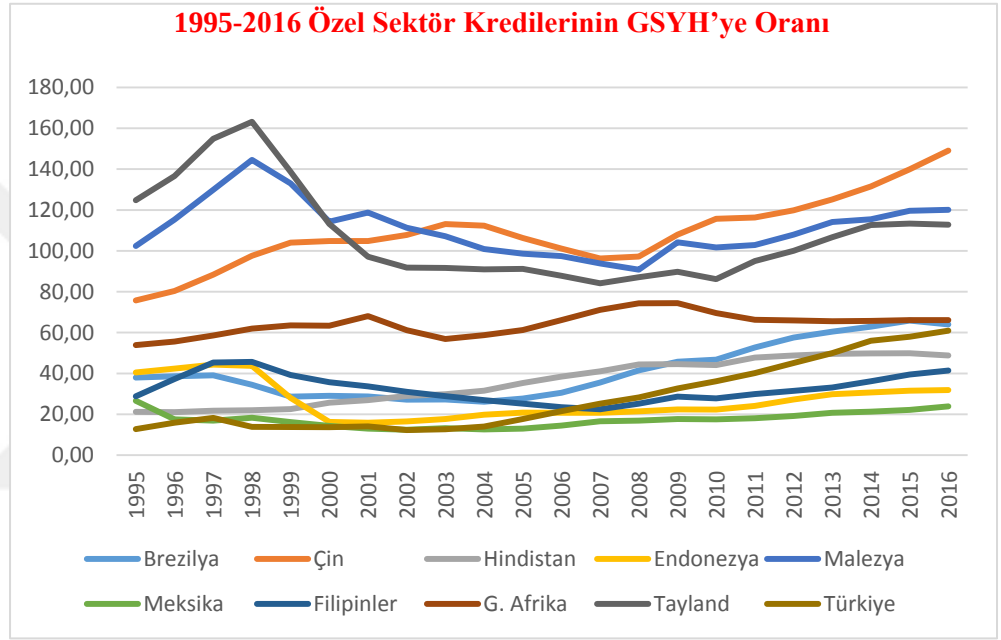
Schumpeter (1911) finansal araçlar tarafından sunulan ürün ve hizmetlerin teknolojik gelişme ve ekonomik büyüme açısından bir gereklilik olduğunu savunmuştur. Finansal piyasaların derinliği arttıkça doğru finansal varlıklar fon arz ve talep eder kesimler tarafından fon alışverişlerinde kullanılacak ve dolayısıyla finansal etkinliğe katkı sağlanacak ve yatırımların finansmanında kullanılan ve kullanılacak olan tasarrufların finansal piyasalar vasıtasıyla yatırım amacıyla fon talep edenlere aktarımı artacaktır.(Karan, 2013, s.4)

Finansal derinleşme gelirin ve büyümenin dağılımını etkileyecektir. Dar gelirli kesimin krediye erişiminin kolaylaşması beşeri sermayeyi artıracaktır. Yatırımları ve küçük yatırımcıları artıracak ve bu gelişmeler fakirliğin azaltılmasını sağlayacaktır. Finansal gelişme hem ekonomik büyümeye hem de kaynak dağılımında eşitliği sağlamaya yardımcı olmaktadır. Finansal sektöre ve ürünlere erişimde artış, dar gelirli kesimin sermaye akışında ve dağılımında etkinliği artıracaktır. Sonuç olarak kademe kademe eşitsizliğin azaltılması sağlanacaktır. Büyük firmaların finansal sektörde ürün ve hizmetlere erişiminin kolay ve maliyetinin az olması KOBİ'lerin finansal sistemden dışlanmasına sebep olabilmektedir. Finansal gelişmenin sağlanması açısından KOBİ'lerin de finansal erişiminin artırılmasına yönelik adımlar atılması gerekmektedir. Derin bir finansal sistemde büyük şirketler sermaye piyasasında tahvil aracılığı ile finansman sağlamakta, KOBİ'ler ise banka kredilerinden faydalanmaktadırlar. (The Jakarta Post, 2015)

Finansal derinlik, gelişmekte olan piyasalarda artmakla birlikte hala büyük çoğunluğu gelişmiş ekonomilerin yakaladığı seviyelerin altındadır. 2013 sonu itibariyle, gelişen piyasalarda ödenmemiş özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı %50

civarında ölçülmüş, sermaye piyasaları ise GSYH'nin %10-15'i kadar büyümüştür. 2000 yılından itibaren bakıldığında ise sermaye piyasalarında GSYH'nin %40'ı kadar sermaye piyasası büyüklüğü ölçülmüştür. Gelişmiş ekonomilerde (2008 krizinin etkileri hariç tutulduğunda) ise özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı %130, sermaye piyasası kapitalizasyonu ise %70 civarındadır.(Ratna , 2015)

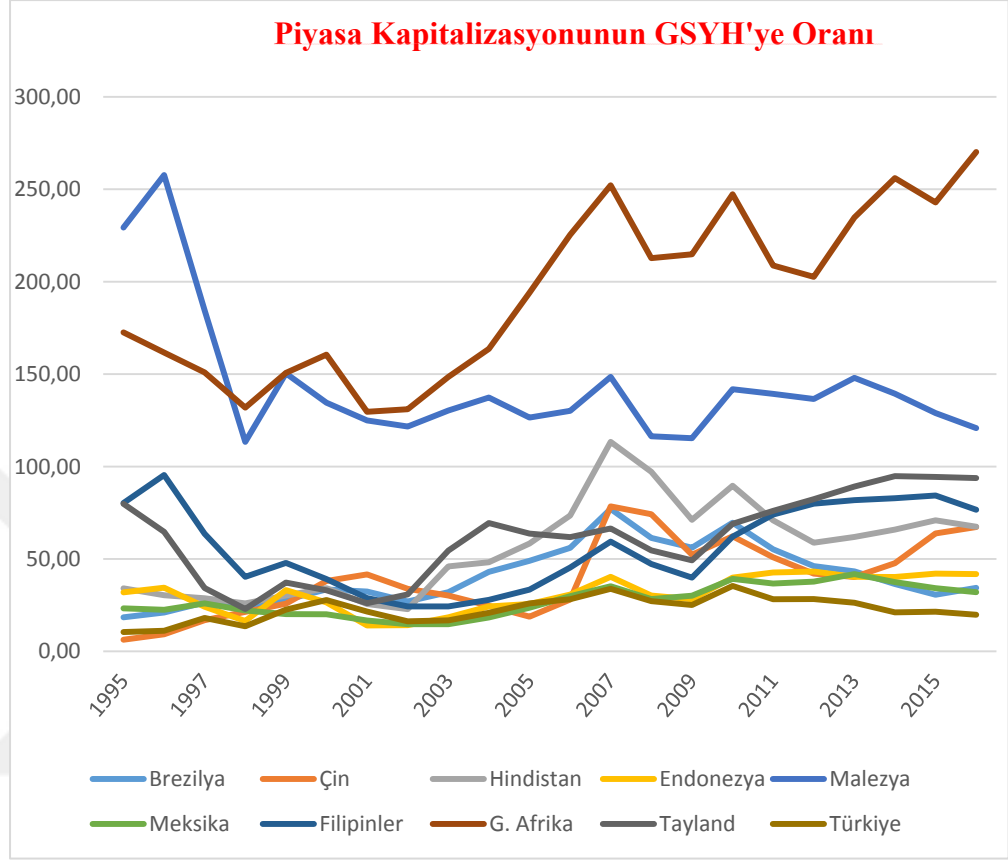
Grafik 2.1 1995-2016 yıllarına ait özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı



Kaynak: World Bank Database

Yeni sanayileşen ülkeler olan ve çalışmamızda da kullanılan ülkelere ait verilerin yer aldığı Grafik 2.1'de 1995-2016 yıllarına ait özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı verileri yer almaktadır. Yatay seyir izleyen Güney Afrika verileri haricinde genel olarak seçilen ülkelerde özel sektör kredilerin GSYH'ye oranı artış trendinde olduğu görülmektedir. Seçilen ülkeler içinde Çin'in en yüksek orana sahip olduğu, onu Tayland'ın izlediği görülmektedir. Türkiye'nin ise Hindistan ve Brezilya ile aynı oranlarda olduğu ve bu ülkelerin Çin, Hindistan ve Güney Afrika'ya nazaran daha alt seviyelerde olduğu görülmektedir. Türkiye'nin yıllar itibariyle özel sektöre kullandığı kredilerin genişlediği gözlenmekte olup finansal derinliğin sağlanması açısından olumlu bir gelişmedir.

Grafik 2.2 1995-2016 Dönemi Borsa Kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı



Kaynak: World Bank Database

Yeni sanayileşen ülkeler olan ve çalışmamızda da kullanılan ülkelere ait verilerin yer aldığı Grafik 2.2’de 1995-2016 yıllarına ait Borsa Kapitalizasyonunun GSYH’ye oranı yer almaktadır. Borsa kapitalizasyon/GSYH oranının tüm ülkeler açısından kriz döneminde düşüş gösterdiği görülmekte olup ülkelerin borsa işlemlerinin 2008 ekonomik krizinden etkilendiği anlaşılmaktadır. Finansal derinliğin finansal piyasalar açısından ölçülmesinde kullanılan bu oran, piyasa temelli bir finansal sisteme sahip ülkeler açısından daha yüksek, nispeten daha fazla banka temelli işleyen bir finansal sisteme sahip ülkeler açısından daha düşük oranlara sahiptir. Seçilmiş ülkeler içinde Güney Afrika en yüksek orana, Türkiye ise en düşük orana sahiptir. Bu anlamda Güney Afrika’nın piyasa temelli bir finansal sisteme sahip olduğu, Çin’in ise daha çok banka temelli bir finansal sisteme sahip olduğu

söylenbilir. Türkiye'nin yıllar itibariyle inişli çıkışlı bir seyir izlediği ve diğer ülkelere nazaran 2008 krizinden daha az etkilendiği görülmektedir.

Finansal gelişmenin büyümeye olan etkisinin ülkelerin gelir düzeyine göre, bölgelere göre ve petrol ihraç eden-etmeyen ülke olmasına göre farklılık arz etmektedir. Bir ülkede gerek finansal gerekse reel sektörde rekabetin ve etkinliğin düşük seviyede olması finansal derinliğin büyüme üzerindeki etkisini zayıflatmaktadır.

2008 finansal krizi ile birlikte yasal düzenlemelere ilişkin birçok gereklilik ortaya konmuş ve gelişen piyasalar açısından finansal derinliğe ilişkin atılan adımlarda dikkat edilmesi gereken birçok ders çıkarılmıştır. Ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanması adını finansal gelişmenin sınırlarının ne olduğu, finansal gelişmenin sağlanmasında hız/temponun nasıl olması gerektiği, finansal entegrasyon ekonomilere verdiği zarar veya sağladığı kar dengesinin ne olduğu soruları geliştirmekte olan ekonomilerin sorması gereken sorulardır. (Ratna, 2015)

Literatürde teorik veya ampirik çalışmaların çoğunluğu finansal gelişmenin ekonomiler açısından yararları olduğunu ortaya koymaktadır. Finansal gelişme, tasarrufların finansal sisteme akışını ve sisteme kolay girişi sağlar, enformasyonun ilgili ekonomik birimlere dağılımını artırır, kaynak dağılımında etkinliği artırır, riskin dağıtılmasını ve yönetilebilmesini sağlar. Finansal derinliği sağlanmış ekonomiler ürün ve hizmet çeşitlendirmesini sağlamış olduklarından olası bir şokta direnç gösterebilirler. Örneğin volatilitesi yüksek sermaye akımları finansal piyasalarda oynaklığa sebep olabilirler ancak derin bir finansal sisteme sahip enstrüman çeşitlendirmesi ile risk dağılımında etkinliği sağlayan piyasalar açısından bu oynaklık sınırlı kalacaktır. (Ratna,2015)

Finansal derinleşmenin ekonomik olarak katkıları çok fazla olmakla birlikte olumsuzlukları da bulunmaktadır. Finansal gelişmenin yüksek seviyelerde olduğu ekonomilerde, aşırı finansallaşmadan kaynaklı bazı maliyetler oluşabilmektedir. (Ratna,2015) Finansal derinliğin ekonomik büyümeye olan etkisinin özel sektör

kredilerinin GSYH'nin %100'ünü aşması durumunda negatife döndüğü farklı ampirik uygulamalarla gösterilmiştir. (Arcand ve Berkes ve Ugo, 2015)

2.1.1.2. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından Derinleşme Göstergeleri

Finansal kurumlar açısından derinlik ölçümlerinde en çok kullanılan gösterge özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'a oranı olduğunu söylemiştik. Nitekim Dünya Bankasının sitesinde yer alan 4x2 matris tablosunda da bu oran ilk sırada yer almaktadır. Bu oran mevduat bankalarının özel sektöre kullandırdığı kredileri içermekte olup kamusal kurum ve kuruluşlar tarafından kullanılan kredileri ve merkez bankaları kredilerini de kapsamamaktadır. Özel sektör kredi oranı ülkeden ülkeye farklılık göstermekte olup bunun temel nedeni ise ülkeye ilişkin gelir seviyesi olduğu söylenebilir. Dünya Bankasının finansal gelişme raporunda son verilere göre (2015 yılı) Çin'de bu oran %140 civarında iken Hindistan için %50, Endonezya için %30, Malezya için % 120, Meksika için %20, Filipinler'de ise % 40, Afrika'da %66, Tayland'da % 115 ve Türkiye'de ise %58 olarak ölçüldüğü görülmektedir.(www.worldbank.org, financial depth)

Finansal derinleşme göstergelerini yapısal göstergeler, miktar göstergeleri, ürün çeşitliliği, değişim maliyeti ve reel faiz olarak kategorize edebiliriz.

2.1.1.2.1. Miktar Göstergeleri

Finansal derinleşmenin ölçülmesinde kullanılan göstergeler parasal, krediye ilişkin ve sermaye piyasasına ilişkin olarak sıralanabilir.

2.1.1.2.1.1. Kredi Büyüklükleri Göstergeleri

Verilen kredilerin büyüklüğü finansal derinleşme ile doğru orantılıdır. Kredi verileri olarak özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranı, kamuya kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranı, mevduat büyüklüğünün GSYH'ye oranı,

özel sektöre kullandırılan kredilerin kredi toplamına oranı derinlik göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranının artışı piyasada kredi hacminin özel sektörde genişlediğini ve daha fazla yatırımcıya kredi aracılığı ile ulaşıldığını göstermekte olup finansal derinlik açısından önemli bir gösterge olarak çalışmalarda kullanılmaktadır. Bu göstergede kamunun kullandığı krediler ve merkez bankasının kullandığı krediler hariç tutulmuştur. Mevduat bankalarının özel sektörü ne kadar finanse edebildiğini göstermekte olup finansal derinliğin ölçülmesinde literatürde en çok karşımıza çıkan göstergedir. Özel sektöre kullandırılan krediler ülkeden ülkeye çok farklılık göstermekte olup ülkenin gelir seviyesinin de bu oranda güçlü bir etkisi bulunmaktadır. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013) Ayrıca bu oranın uzun dönem ekonomik büyüme ile doğrudan ve güçlü bir bağı ve bu ilişkiye bağlı olarak yoksulluğun azaltılmasında da olumlu yönde etkisi bulunmaktadır. Daha anlaşılır olması açısından ülkelerin özel sektör kredilerinin yıllık ortalama değeri (%36 standart sapma ile) %39'dur. Ancak 1980-2010 yıllarına ait ortalamaya göre, finansal kurumların özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının Angora, Kamboçya, Yemen gibi ülkelerde %10 civarında, Çin, Avusturya ve Birleşik Krallık ülkelerinde ise bu oranın %85'in üzerinde olduğu görülmektedir. (WB, Financial Depth)

Finansal sistemleri diğer ülkelere nazaran daha derin olan birçok Avrupa ülkesi, Kanada, Avustralya, Güney Afrika'nın bu oran bağlamında üst seviyelerde olduğu görülmektedir. Çin'in de özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının başlıca gelişmekte olan ülkelere göre (Rusya, Brezilya, Hindistan) daha yüksek olduğu görülmektedir. ABD'nin finansal sistemi ortalamanın üzerinde olmasına rağmen Çin'inki kadar derin değildir. Bunun sebebinin ABD finansal sisteminin daha çok piyasa bazlı olmasından kaynaklandığı söylenebilir. (www.worldbank.org, Financial Depth Definition)

Özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının her zaman mutlak bir piyasa derinliği göstergesi olduğu söylenemez. Lüksemburg, İrlanda, Portekiz, İspanya, Kıbrıs, Birleşik Krallık Hollanda, İsviçre olmak üzere sayılan 8 ülkenin 2010 yılına

ait özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının yüksek olmasına rağmen 2008 bankacılık krizinin içinde yer alan ülkeler olduğu görülmektedir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013)

Dünya Bankası Finansal Gelişme Veri Setinde yer alan başka bir oran olan toplam banka varlıklarının GSYH'ye oranı da finansal derinliğin göstergesi olarak kullanılabilir. Bu oran banka varlıklarını içerdiğinden hem özel sektöre kullandırılan krediler hem de hükümete kullandırılan kredileri kapsamaktadır. Ancak bu oranın araştırmalarda daha az görülmesinin sebebi daha az ülkenin bu veriye sahip olmasıdır.(Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013)

Bunun dışında banka dışı finansal kurumların da finansal derinliğe olan katkısının ölçülmesi amacıyla “Finansal Kurumların varlıklarının GSYH'ye oranı” Dünya Bankası Finansal Gelişme Veri Setinde yer almakta olup çalışmalarda kullanılmaktadır.

2.1.1.1.1.1. Parasal göstergeler

Parasal göstergeler bilindiği üzere M1, M2, M3 para arzı göstergelerinin GSYH'ye oranlanması ile bulunan ölçütlerdir. Genel olarak en çok kullanılan parasal gösterge M2 para arzının GSYH'ye oranıdır. Bu göstergede meydana gelen artışlar bankacılık sektörüne duyulan güvenin de arttığı yönünde değerlendirilebilir çünkü bankada para tutmak isteyen tasarruf sahipleri arttıkça bu oran da artacaktır. M1 para arzı artışı ise dolaşımdaki paranın arttığını göstermekte olup finansal piyasada meydana gelen gelişmelerin bu oranı düşürmesi beklenmektedir. Elinde fiziki para tutmak yerine finansal sistem aracılığı ile parasal işlemlerini halletmek isteyen kişi sayısı artması finansal piyasaların derinliğinin arttığına işaret etmektedir. M3 para arzının GSYH'ye oranının artışı da finansal derinliğin artışı ile doğru orantılıdır. M3 para arzı tanımının içinde repo, fonlar, ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin veriler de yer almakta olup bu alandaki artışları da içine alan bir göstergedir.(Lynch, 1996)

Parasal göstergeler, finansal derinliğin ölçülmesinde tek başına yeterli değildir. Nitekim bu verilerle banka, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, borsa hacmi gibi alanlara ilişkin gelişmeler hakkında bilgi sahibi olmak mümkün değildir.

2.1.1.1.2. Sermaye Piyasası Göstergeleri

Gelişmekte olan ekonomilere bakıldığında bankacılık faaliyetlerinin sermaye piyasası işlemlerine göre payının daha büyük olduğu görülmekte olup, finansal derinliği artan ekonomilerde sermaye piyasası işlemlerinde de artış görülmektedir. Gelişen bir ekonomide tasarruf sahiplerinin bankacılık sektörü vasıtasıyla finansal sisteme katılmalarının ardından tasarruflarını daha verimli değerlendirme isteği onları sermaye piyasası araçlarını talep etmeye yönlendirecektir. Gelişen bir sermaye piyasasına hem ülke içinden hem de ülke dışından kar elde etmek amacıyla, uygun fon bulmak amacıyla katılanlar olacaktır.

Finansal piyasalar olarak ayrılan bölüme ilişkin kullanılan verilerin başında borsa kapitalizasyonu olarak adlandırılan oran bulunmaktadır.

Özellikle finansal gelişmişlik seviyesi yüksek olan ülkelere ilişkin finansal derinlik ölçümlerinde finansal piyasalara ilişkin göstergeler daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Finansal derinliği yüksek olan ülkelerde banka temelli finansal yapının dışına çıkmış türev ürünler ve hisse senedi piyasası gelişmiştir. Bu sebeple bu alanlara ilişkin değerlerin hesaba katılması ülkeye ilişkin finansal gelişmişlik seviyesi hakkında daha doğru sonuçlar verecektir. Borsa kapitalizasyonunun yanında borsa işlem hacmi, özel sektör borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı, Kamu borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı sermaye piyasasına ilişkin derinlik göstergeleri olarak çalışmalarda kullanılmaktadır. (Lynch, 1996) Finansal piyasalara ilişkin verilerden bahsederken hem pay piyasası hem de borç verilebilir fonlar piyasasına ait verilerin birlikte incelenmesi için borsa kapitalizasyonu ve özel sektör borçlanma senetlerinin GSYH'ye oranı birlikte bir gösterge olarak çalışmalarda kullanılabilir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Feyen ve Levine, 2013)

2.1.1.2.2. Yapısal Göstergeler

Finansal sistemin yapısında meydana gelen ve finansal sistemin bileşenlerine ilişkin göstergeler yapısal göstergelerdir. Bunların içinde geniş para arzının dar anlamda para arzına oranı ($M2/M1$) doğrudan bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ile ilişkilidir. Bu oranda meydana gelen artışlar dolaşımdaki paranın finansal sisteme dahil olduğuna işaret etmektedir. Tasarruf amacıyla tutulan mevduatlarda artış meydana geldiğinde bu oranda artış gözlemlenmektedir.

2.1.1.2.3. Reel Faiz Oranı

Bir diğer kriter reel faiz oranlarının pozitif olmasıdır. Finansal piyasalarda faiz oranlarının negatif değerlerde olması tasarrufların finansal sisteme dahil olmasına engel teşkil ettiğinden finansal gelişmenin sağlanması bakımından istenmeyen bir durumdur. Finansal aracılık faaliyetlerinin faiz oranlarına bağlı olarak artma ve azalma gösterdiği düşünüldüğünde finansal derinliğin ölçülmesinde kullanılan bir veri olarak çalışmalarda karşımıza çıkmaktadır. McKinnon Shaw hipotezine göre, faizlerin artışı tasarrufların artışına ve dolayısıyla yatırım için fon sağlanmasına sebep olmaktadır. (Öztürk ve Barışık ve Darıcı Kılıç, 2010)

2.1.1.2.4. Ürün Çeşitliliği

Finansal derinlik açısından diğer önemli bir konu yenilik arayışları ve ihtiyaçlar doğrultusunda oluşan yeni ürün ve hizmetlerle birlikte ürün çeşitliliğinin artmasıdır. Finansal piyasalarda eğer derinlik yoksa kullanılan ürünlerin tahvil ve kredi gibi temel hizmetlere dayandığı, finansal derinliği yüksek olan piyasalarda ise daha fazla ürün ve hizmet yer almaktadır. (Öztürk ve Barışık ve Darıcı Kılıç, 2010) Gelişmiş ve derin bir finansal piyasada swap, opsiyon ve forward işlemlere ilişkin pazarların oluştuğu ve bunlara ilişkin işlem hacimlerinin de yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

2.1.1.2.5. Değişim Maliyetleri

Finansal gelişmişliğin ve aynı zamanda onun bir bileşeni olan finansal derinliğin sağlanması için bir piyasada aracılık maliyetlerinin çok yüksek olmaması gerekmektedir. Finansal araçların fon arz ve talep edenlere uyguladıkları faizler arasındaki fark aracılık maliyeti olarak tanımlanmaktadır. Aracılık maliyetleri ne kadar düşük ise piyasanın derinliğinin o derece yüksek olduğu söylenebilir.

2.1.1.3. Finansal Derinleşme İle İlgili Modeller

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisini araştıran ve sonuç olarak ortaya konan birçok model olmakla birlikte iki modelin ön plana çıktığı ve diğer modellerin bu iki model etrafında kümелendiği bilinmektedir. 1973 yılında Mckinnon ve Shaw'ın birbirinden bağımsız olarak geliştirdikleri Finansal Baskı Okulu ve birçok araştırmaya dayanak olan diğer model ise Yapısalcı Okul olarak iki görüş hakimdir.

2.1.1.3.1. Finansal Baskı Okulu: Mckinnon-Shaw Modeli

Finansal Baskı Okulu modelinde finansal baskı tanımından anlaşılması gereken hükümetin finansal piyasaları, yasal düzenlemeler ve politik yaptırımlar vasıtasıyla istediği yönde hareket ettirme ve finansal ürün ve hizmetlere ilişkin fiyatlara müdahale etmesidir. Hükümetlerin finansal piyasaya bu şekilde müdahale etmesinin sebebi kamu kesimi borçlarının maliyetlerinin düşürülmesini sağlamak ve kaynak dağılımına yön vermektir. Kamu finansal araçlarına talep yönelmesini sağlama ve bazı finansal kesimlere kamu finansal araçlarını elde tutma zorunluluğu getirme ile piyasanın kendi etkin sürecine baskı uygulanması piyasanın aracılık fonksiyonunu kısıtlamaktadır. Finansal piyasalara bu şekilde kısıtlar getirilmesi özel sektörün yatırımlarında azalmaya ve dışlanma sorununa sebep olmaktadır. (Öztürk ve Barışık ve Darıcı Kılıç, 2010)

Mc-Kinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan piyasalarda hükümetler finansal piyasaları baskı altında tutmakta ve bu baskının sonucu olarak tasarruflar azalmakta

ve yatırımların finansal gelişmeyi sağlayacak düzeyde olmasına engel olmaktadır. Finansal baskılama modelinden yola çıkarak ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için finansal liberalizasyona ihtiyaç duyulmaktadır. (Ergeç, 2004)

Finansal liberalizasyon ile finansal baskı altında dengeye gelen bir finansal piyasa yerine piyasanın serbest olarak belirlediği kıstaslar ile dengeye gelen bir finansal piyasa sağlanmalıdır. Bu anlamda finansal verimliliğin sağlanması için kaynak dağılımında etkinlik sağlanmalıdır. Kaynak dağılımına finansal piyasalar aracılığı ile hükümetler tarafından yapılan baskılar ekonomik büyüme önünde bir engel teşkil etmektedir. (Dinar, Gülenay Baş, 2012)

Mc-Kinnon ve Shaw modelinde tasarruflar ve faiz oranları arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu varsayılmakta, hükümetlerin faiz kararlarını idari olarak vermektense piyasa koşullarında belirlenmesi durumunda tasarrufların artacağını ve dolayısıyla yatırımlara yönlendirilen fonların da artış göstereceği ifade edilmektedir. Faiz oranlarının hükümetler tarafından düşük olarak belirlenmesi tasarrufların artışına engel olarak fon arzını düşük seviyede tutmakta böylece yatırımlar da yeterince artış gösterememektedir. Hükümetlerin faizler üzerindeki baskıları azaldığında daha yüksek bir faiz oranında finansal denge sağlanabilecek ve finansal sistemde likidite tercihlerine göre denge sağlanabilecektir. (Eschenbach, 2004) Bu açıklamalar ışığında finansal liberalizasyonun önemi vurgulanmaktadır. McKinnon ve Shaw geliştirmekte olan ülkelerin düşük tasarruflar ve yatırımlar döngüsünden kurtulabilmeleri için bazı yenilikler ve piyasa lehine düzenlemeler getirmeleri ile finansal liberalleşmenin sağlanması gerektiğini ileri sürmektedirler. (Dinar, Gülenay Baş, 2012)

Mc-Kinnon ve Shaw temel olarak aynı sonuçları bulsalar da teorik uygulamalarında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Mc-Kinnon'un modelinde tüm ekonomik birimlerin kendini finanse etmekle sınırlı olduğu ve yatırımların çok fazla bölünemediği varsayılmıştır. Tasarruf sahipleri yani hane halkı ve yatırımcılar yani firmalar arasında herhangi bir ayrıma gitmemiştir. Firma sahiplerinin ilerleyen zamanda yatırım yapabilmesi için önceden birikim yapmaları veya finansal varlıklar almaları gerekmektedir. Yatırımcılar Mc-Kinnon'un modelinde yatırımlarını finanse

etmek amacıyla borçlanamamaktadır. Bu sebeple Mc-Kinnon'un modeli dışsal para modeli olarak da anılmaktadır. Shaw'ın modelinde ise yatırımcılar kendini finanse etmekle sınırlı değildir. Finansal araçlar, mevduat birikimini tasarruf sahiplerinin gerçek getirilerini artırarak sağlamakta olup böylece borç verme potansiyellerini artırmaktadırlar. Finansal araçlar aynı zamanda risk çeşitlendirmesi ve ölçek ekonomileri ile yatırımcıların gerçek maliyetini düşürmekte, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların finansal bilgi maliyetlerini azaltmakta ve likidite uyumunu sağlamaktadırlar. Bu iki görüş farklılıklara sahip olsa da aslında birbiriyle çelişki içinde değildir, çünkü yatırımlar içsel veya dışsal olarak iki şekilde de finanse edilebilmektedir. İki model arasındaki diğer bir farklılık ise Mc-Kinnon'un modeli geliştirmekte olan ülkeler, Shaw'ın modelinde ise daha karmaşık finansal sistemlere sahip gelişmiş ülkelere yer verilmesidir. (Eschenbach, Felix, 2004)

2.1.1.3.2. Yapısalıcı Model

Mc-Kinnon ve Shaw modelinin finansal liberalizasyonu destekleyen görüşüne katılmayan Taylor, yapısalıcı model olarak adlandırılan yeni bir görüş ile finansal liberalizasyonun aslında ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkisinin olduğunu iddia etmiştir. (Gibson ve Tsakalotos, 1994)

Yapısalıcı model savunucularına göre geliştirmekte olan ülkelere organize piyasalar kadar organize olmayan piyasaların da aktif olduğu ileri sürülmektedir.

Taylor'a göre, faizlerde meydana gelen artışlar enflasyonu artıran unsurlardır. Faiz oranlarındaki artışların ekonomik büyümeye değil tam tersine ekonomik daralmaya sebep olduğunu ileri sürmektedir. Taylor, kişilerin organize piyasalar olan bankacılık sisteminde tasarruflarını mevduat şeklinde, organize olmayan piyasalarda ise altın veya gayrimenkul gibi finansal gelişimde katkısının çok az olduğu ürünlerde değerlendirdiğini ileri sürmektedir. Bu haliyle baktığımızda kişiler mevduat yerine etkin olmayan altın gibi araçlarla da finansal sistem içinde bulunabilirler. (Taylor, 1983) McKinnon ve Shaw'ın iddia ettiğinin tersine faizlerde meydana gelen bir artışın mevduatlarda bir artışa sebep olmayabileceği ve dolayısıyla krediler ve yatırımlarda artışa neden olmayabileceği ileri sürülmüştür. Faizlerin artışının

mevduatlarda meydana getireceği artışın sebebi altın ve gayrimenkul gibi etkin olmayan fonlardan mı yoksa organize olmayan piyasalardaki kredilerde kullanılan fonlardan mı kaynaklandığı sorusu sorulmalıdır. Eğer verimsiz kaynaklardan mevduatlara doğru bir hareket mevcutsa kredi ve dolayısıyla yatırımlarda artış meydana gelebilir, ikinci olarak eğer organize olmayan piyasalardan bankacılık sektörüne mevduat şeklinde bir aktarım varsa bu durum kredi miktarında bir azalmaya sebep olacak ve bunun sonucu olarak ekonomik daralma yaşanacaktır. (Taylor, 1983)

2.1.2. Finansal Erişim

Finansal erişim, bir finansal kurumda bir ürüne sahip olan kişilerin sayısı olarak ifade edilmektedir. Finansal erişim, insanlara eğitim için yatırım yapma, emeklilik için tasarruf yapma, risklere karşı sigorta yaptırma gibi imkanlara sahip olmalarını sağlamaktadır (Demirgüç-Kunt, Beck ve Honohan 2008). Finansal erişimin finansal gelişmenin bir parçası olduğu ve ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğuna dair birçok çalışma mevcuttur. Özellikle hane halkı açısından bakıldığında, kişilerin gelir-gider dengelerinin sağlanması, tasarruflarının artırılması, geleceğe yönelik planlarının gerçekleştirilebilmesi için finansal ürün ve hizmetlere olan erişimleri önem arz etmektedir. Bu kişilerin finansal ürün ve hizmetlere erişemeyerek sistem dışında kalması finansal dışlanma olarak adlandırılır.(Yawe, 2015)

Son zamanlarda, finansal sistemin sunduğu fırsatlar ve olanaklardan yararlanan kesimin yeterince fazla olmadığı, toplum içinde fazla yayılmadığı, finansal varlıkların belli sektörler, kişiler ve firmalar üzerinde yoğunlaşmasından ekonomik büyümenin ve buna bağlı olarak yoksullukla mücadele ve gelir eşitsizliğinin negatif etkilendiği düşünülmektedir.

Finansal olarak iyi işleyen ekonomilerde, sermayenin dağılımında, birikmiş tasarruf ve bağlantıları olan girişimcilerin payının daha az, geleceğe yönelik başarılı olabilecek projeler ve girişimcilerin payı ise daha fazladır. İyi inşa edilmiş bir finansal sistemde sadece büyük firmalara ve zengin kişilere finansal fonların aktarımı söz konusu değildir. Piyasa başarısızlıklarının üstesinden gelmiş gelişmiş bir finansal

sistemde ekonomik büyümeye katkısı olabilecek, finanse edildiği takdirde iyi işler başarabilecek firmaların da fonlanması sağlanmaktadır. Finansal gelişmenin tam olarak ölçülebilmesi açısından finansal derinliğin yanında finansal erişimin de sağlanmış olması önemlidir. Finansal olarak desteklenmesi gereken, fon ihtiyacı olan kişi ve firmaların finansal sistemde kendileri için en uygun ürün ve hizmete az maliyetle ve hızlı bir şekilde erişebilmeleri finansal gelişmişlik seviyesini artıran ve finansal istikrarın sağlanması açısından önemli bir unsurdur. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

2.1.2.1. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından Erişim Göstergeleri

Finansal gelişmenin ölçülmesinde finansal derinliğin ardından finansal erişim de önem arz etmektedir. Erişimin ölçümünde Finansal erişime ilişkin göstergeler, finansal sistemde teminatlar göz ardı edilerek yatırımların ne kadar iyi yapıldığını doğrudan ölçmemekte, ancak finansal kurumlar ve piyasa enstrümanlarının kullanımına yönelik tahmini bir ölçüm yapmaktadır. Finansal erişimin ölçülmesi, finansal sisteme dahil olan kişi ve firmaların sayısı, kullandıkları ürünlerin yaygınlığına ilişkindir.

Finansal kurumlara ilişkin erişim göstergelerinden yaygın olarak “1000 kişiye düşen banka hesabı sayısı” kullanılmakta olup diğer bilinen göstergeler ise 100.000 yetişkin başına düşen banka şubesi sayısı (ticari bankalar), tüm şirketler içinde kredi sınırında olan şirket yüzdesi, küçük ölçekli firmalar bakımından kredi sınırında olan şirket yüzdesi olarak sıralanabilir. Bu göstergeleri kullanırken gelişmeleri ve ülke yapılarını da göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Örneğin 100.000 yetişkine düşen banka şubesi sayısı şubesiz bankacılığın yaygın olduğu ülkelere ilişkin doğru sonuçlar üretmeyebilir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013) Bin kişiye düşen banka hesabı göstergesinin finansal erişim ölçümü için kullanılması durumunda bir kişiye birden fazla banka hesabı olabileceği durumu göz ardı edilmemelidir.

Bir ülkede finansal erişimin yaygınlaştırılması adına atılan adımlarda yol gösterici olması adına coğrafi bölgelere, şehirlere, gelir seviyesine, yaş ve cinsiyet gibi kriterlere göre elde edilmiş veriler yararlı olacaktır. Bir şehirde bulunan şube sayısının şehrin nüfusuna oranı, ATM dağılımı, hizmet birimlerine uzaklık gibi ölçümler finansal erişim hakkında bilgi vermektedir. Finansal varlıkların kullanımında hem fiyata bağlı olan hem de olmayan engeller bulunmaktadır. Finansal erişime ilişkin hizmetler ve ürünler çok geniş bir alana sahip olduğundan bunların tespit edilmesi ve ölçülmesi zordur. Örneğin kişilerin bir finansal kuruma ne kadar uzaklıkta olduğunun, hangi maliyetlere katlandığının verilere dökülmesi kolay değildir. Bazı bireylerin finansal erişim konusunda sıkıntısı olmamakta ve finansal sisteme girmeyi, finansal ürün ve hizmetleri kullanmayı tercih etmemektedirler. Bazıları ise doğrudan finansal ürün ve hizmetleri kullanmamakta, örneğin başka birinin hesabını kullanarak dolaylı olarak finansal sistemin içinde yer almaktadırlar. Ya da sadece dini, toplumsal yapı veya sosyal statü açısından finansal sistemin içinde olmayı tercih etmeyen kişiler de bulunmaktadır. İhtiyacı olmadığı için finansal sisteme dahil olmayan bireyler de vardır. Dini sebeplerle finansal sistemin içinde olmayı tercih etmeyen bireylere şeriat kurallarına uygun ürün ve hizmetler sunan katılım bankacılığı vasıtasıyla ulaşım sağlanmakta, Türkiye'nin de müslüman nüfus yoğunluğu fazla olan bir ülke olup katılım bankacılığının geliştirilmesi adına adımlar atılmaktadır. (IMF Institute, Ralph Chami, Course on Financial Development and Inclusion, Haziran 2017)

Finansal piyasalar açısından erişim göstergeleri, finansal kurumlara ilişkin göstergelere nazaran daha sınırlıdır. Hisse senedi ve tahvil piyasalarına erişimin ölçülmesinde piyasa konsantrasyonu ölçümlerinin kullanılmasının altında yatan mantık, konsantrasyon ne kadar yüksekse piyasaya ihraççı olarak girmek isteyen yeni ve küçük şirketler erişimlerinde o kadar sorun yaşarlar.

Finansal piyasalara erişimin ölçülmesi adına kullanılan başlıca göstergeler, borsada ilk 10 büyük şirket hariç borsa kapitalizasyon yüzdesi, borsada işlem gören ilk 10 büyük şirket hariç işlem hacmi yüzdesi, hazine bonosu getirisi, yurtiçi

borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerine oranı ve yeni tahvil ihracının GSYH'ye oranı olarak 4x2 matris tablosunda yer almaktadır.

2.1.3. Finansal Etkinlik

Bir finansal sistemde etkinlik, tasarrufların yatırımlara dönüşmesi sürecinde etkinliğin sağlanması anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle finansal sistemdeki fonların sermayenin marjinal ürününün en üst seviyesinde olacak şekilde yatırım projelerine dağıtılmasıdır. Buna göre sermayenin etkin dağılımını sağlayan bir finansal sistem ise sermaye üretkenliğinin artışı ve buna bağlı olarak ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır. Finansal araçların mevduat sahiplerinin likidite riskini çeşitlendirme yoluyla azaltması ve yatırımları ise daha karlı alanlara yönlendirmesi finansal etkinliğin sağlanmasında etkili olacaktır. (Tsuru,2000) Finansal sistemde araçların yaptıkları işlemlere ilişkin maliyetlerin azalması finansal etkinliğin göstergesidir. Finansal kurumların ve piyasaların aracılık maliyetlerinin fazla olması sistemin hantal olmasına sebep olmakta gerçek işlem sahiplerinin finansal sisteme girişini sınırlandırmaktadır. Finansal sistemin etkin olması karlılığı artırsa da aralarında doğrusal bir orantı bulunmamaktadır. Etkin olmayan bir finansal sistemde ekonomideki pozitif yönlü gelişmeler finansal sistemde yüksek karlılığa yol açarken, tam tersine etkin olduğu düşünülen bir finansal sistemde de negatif yönlü bir ekonomik veya finansal şok yüksek seviyede zarar edilmesine sebep olabilmektedir.

Finansal piyasalar açısından finansal etkinliğin ölçülenmesine ilişkin göstergeler işlem maliyetlerinden ziyade işlemleri ölçülemektedir. Sermaye piyasalarının etkinliğine ilişkin bir gösterge olan hisse senedi veya tahvil devir hızının yüksek olması piyasanın likiditesinin yüksek olduğunu göstermektedir. Etkin bir finansal sistemde likiditenin yüksek olması beklenir.

2.1.3.1. Finansal Kurumlar ve Finansal Piyasalar Açısından Etkinlik Göstergeleri

Finansal sistemin gelişmişlik seviyesine ilişkin ölçümlenen göstergelerin bir kısmı da finansal etkinlik başlığında izlenmektedir. Finansal piyasalar açısından finansal etkinliğin ölçülmesine ilişkin göstergeler işlem maliyetlerinden ziyade işlemleri ölçümlenmektedir. Sermaye piyasalarının etkinliğine ilişkin bir gösterge olan hisse senedi veya tahvil devir hızının yüksek olması piyasanın likiditesinin yüksek olduğunu göstermektedir. Etkin bir finansal sistemde likiditenin yüksek olması beklenir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

Finansal araçlar hane halkının tasarruflarını yatırımlara yönlendirirken tasarruf-yatırım değerleri arasında bir eksiltmeye neden olurlar. 100 birim tasarruf 100 birim yatırıma kanalize olmamaktadır. Burada yer alan işlem maliyeti, komisyon, işleme ilişkin ücretler ve bilgi sağlanmasına ilişkin maliyetler gibi etkenler mevduat ve borçlanma oranları arasında bir farka sebep olmaktadır. Bu farkın yüksek olması piyasanın monopol piyasaya olan yakınlığına, hükümet düzenlemelerine veya yasal gerekliliklere bağlı olabilir. En yüksek karlılığa sahip projenin bulunması ve bunun için yeterli bilginin toplanması zaman alması ve maliyetli olması dolayısıyla finansal araçlar açısından birer maliyet unsuru olmakla birlikte kurumsal olarak bu işlemlerin yürütülmesi etkin bir finansal sistem için önemlidir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

Finansal etkinliğin finansal piyasalar açısından ölçümüne ilişkin göstergelere bakıldığında net faiz marjı, borç-mevduat spreadi, karlılık oranları ve faiz dışı gelirlerin toplam gelirlere oranı gibi göstergeler kullanılmaktadır. Bu oranların düşük olması aracılık maliyetlerinin de düşük olduğunu göstermekte olup finansal etkinliğin seviyesine ilişkin fikir vermektedir. 4x2 matris tablosunda yer alan boone göstergesi karlılığın marjinal maliyete oranının elastikiyetini ölçmekte olup oranın artması finansal araçların rekabet ortamının bozulduğunu işaret etmektedir.

Likiditenin işlem maliyetlerine oranı finansal piyasanın etkinliğine ilişkin kullanılan bir gösterge olup likiditenin işlem maliyetlerinden yüksek olması beklenir.

Aynı şekilde sermaye piyasasının devir hızı ve tahvil piyasasının devir hızı da likiditenin göstergeleri olup etkin bir finansal sistem açısından yüksek olması beklenir.

2.1.4. Finansal İstikrar

Finansal istikrara ilişkin birçok tanım bulunmakla birlikte çoğunluğu finansal sistemin genelindeki eksikliklerin krizlere sebep olmasıyla ilgilidir. Finansal sistemlerde istikrarsızlıklar olabilmekte ancak finansal sistemin yapısı istikrarların kalıcı hasarlara yol açıp açmadığını ve ekonomiyi etkileme derecesini belirlemektedir. Finansal istikrar, finansal sistemlerin krizler ve kötü senaryolar karşısında direncine ve esnekliğine bağlıdır. Kararlı bir finansal sistem, finansal riskleri değerlendirme ve yönetme, doğal işsizlik seviyesinde bir ekonomiyi yakalama, doğal kaynakları etkin kullanma ve dağıtma, parasal ve ekonomik istikrarı etkileyebilecek fiyat istikrarsızlıklarını önleme fonksiyonlarının hepsini kapsamaktadır. Ekonomide reel sektöre ilişkin hemen hemen tüm parasal transfer işlemlerinin finansal araçlar vasıtasıyla gerçekleştirildiği düşünüldüğünde istikrarlı bir finansal sistemin ekonomik büyümeye de katkısının olabileceği açıktır. (www.worldbank.org, Publications: Financial Stability)

Finansal istikrar makroekonomik istikrarın da bir parçası ve ekonominin genel gidişatına ilişkin önemli bir konu olduğundan finansal gelişmenin diğer bacaklarından ayrı olduğu düşüncesi oluştursa da aslında finansal gelişme sürecinin ayrılmaz bir parçasıdır.

2.1.4.1. Finansal Kurumlar Ve Finansal Piyasalar Açısından İstikrar Göstergeleri

Finansal istikrarın değeri finansal istikrarsızlığın olduğu dönemlere ilişkin verilerle de anlatılabilir. Bu dönemlerde bankalar karlı projeleri destekleme konusunda istekli değillerdir, ödemelerde gecikmeler yaşanmaktadır ve varlık fiyatları da gerçek değerlerinden oldukça farklı fiyatlara sahiptirler. Daha büyük istikrarsızlıklarda ise hiper enflasyon, sermaye piyasası çöküşleri ve banka batmaları

yaşanmaktadır. Bu tip durumlar finansa ve ekonomik düzene ilişkin güven ortamını zedelemekte bu da istikrarsızlığın şiddetlenmesine sebep olmaktadır. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

Finansal istikrarın finansal kurumlar açısından ölçülenmesinde en çok kullanılan gösterge z-skorudur. Bu göstergenin amacı, firmaların ödeme gücünün ölçülmesi adına sermayesinin ve getirilerinin risklerinin karşılaştırılmasıdır. Z skorunun tercih edilmesinin sebebi, finansal kurumların karşılaşılabileceği ödeme güçsüzlüğü sorunları hakkında kesin bilgi vermesidir. Z skorunun yüksek olması ödeme güçsüzlüğü ihtimalinin düşük olduğunu göstermektedir. Finansal kurumların finansal gerekliliklerini yerine getirebilme kabiliyetini ve gelecekte olabileceği varsayılan durumları ölçmek için kullanılan aktif kalitesi ve likidite oranları da diğer popüler göstergelerdir. (www.worldbank.org, Publications: Financial Stability)

Finansal piyasaların istikrarının ölçülmesi adına kullanılan birçok göstergeden en çok tercih edilenler, piyasa volatilitesi, çarpıklık endeksleri, durasyon, fiyat-kazanç oranı, kısa vadeli-toplam tahvil oranı ve yüksek tahvil getirileri korelasyonu (ABD, Almanya) olarak sıralanabilir. Çarpıklık endeksleri (hisse senedi fiyatı, devlet tahvili) bakımından, hisse senedi fiyatlarının dağılımı ne kadar çok negatif çarpıklık gösterirse o kadar büyük zarar olasılığı olmaktadır. Piyasa volatilitesinde ise varlık fiyatlarının volatilitesine bakılmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilere göre volatilité yüksek olsa da önemli bir fark bulunmamaktadır. Bölgesel ayırım ile bakıldığında da finansal krizlerden tüm ekonomilerin etkilenecek fiyat volatilitelerini yükselttiği gözlemlenmiştir. (Čihák ve Demirgüç-Kunt ve Erik ve Levine, 2013)

2.1.5. Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal liberalleşmenin belli bir seviyeye ulaşması ile finansal gelişmenin sağlanmasına ilişkin ihtiyaçların önemi artmıştır. Finansal sistemin devlet tekelinden kurtularak işleyişini serbest piyasa koşullarına göre dizayn ederek dışa açılmasıyla birlikte finansal piyasanın yeniliklere ve farklı uygulamalara olan ilgisi artış göstermiştir. Finansal gelişme finansal derinliği de içine alan geniş bir kavramdır.

Finansal yapı içerisinde fon arz ve talep eden tarafların faaliyetlerinde meydana gelen artışları tanımlayan finansal derinlik ekonomik büyümeye dolaylı olarak etki etmektedir. Finansal liberalleşmenin sonucunda finansal gelişmenin sağlanacağı, tasarrufların artacağı ve yatırıma kanalize edilen fonların da bu minvalde artış göstereceği beklenmektedir. Yatırım artışı ekonomik büyümenin de göstergesidir.

Finansal derinleşme, bireysel tasarrufların finansal sisteme girmesi, kaynak bulmakta zorlanan girişimcilerin fon bulmasının kolaylaşması, ihtiyaca yönelik ürünlerin artışı gibi fonksiyonları ile yatırımların ve dolayısıyla ekonomik büyümenin destekleyicisi konumundadır.

Literatürde bulunan birçok çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığı ve hangisinin diğerini etkilediği konusunda varılan farklı sonuçlar bulunmaktadır. Bu haliyle 2 başlık altında görüşler toplanmakla birlikte finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin bulunmadığını savunan görüşle birlikte 3 görüş mevcuttur.

2.1.5.1. Arz Öncüllü Hipotez

Arz öncüllü hipotezde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur. Bu görüşe göre, gelenekselleşmiş ve gelişmeye açık olmayan sektörlerden modern ve ülke ekonomisine katkı sağlayacak şekilde gelişim gösteren sektörlerle kaynakların aktarımını sağlamak ve bu gelişmeye açık sektörlerde girişimciliğin yayılmasını desteklemek ve bu sektörleri canlandırmak arz öncüllü sistemin fonksiyonlarıdır. Gelenekselden modern sektörlerle geçişi sağlayacak olan finansal araçlar ise tasarrufların desteklenmesi ve toplanması, kredilerin şartlara uygun yenilenmesi, tasarruf sahiplerinin kazanç sağlamasına ve yatırımcıların da fon sağlamasına uygun ortamın yaratılması ile ekonomik gelişmeyi sağlayacak sektörlerin gelişimini sağlamakta, bu alanlara yatırımları kanalize etmekte ve bu açıdan bakıldığında ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Uygun yatırım fırsatları girişimcileri “büyük düşün” felsefesi için cesaretlendirmektedir. (Patrick, 1966)

Ülke bazında düşünüldüğünde, finansal sistemde meydana gelen gelişmeler sayesinde yatırım yapmak isteyen ama kaynak olmadığı için girişimde bulunmayan firmaların yeterli kaynak sağlayabileceklerine inanmaları ile ekonomik büyümeye katkı sağlayabilecek yatırım düşüncelerini hayata geçirmeleri sonucunda ekonomik büyümeye yatırım kanalıyla katkı sağlamaları finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğunun göstergesidir.

2.1.5.2. Talep Takipli Hipotez

Bu görüşe göre reel sektördeki gelişmelerle birlikte girişimlerin desteklenmesi amacıyla finansal kaynak yaratılması ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Ekonomideki önemli gelişmelerin girişim olanaklarını artırmasının servet sahiplerini cesaretlendirmektedir. Ekonomide büyük bir gelişmenin yatırımı tetiklemesi ancak yatırımların finansal olarak karşılanamaması sebebiyle gerçekleştirilemediği bir süreç sonucunda ekonomik birimler tarafından finansal sistemin yokluğu hissedilerek gerekli adımlar atılmakta, kurum ve kuruluşlar oluşmakta ve finansal araçlar ortaya çıkmaktadır. Modern finansal kurumların oluşması, onlara ait yeni ürün ve hizmetlerin ortaya çıkması, ekonomik birimler olan yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin taleplerine bağlıdır. Gelişmekte olan finansal sistemler, objektif olarak ekonomik ve kurumsal yapıya ilişkin değişimlere ve subjektif olarak ise bireysel istek, tercih ve taleplere göre gelişim göstermektedir. (Patrick, 1966)

Ülkelerin ekonomik olarak yapısına ve hangi yönünün gelişim gösterdiğine göre finansal sisteme ilişkin kurum ve kuruluşların davranışları, finansal ürün ve hizmetlerin özellikleri de değişim göstermekte, gelişen sektörlerle yönelik ayrık bir finansal gelişme görülmektedir. Bir ekonomide tarımsal faaliyetlerin ekonomik büyümeye olan katkısının diğer sektörlerle göre daha fazla olduğu bir durumda finansal sistemde bulunan kuruluşların bu sektöre yönelik ürün ve hizmetlerinde gelişim görüldüğü daha verimli yatırım imkanlarına yönelik ilerlemeler kaydedildiği ve ekonomik büyümenin finansal gelişmenin yönünü belirlediği görülmektedir. (Patrick, 1966)

Tasarruf sahiplerinin ise ülkeden ülkeye hem sosyo-ekonomik durumları hem de bölgesel, dinsel, bireysel tercihleri finansal gelişmenin yönünü belirlemektedir. Bir finansal sistemin banka temelli mi piyasa temelli mi olduğuna göre de değişen tercihler ve istekler, tasarruf sahiplerinin hangi finansal sisteme yatırım yapmak istediklerine göre de değişmektedir. Tasarruf sahiplerinin finansal sistemden bekledikleri daha az risk ile daha fazla kazanç sağlanmasıdır. Finansal sistemlerin tasarruf sahiplerine sunduğu ürün ve hizmetlere ilişkin çeşitlilik ve özellikler de tercihlerin yönüne göre değişiklik göstermekte, risk seven ve sevmeyen, kazanç beklentisi az veya çok olanlara göre yenilikler tasarlanmaktadır. (Patrick, 1966)

ABD’de ortaya çıkan ve Türkiye’de de artan konut talebinin konut kredisine ilişkin yeni bir ürün olan “mortgage” ürününü geliştirip yaygınlaştırdığı ve bu ürüne bağlı ikincil piyasaların oluşarak ürünün finansal sistemde menkul kıymet piyasalarında itibar gördüğü örneği talep takipli hipoteze örnek olarak uygundur.

Talep takipli ve arz öncüllü hipotezlerin yanında finansal sektörün ekonomik büyüme içerisindeki rolünün önemsiz olduğu şeklinde ayrışık görüşe sahip ekonomistler de bulunmaktadır. R. Lucas (1988) finans ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye fazla vurgu yapıldığı düşüncesindedir. Joan Robinson (1952) ise söz konusu ilişkiye ilişkin görüşünü “Girişimcilik öncü, finans ise onu takip eder.” sözleriyle ifade etmektedir. Bu açıdan bakıldığında finans büyümenin sebebi olmamakta ancak reel sektörün değişen taleplerini karşılamaktadır. (Levine, 2004)

2.1.6. Literatür Araştırması

Finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar incelendiğinde finansal gelişme ve finansal derinleşmeye ilişkin belli bir göstergenin olmaması sebebiyle kullanılan göstergelerin çalışmadan çalışmaya farklılık gösterdiği, bunun dışında ülkelerin özelliklerine ve analiz uygulanan dönemlere göre farklı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Çalışmanın bu kısmında konuya ilişkin daha önce literatürde yapılan çalışmalardan önemli görülenler üzerinde durulmuştur.

Konuya ilişkin yapılan ilk çalışmalardan birisi 1912 yılında Joseph Schumpeter tarafından gerçekleştirilmiştir. Söz konusu çalışmada Schumpeter finansal sistemleri daha gelişmiş olan ülkelerin, hızlı büyümeye daha eğilimli olduğuna ulaşmıştır. Finansal kuruluşların fon arzını genişletebildiği ve geliştirebildiği ölçüde fon talebi artacak ve etkili finansal piyasaların varlığı ekonomide bu hizmetlere olan talebi artıracaktır. Schumpeter iyi işleyen bir bankacılık sisteminin, girişimcilerin yenilikçi ürün ve üretim süreçlerini desteklemesiyle teknolojik ilerlemenin sağlanacağını ifade etmektedir. Ekonomik büyümenin sağlanmasında bankacılık sektörünün ve girişimciliğin önemli iki kaynak olduğunu, girişimcilerin ihtiyaç duyduğu finansmanı bankalar aracılığı ile sağlayarak üretim artırdıkları ve böylece ekonomik büyümeyi sağlamada girişimcilik ve bankacılık sektörünün iki önemli etken olduğunu ifade etmektedir. (Oktayer, 2008, s.49)

Robinson (1952) ise Schumpeter ve Goldsmith'in çalışmalarında bulduğu sonuçlardan farklı olarak girişimciliğin, finansal gelişmeye öncülük ettiğini belirtmiştir. Bu görüşe göre ekonomik gelişmeler finansal ihtiyaçlara sebep olmakta ve finansal sistem de bu ihtiyaç ve taleplere göre şekil almaktadır. Robinson finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi takiben oluştuğunu ileri sürmüştür. (King ve Levine, 1993)

Patrick'in 1966 yılına ait çalışmasında finansal sistem ve ekonomi arasındaki ilişkinin arz itişli ve talep çekişli olmak üzere iki şekilde gerçekleştiği, ekonominin henüz gelişmediği başlangıç safhasında finansal piyasalardaki yeni ürün ve hizmetlerin yarattığı yatırım fırsatlarını tasarruf sahiplerinin kullandığı ve tasarruf oranının artmasının sağladığını ve böylece nedensellik ilişkisinin finansal piyasalardan ekonomik büyümeye doğru olduğunu, bu aşamada sistemin arz itişli olduğunu, daha sonraki aşamalarda talep takipli hale dönüştüğü, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye bağlı olarak geliştiğini ortaya koymuştur.

Goldsmith'in (1969) gelişmiş ülkeler üzerine zaman serileri kullanarak yaptığı çalışmada, 35 ülke verisi kullanılmış olup ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin güçlü bir kolerasyona sahip olduğu sonucuna

ulaşılmıştır. Goldsmith tarafından yapılan ampirik çalışma, finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasında güçlü bağlar olduğunu, finansal gelişmenin gelir artışına ve etkin sermaye dağılımına fayda sağladığını göstermektedir. Bu bulgular daha sonra içsel büyüme modellerinin formüle edilmesinde kullanılmıştır. (Gründler, 2015)

Lucas (1988) finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimin olduğuna ilişkin araştırmalara katılmadığını belirtmekte, ekonomik büyümenin sebebinin sermaye artışı olduğunu, finansal gelişmenin ise bu etkenlerin yanında etkisinin çok az olduğunu savunmaktadır.

Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine tarafından hazırlanan 2012 yılına ait çalışmada, ekonomiler büyüdükçe banka temelli piyasaların ekonomik büyüme bakımından öneminin azaldığı ve piyasa temelli finansal sistemlerin ekonomik büyümede öne çıktığı öne sürülmüştür. Çalışmada 1980-2008 yıllarını kapsayan 72 ülkeye ait veriler kullanılmış olup banka gelişimini ölçmek için mevduat bankalarının özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, sermaye piyasası gelişimini ölçmek adına borsa işlem değerinin GSYH'ye oranı, ekonomik büyüme ölçümü olarak Log kişi başına reel GSYH kullanılmıştır.

1990'lara gelindiğinde araştırmacılar finansal gelişmeden ekonomik büyümeye olan etkisinin nedensellik bağı üzerinde çalışmalar üretmeye yoğunlaşmışlardır.

King ve Levine'e ait (1993a-b) çalışmada, 80'in üzerinde ülkenin 1960-1989 yıllarına ait verileri kullanılarak yapılan değerlendirme ile ileri düzeydeki finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu üzerinde durulmuştur. Yüksek seviyelerde gerçekleşen finansal gelişmenin şimdiki ve gelecek dönemlerdeki ekonomik büyüme oranlarına önemli ölçüde ve kuvvetli bir etkisi olup olmadığı irdelenmiştir. Finansal gelişme verisi olarak 4 gösterge kullanılmıştır.

- 1- Finansal derinlik verisi olarak likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı,

- 2- Mevduat bankaları yurtiçi varlıklarının, merkez bankası yurtiçi varlıkları ile mevduat bankaları yurtiçi varlıklarına oranı,
- 3- Finansal sistem tarafından özel sektöre kullandırılan kredi miktarı
- 4- Finans kesimi dışındaki özel sektör taleplerinin GSYH'ye oranı

Büyüme göstergeleri olarak kişi başına GDP, sermaye birikimi oranı ve ekonomik dengede meydana gelen gelişmeler kullanılmıştır. İlk olarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında eşzamanlı ilişkinin direncine bakılmış ve artan finansal gelişmişlik oranlarının ekonomik büyümenin, fiziksel sermaye birikiminin ve ekonomik verimin hızlı olduğu oranlarda pozitif ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır. İkinci olarak önceden belirlenmiş finansal gelişmişlik bileşenlerinin uzun dönem (gelecek 10-30 yıllık) büyümesinde iyi bir tahmin aracı olduğu sonucu çıkarılmıştır.

1996 yılında yapılan Levine ve Zervos'a ait çalışma literatür açısından önem arz etmektedir. Goldsmith (1969), King ve Levine (1993a, 1993b) çalışmalarında olduğu gibi bu çalışmada da finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemek amacıyla birçok ülkenin yer aldığı uzun dönemi kapsayan bir analiz yapılmıştır. Çalışmada, sermaye piyasasının likiditesi, büyüklüğü, volatilitesi ve bunların dünya sermaye piyasası ile etkileşiminin ekonomik büyümenin, sermaye birikiminin ve özel tasarrufların gelecekteki seviyelerine ilişkin bir tahmin aracı olup olmadığı incelenmiştir. 49 ülkenin 1976-1993 yıllarını kapsayan verileri kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ile hem sermaye piyasası hem de bankacılık sektörünün gelişmesi arasındaki ilişkiyi analiz etmek için;

- Sermaye piyasasının gelişimine ilişkin sermaye piyasası likiditesi (ciro oranı, işlem değeri oranı) , büyüklüğü (borsa kapitalizasyonu), volatilitesi (12 aylık piyasa getirileri) ve dünya piyasası ile entegrasyonu,
- Bankacılık sektörünün gelişimine ilişkin finansal derinlik göstergesi olan bankalarca özel sektöre kullandırılan kredi değeri,
- Ekonomik büyüme ve onun bileşenlerine ilişkin uzun dönem kişi başına reel GSYH büyümesi, kişi başına düşen fiziksel sermaye birikimi, diğer üretkenlik verileri ve özel tasarruflar

kullanılmıştır. Sermaye piyasası likiditesinin şimdiki ve gelecekteki ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve üretkenlik seviyesi ile pozitif ve anlamlı bir korelasyonu olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sermaye piyasası büyüklüğünün, volatilitésinin ve dünya ile entegrasyonunun büyümeyle tam olarak ilgisi olmadığı söylenmektedir. Anlamlı olarak sermaye piyasası likiditesi ve bankacılık sektörünün gelişmesine ilişkin oranların (eğer her ikisine ilişkin oranlar da regresyona dahil edilirse) gelecekteki büyüme, sermaye ve üretkenlik seviyelerini etkilediği ifade edilmiştir. İnceleme sonucunda şimdiki ve gelecekteki ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve üretkenliğin, sermaye piyasası likiditesi ve bankacılık sektörü gelişmesi ile pozitif ve güçlü bir korelasyona sahip olduğu, bu itibarla finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ölçerken sermaye ve para piyasalarının birlikte değerlendirilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmadaki sonuçlara göre finansal faktörlerin büyüme sürecinde içsel bir değer olarak yer almaktadır.

Rajan ve Zingales tarafından yapılan ve 1998 yılında yayınlanan çalışmada, finansal gelişmenin endüstriyel büyümeye olan etkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu ve bu etkinin firmaların dışsal finansman maliyetlerini azaltılması, yatırım olanaklarının gelişmesi yoluyla gerçekleştiği belirtilmiştir. Çalışmada finansal gelişmenin aynı zaman da yeni firmaların doğuşuna da imkân sağladığı ifade edilmiştir. Finansal gelişmenin büyüme ile olan ilişkisinin incelenmesinde finansal gelişme göstergeleri olarak toplam kapitalizasyon, özel sektöre kullandırılan yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı, muhasebe standartları, büyüme göstergesi olarak reel büyüme oranına ait veriler kullanılmıştır.

Beck ve Levine'e ait 2001 yılında yapılan çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine olan pozitif etkisi, para ve sermaye piyasalarının ayrı ayrı ekonomik büyümeye olan etkisi incelenmiştir. Uzun dönem ilişkiye bakıldığından yıllık veriler kullanılmamıştır. 40 ülkeye ait 1976-1998 dönemini kapsayan veriler 5 yıllık periyotlar halinde kullanılmıştır. Çalışmada sermaye piyasası gelişmesine ilişkin gösterge olarak piyasa likidite oranı, para piyasası gelişmesine ilişkin gösterge olarak banka kredisi (mevduat bankaları nezdinde özel sektör banka alacaklarının

GSYH'ye oranı) kullanılmış olup birçok çalışmada M2'nin gösterge olarak kullanıldığı ancak banka kredisi verisinin devlete ve kamuya kullandırılan krediler ile kalkınma bankası kredilerini dışarda tutması sebebiyle kullanıldığı belirtilmiştir. 1976-98 yıllarına ait panel veri kullanılarak dinamik analiz yapılmıştır. Sermaye ve para piyasalarının ekonomik büyüme üzerine etkisinin pozitif olduğu sonucuna varılmış ve bu bulguların eşzamanlı olarak uyarılan potansiyel eğilimlere, gözden kaçan ülke özeline ait etkilere ve ihmal edilen değişkenlere dayanmadığı belirtilmiştir.

Yılmaz ve Kayalica (2002) çalışmalarında Hata Düzeltme Modeli ile çok değişkenli Granger nedensellik testi kullanarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişlerdir. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan göstergelerden M2Y/GSYH'nin ve piyasa kapitalizasyonunun finansal gelişme ölçütü olması durumunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin arz-yönlü görüşe daha yakın olduğu, özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredilere oranının finansal gelişme göstergesi olarak seçilmesi durumunda nedensellik ilişkisinin olmadığı ve talep-takipli görüşü destekleyecek bir sonuca ulaşılamadığı belirtilmiştir.

Rousseau ve Wachtel'in 2005 yılına ait çalışmasında, finansal krizler sonrasında Rousseau ve Wachtel geleneksel görüşleri yeniden değerlendirmiş, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin zaman içinde zayıfladığını ortaya koymuştur. King-Levin ve diğer çalışmalarla karşılaştırılabilir olması açısından finansal gelişmenin bilindik üç verisi olan likit varlıkların GSYH'ye oranı (M3), M1 para arzı hariç likit varlıklar (M3-M1) ve özel sektöre verilen krediler kullanılmış olup 1960-2004 yılları arasından 84 ülke açısından inceleme yapılmıştır. Çalışmada 84 ülkeye ait 1960-2004 yıllarını kapsayan finansal ve makroekonomik kesitsel ve panel verileri içermektedir. 1960'lar ve 1980'leri kapsayan dönemde veriler finansal gelişmenin pozitif etkisinin olduğu sonucunu desteklemiş, 1990 ve sonrası dönemde ise etkisinin kaybolduğunu ve hatta bir miktar negatife döndüğü sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıacı, finansal derinleşmenin seçilen dönemlerde

ekonomik büyüme üzerinde güçlü bir etkisinin olduğu ancak kriz dönemlerinde, tahmin edildiği üzere, bu etkinin görülmediğini belirtilmektedir.

Apergis, Filippidis ve Economidou tarafından hazırlanan 2007 yılına ait çalışmada, finansal gelişme büyüme ilişkisine dair ilginç ve tartışmalı bir görüş olarak finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisinin büyüklüğünün finansal gösterge olarak alınan verinin ne olduğuna ve ülkenin büyüme seviyesine bağlı olarak değişim gösteriyor olması görüşünden yararlanılmış ve bu sebeple çalışmada üç ayrı finansal gelişme göstergesi kullanılmıştır. İlki finansal sistemin likit yükümlülüklerini gösteren M3 para arzının GSYH'ye oranı, ikincisi mevduat bankalarının özel sektöre kullandığı kredilerin GSYH'ye oranı, üçüncüsü ise mevduat bankaları ve diğer finansal kurumlar tarafından özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranıdır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak ise kişi başına GSYH kullanılmıştır. Ülke paneli, düşük, orta ve yüksek gelir seviyesine sahip gelişmekte olan ve gelişmiş 65 ülkeyi içermekte olup zaman periyodu olarak 1975-2000 seçilmiştir. Pedroni tarafından geliştirilen panel eş-bütünleşme analizi uygulanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, tüm farklı ülke grupları için kullanılan tüm farklı finansal göstergeler açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında anlamlı ve pozitif bir denge ilişkisi mevcuttur.

Yine benzer bir çalışma olan Hassan, Sanchez ve Yu tarafından hazırlanan 2009 yılına ait çalışmada, düşük ve orta gelir seviyesine sahip ve coğrafik olarak sınıflandırılan ülkelerdeki finansal gelişmenin ekonomik büyümedeki rolüne ilişkin sonuçlar üretilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde bu ilişkinin pozitif yönlü olduğu görülmüş olup kısa dönem çoklu-varyans analizinin karmaşık sonuçları olduğu, bu sonuçlara göre bölgelerin çoğunda iki yönlü nedensellik olduğu, en fakir iki bölgede ise ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik olduğu görülmüştür.

Favara'nın 2009 yılına ait çalışmasında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tekrar sorgulamaktadır. Finansal gelişme göstergeleri olarak bankacılık sektörünün likit borçlanma seviyesi ve bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından özel sektöre kullandırılan krediler seçilmiştir. Yaklaşık 87

ülkenin 1960-1998 arası dengeli olmayan panel verilerine kullanılmıştır. İlk bulgu kesitsel ve panel veri enstrümantel değişkenlerin regresyonları finansal gelişme ve ekonomik büyümenin birbiriyle ilişkili olduğunu ancak finansal gelişmenin ekonomik büyümeye sebep olmadığıdır. İkinci olarak ise finans-büyüme ilişkisinin ülkelere göre değişkenlik gösterdiği ve finansın ekonomik büyümeyi teşvik etmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Öztürk, Barışık ve Darıcı'ya ait 2010 yılında yapılan çalışmada, Türkiye'nin de dahil olduğu on gelişmekte ülkeye ait 1992-2007 yıllarını kapsayan verilerin kullanılarak finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada panel veri regresyon modeli kullanılmış olup ekonomik büyüme göstergesi olarak kişi başına düşen GSYH artış oranı (yıllık yüzde değişim) ve finansal derinlik göstergeleri olarak kullanılan banka kredilerinin GSYH'ye oranı, M3 para arzının GSYH'ye oranı ve piyasa kapitalizasyonunun kişi başına gelire olan etkisinin pozitif olduğu ve M2 para arzı ve özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının ise büyümeyi negatif etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır. Çalışmada, M2 para arzının büyümeye olan etkisinin negatif çıkması, çalışmaya konu ülkelerin M2 tanımlamalarına ilişkin farklılıklarına ve dönemsel değişimlere bağlanmakta olup M2'nin para piyasası fonları ve repo gibi finansal varlıkları içermemesi ve bu araçları yoğun kullanana ülkeler olduğundan etkinin negatif çıkabileceği belirtilmiştir.

Öztürk, Kılıç Darıcı ve Kesikoğlu (2011) tarafından yapılan çalışmada finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi gelişmekte olan piyasalar açısından incelenmiştir. Çalışmada dokuz ülkeye ilişkin 1992-2009 yıllarını kapsayan veriler kullanılmıştır. Ekonomik büyümenin göstergesi olarak kişi başına düşen GSYH artış oranı ve finansal gelişmenin göstergesi olarak M3 para arzının (M2+ banka dışı mali araçların mevduatları, hazine bonoları vb. likit kıymetler) GSYH'ye oranı ve Bankalarca verilen kredilerin toplam değerinin GSYH'ye oranı kullanılmıştır. Sonuç olarak finansal derinlik göstergesi olan M3/GSYH ile ekonomik büyümeyi temsil eden GSYH artış oranı arasındaki ve nedenselliğin yönünün ekonomik büyümeden M3'e doğru, Banka kredi toplamı/GSYH ve GSYH

artış oranı arasındaki nedensellik ilişkisinin Banka kredilerinden GSYH artış oranına doğru olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar Patrick (1966)'ın savunduğu talep takipli hipotezi destekler niteliktedir.

Ozcan ve Ari (2011) tarafından yapılan çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye örneği üzerinden incelenmiştir. 1998-2009 dönemini kapsayan VAR modeli ile söz konusu ilişki analiz edilmiş olup Granger nedensellik testi ile ilişkinin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH, finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör kredileri kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre; Türkiye örneği açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki vardır ve bu ilişkinin nedensellik yönü ise ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Çalışma sonuçları Robinson (1952) tarafından ileri sürülen talep takipli hipotezi desteklemektedir.

Ağayev (2012)'in yirmi geçiş ekonomisine ilişkin finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği çalışmasında finansal gelişme göstergesi olarak Bankacılık kredilerinin GSYH'ye oranı, ekonomik büyüme göstergesi olarak ise reel GSYH artışı kullanılmıştır. Çalışmada panel eş-bütünleşme ve nedensellik analizleri kullanılmıştır. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu ve bu ilişkinin uzun dönemde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlara göre arz-öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Karaca (2012) tarafından yapılan çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye örneği açısından nedensellik analizi ile sınanmıştır. Çalışmada ekonomik büyümenin göstergesi olarak reel GSYH'nin logaritmik biçimi, finansal gelişmenin göstergesi olarak ise özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı ve Hisse senedi toplam değerinin (piyasa kapitalizasyonu) GSYH'ye oranının bileşimi kullanılmıştır. 1990:I-2011:IV dönemine ilişkin üçer aylık veriler kullanılarak yapılan analizde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin pozitif olduğu ve ilişkinin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu sonucu elde edilmiştir. Çalışma arz-öncüllü hipotezi desteklemektedir.

Ahokposi, Kareem, Karmakar ve Koulet-Vickot tarafından 2013 yılında yapılan bir çalışmada Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği (WAEMU) ülkelerinin finansal gelişmişlik açısından seçilen bazı Sahra-altı Afrika ülkelerine (HGNOE, 1995-2009 yılları arasında kişi başına ortalama büyüme oranı en az %3 olan ülkeler) göre hangi seviyede olduğu ve bu ülkelerin performansını etkileyen faktörlerin neler olduğuna ilişkin ulaşılan tespitlere yer verilmiştir. Çalışma, 8 ülke WAEMU ve 8 ülke HGNOE ülkelerinden olmak üzere 1997-2009 yıllarını kapsayan 16 ülke verilerine dayanmaktadır. Seçilen periyot aralığı, finansal sistemi etkileyen politikaların geciken etkilerini görmemizi sağlayacak uzunluktadır. Bu çalışmada daha önce yapılan çalışmalara katkı anlamında, ilk olarak aynı para ve maliye politikasını paylaşan bir grup Afrika ülkesi incelenmiş ve bu grup daha yüksek ekonomik performansa sahip diğer bir grup Afrika ülkesi ile karşılaştırılmış, ikinci olarak, regresyon analizi ile WAEMU ve kontrol ülkelerinin finansal derinliği arasındaki farkı açıklayan faktörler belirlenmiş ve finansal olarak en gelişmiş WAEMU ülkesi ile kontrol grubundan karşılaştırmaya en uygun ülke bir olay üzerinden kıyaslanmıştır. Çalışmada, literatür ile tutarlı olarak daha güçlü hukuk kuralları, kurumsal altyapı, sağlıklı bir kredi değerlendirme süreci ve kredi yayılmasının finansal derinliğin sağlanmasında güçlü bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Oruç ve Turgut tarafından hazırlanan 2014 yılına ait çalışmada finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisi 1990-2010 yıllarına ait 3'er aylık verilerin kullanılmasıyla ülkemiz açısından incelenmiştir. Çalışmada ekonomik büyüme göstergesi olarak GSYH, finansal derinleşme için ise M2 ve M3 para arzlarının GSYH'ye oranı ve banka mevduat yükümlülüklerinin ve yurtiçi kredi hacminin GSYH'ye oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

2014 yılında yayınlanan Asghar ve Hussain tarafından yapılan çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1978-2012 verileri ile gelişmekte olan ülkeler açısından incelenmiştir. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH kullanılırken M2'nin GSYH'ye oranı, bankalar tarafından kullandırılan

yurtiçi kredi miktarının GSYH'ye oranı ve özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranı finansal gelişim göstergeleri olarak seçilmiş olup finansal gelişmeye ilişkin endeks oluşturmak suretiyle model kurulmuştur. Çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği kanallar özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ve dışa açıklık bağlamında incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre gelişmekte olan ülkelerde büyüme ile finansal gelişme arasında uzun dönem ilişkinin olduğuna dair güçlü kanıtlar bulunmaktadır.

Aydın, Ak ve Altıntaş (2014) tarafından hazırlanan çalışmada finansal gelişmenin büyümeye etkisi Türkiye açısından nedensellik analizi ile sınanmıştır. 1988-2012 yılları arasındaki yıllık veriler kullanılarak nedensellik testi uygulanmıştır. Ekonomik büyümeye ilişkin reel GSYH kullanılırken finansal gelişme göstergesi olarak M2'nin GSYH'ye oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı ve şirketlerin piyasa değerleri toplamının GSYH'ye oranı kullanılmıştır. M2/GSYH ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişkinin olduğu, şirketlerin piyasa değerleri toplamı/GSYH ile büyüme arasındaki ilişkinin ise finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü olduğu sonuçları elde edilmiştir. Arz-öncüllü hipotez desteklenmektedir.

Samargandi, Fidrmuc Ve Ghosh tarafından 2015 yılında yapılan çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, 52 orta-gelirli ülkenin 1980-2008 periyoduna ait verileri kullanılarak incelenmiştir. Uzun dönemde ters U şeklinde bir ilişki olduğu gösterilmiş, kısa dönemde ise ilişkinin anlamsız olduğu, bu durumun ise gereğinden fazla finansallaşmanın orta-gelirli ülkeler açısından büyümeyi negatif etkileyebileceğini akla getirdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Arcand, Berkes ve Panizza tarafından 2015 yılında yapılan çalışmada, geniş bir finansal sektöre sahip ülkelerde finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasında pozitif kolerasyon olmadığı, ancak küçük ve orta ölçekli finansal sisteme sahip ülkelerde ise finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve kuvvetli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada, GSYH'nin %80-120'si civarında bir eşik olduğu ve bu eşik değerden sonra finansal derinliğin ekonomik büyümeye olan pozitif etkisinin negatif etkiye dönüşmeye başladığı belirtilmiştir.

2016 yılında Bakhtiar tarafından yapılan çalışmada finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Türkiye örneği üzerinden incelenmiştir. Çalışmada zaman serileri analizi kullanılmıştır. 1988:Q1-2015:Q2 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH, finansal gelişme göstergesi olarak geniş para arzı, özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı, Banka mevduatının GSYH'ye oranı, Merkez Bankası varlıklarının GSYH'ye oranı ve piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı kullanılmıştır. Uzun ve kısa dönemde nedensellik ilişkisinin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Saeed ve Saleh (2018) tarafından hazırlanan çalışmada, finansal derinlik ve verimliliğin ekonomik büyüme ile olan ilişkisinin Sudi Arabistan ve Umman üzerinden incelenmesi amaçlanmıştır. Sudi Arabistan ve Umman nezdinde 1990-2015 yıllarına ait panel veriler kullanılarak korelasyon analizi ayrıca Sudi Arabistan ve Umman ülkelerindeki finansal derinlik ve verimliliğin ekonomik büyüme üzerindeki nedensellik etkisini test etmeyi amaçlayan regresyon analizi uygulanmıştır. Bu ülkelerde petrole dayalı bir ekonomi bulunmakta olup ülke genelinde petrole bağlı ekonomik büyümenin yerine sanayileşme, özelleştirme, çeşitlendirme ile ülke ekonomisindeki diğer üretim kanallarının payının arttırılarak ülke gelirleri içinde petrol sektörünün payını azaltmayı planlamaktadırlar. Ampirik sonuçlara göre, Umman açısından finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu, diğer taraftan Sudi Arabistan açısından artan finansal derinlik ve verimliliğin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileri bulunmaktadır. Burdan çıkan sonuca göre Umman için finansal derinleşme öncelikli bir büyüme stratejisi olabilirken Sudi Arabistan ekonomik büyümesi açısından büyüme açısından öncelikli bir strateji değildir denilmektedir. Söz konusu çalışmada ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH kullanılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Bu çalışmada finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisini araştırmak amacıyla bu bölümde panel veri analizi yöntemini uygulamak amacıyla veri seti oluşturulmuş, değişkenler belirlenmiş, metodoloji uygulanmış ve bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

3.1. Veri Setinin Oluşturulması

Çalışmada Yeni Sanayileşen Ülkeler olarak bilinen ülkelere seçilen 10 ülkeye ait 1995-2016 yıllarını kapsayan dönem verileri kullanılmıştır. Çalışmada, Brezilya, Güney Afrika, Çin, Malezya, Filipinler, Endonezya, Tayland, Hindistan, Meksika ve Türkiye'ye ait veriler kullanılmıştır. Seçilen ülkeler hem Türkiye ile hem de birbirleri ile ekonomik açıdan daha karşılaştırılabilir seviyede olmaları açısından tercih edilmiştir. Analizde, Daha uzun bir zaman dilimine ait verilerin kullanılamamasının sebebi ise her ülkede daha eski yıllara ait verilerin düzenli olarak yer almamasıdır.

Araştırmada panel veri analizi yöntemi uygulanması uygun görülmüş olup dengeli panel veri seti oluşturulmuştur. Kullanılan veri seti, 10 ülkeye ait 22 döneme ilişkin 220 gözlemden oluşmaktadır. Finansal derinliğin ekonomik büyümeye olan etkisinin araştırılması adına yapılan bu çalışmada kurulan modellerde ekonomik büyüme bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Finansal derinliğe ilişkin 4 gösterge modellerde bağımlı değişken olarak yer almaktadır.

Çalışmada yer alan 10 ülkeye ait ekonomik büyüme göstergeleri olarak GSYH ve GSYH'nin kişi başına ve satın alma gücü paritesine göre kişi başına 2018 yılında hesaplanan değerleri Tablo 3.1'de yer almaktadır.

Tablo 3.1 Ülkelere Ait 2018 Yılı Ekonomik Büyüme Göstergeleri

ÜLKELER	Kişi Başına GSYH (\$)	Satın alma Gücü Paritesine Göre Kişi Başına GSYH (\$)	GSYH (Milyar \$)
Brezilya	8.920	16.068	1.868
Çin	9.770	18.210	13.608
Endonezya	3.893	13.056	1.042
Hindistan	2.015	7.761	2.726
Meksika	9.698	19.969	1.223
Malezya	11.238	31.698	354
Filipinler	3.102	8.935	330
Tayland	7.273	19.017	505
Türkiye	9.311	28.815	767
Güney Afrika	6.339	13.661	366

Kaynak: www.worldbank.org

3.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin belirlenmesinde öncelikle konuya ilişkin daha önce yapılmış olan çalışmalar incelenmiştir.

3.2.1. Bağımlı değişken

Finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin incelenmesinde bağımlı değişken olarak genellikle GSYH'ye ilişkin göstergeler kullanıldığı, GSYH'ye ilişkin göstergelerden ise daha çok kişi başına GSYH'nin ekonomik büyümenin göstergesi olarak seçildiği görüldüğünden **çalışmada satın alma gücü paritesine göre kişi başına GSYH** bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Çalışmada

kullanılan satın alma gücü paritesine göre kişi başına GSYH, ln alınarak modele dahil edilmiştir.

GSYH ülkede bir dönem içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin değerinden oluşmaktadır. (Blancard, 2003, s.24) Kişi başına GSYH hesaplanırken yerli üreticinin katma değerine üretici vergileri eklenip ürün değerinde yer almayan sübvansiyonlar çıkarılır ve çıkan sonuç ülke nüfusuna bölünür. (www.worldbank.org) Satın alma gücü paritesine göre yapılan hesaplamalarda ülkelerin para birimlerinin satın alma gücü eşitlenerek fiyat etkisi ortadan kaldırılmaktadır.(Yay, 2012, s.142)

Asghar ve Hussain (2014), Bakhtiar (2016), Saeed ve Saleh (2018) tarafından yapılan çalışmalarda ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYH kullanılmıştır. Öztürk, Barışık ve Darıcı (2010), Apergis, Filippidis ve Economidou (2007) tarafından yapılan çalışmalarda satın alma gücü paritesine göre hesaplanan kişi başına GSYH ekonomik büyüme göstergesi olarak kullanılmıştır. Analizde 10 ülkeye yer verildiğinden satın alma gücü paritesine göre hesaplanan kişi başına GSYH kullanılması karşılaştırılabilirlik bakımından uygun görülmüştür.

3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Bağımsız değişkenler finansal derinleşme ve makroekonomik değişkenlerden oluşmaktadır. Finansal derinleşme göstergeleri finansal kurumlara ve finansal piyasalara ilişkin göstergelerden oluşmaktadır.

Finansal derinliğin finansal piyasalar açısından ölçümlemek adına yapılan çalışmalarda en çok kullanılan göstergelerin bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün GSYH'ye oranı, para arzı göstergelerinden M2 ve M3 para arzı göstergeleri ve bankacılık sektörü kredilerinin GSYH'ye oranı olduğu görülmektedir. Ancak çalışma kapsamında M2 para arzının ve bankacılık sektörü aktif büyüklüğünün GSYH'ye oranının finansal derinliğin finansal kurumlar açısından daha kapsamlı bir göstergesi olması sebebiyle çalışmada kullanılması uygun bulunmuştur. M2 para arzı bilindiği üzere dolaşımdaki para, vadesiz ve vadeli

mevduatları kapsamakta olup M2 para arzında meydana gelen artışlar finansal derinliğin artışının bir göstergesidir.

Finansal piyasalar açısından finansal derinliğin ölçülmesinde çalışmalarda karşımıza çıkan göstergeler ise borsa kapitalizasyonu, borsa işlem hacmi ve kamu, özel ve uluslararası ayırımına göre borçlanma araçlarının göstergeleri olmaktadır. Çalışmada finansal piyasaların finansal derinliğine ilişkin göstergeler olarak şirketlerin piyasa değerinin GSYH'ye oranı ve Kamu ve özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının GSYH'ye oranı kullanılmıştır.

Makro değişkenlerden faiz ve dolar kuru bağımsız değişken olarak seçilmiştir. Faiz ve dolar kuruna ait veriler Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiştir. Faiz verisi olarak Türkiye dışındaki dokuz ülke bakımından borçlanma faiz oranı faiz göstergesi olarak seçilirken Türkiye bakımından borçlanma faiz oranına ilişkin göstergeye ulaşılamadığından mevduat faiz oranı faiz göstergesi olarak seçilmiştir. Bununla birlikte, dolar kuru ile faiz değişkenleri arasında yüksek korelasyon (0,9470) olması sebebiyle dolar kuru modellerde kullanılmamış sadece faiz değişkeni makro değişken olarak yer almıştır.

Modellerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 3.2'de özetlenmiştir.

Tablo 3.2 Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Değişken	Simge	Açıklama
Bağımlı	$\ln GDP_{ppp}$	Satın alma Gücü Paritesine göre GSYH
Bağımsız	BMN	M2 / GSYH
Bağımsız	BDE	Bankacılık Sektörünün Aktif Toplamı / GSYH
Bağımsız	SMC	Şirketlerin Piyasa Değeri / GSYH
Bağımsız	DSC	Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Değeri / GSYH
Bağımsız	Faiz	Borçlanma faizi
Bağımsız	USD	Dolar Kuru

3.3. Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikler tablo 3.3’de verilmiştir.

Tablo 3.3 Değişkenlere Ait Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
lnGDP _{ppp}	220	8,9337	0,6859379	7,0038	10,2466
BMN	220	0,7420608	0,3939671	0,2271	2,0831
BDE	220	0,6816281	0,362893	0,179	1,7066
SMC	220	0,6481088	0,595159	0,0185	2,702
DSEC	220	0,4466781	0,2994123	0,0046	1,2921
USD	220	0,2858962	1,687691	-0,2823	18,5986
Faiz	220	0,5430892	3,941171	0,0059	51,7524

3.4. Korelasyon Analizi

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin korelasyon analizi Tablo 3.4’de yer almaktadır.

Tablo 3.4 Korelasyon Analizi

	lnGDP _{ppp}	BMN	BDE	SMC	DSEC	USD	Faiz
lnGDP _{ppp}	1,0000						
BMN	0,1903	1,0000					
BDE	0,2981	0,9060	1,0000				
SMC	0,3167	0,3010	0,3851	1,0000			
DSEC	0,6286	0,4307	0,4704	0,5247	1,0000		
USD	-0,0110	-0,0593	-0,1066	-0,1331	-0,1659	1,0000	
Faiz	-0,0069	-0,0533	-0,0841	-0,1096	-0,1324	0,9470	1,0000

Çalışmada finansal kurumlara ilişkin finansal derinlik göstergesi olarak seçilen M2/GSYH (BMN) ve Bankacılık Sektörünün Aktif Toplamı/GSYH (BDE) değişkenleri arasında güçlü bir korelasyon olması nedeniyle (0.9060) bu iki değişkenin kurulacak modelde birlikte yer alması çoklu doğrusal bağlantı problemine

neden olacaktır. Bu nedenle BMN ve BDE değişkenleri aynı modelde kullanılmamıştır. Her iki değişkenin de satın alma gücü paritesine göre kişi başına GDP üzerindeki etkisini görebilmek için çalışmada iki model kullanılmıştır. Çalışmada kullanılacak olan faiz ve USD değişkenleri arasındaki korelasyonun (0.9470) oldukça güçlü olması sebebiyle, bu iki değişkenin kurulan modellerde birlikte yer alması uygun bulunmamıştır. Faiz değişkeni bu sebeple modellerde kullanılmış olup USD değişkeni modellerde yer almamıştır.

3.5. Metodoloji

Finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye olan etkisinin araştırılması amacıyla yapılan bu çalışmada ekonometrik model olarak panel veri analizi kullanılmıştır. 1995 ve 2016 yıllarını kapsayan döneme ilişkin 22 dönemi kapsayan çalışmada daha uzun bir zaman dilimine ait verilerin kullanılamamasının sebebi ise her ülkede daha eski yıllara ait verilerin düzenli olarak yer almamasıdır. Çalışmada iki ekonometrik model kullanılmıştır.

$$GDPppp_{it} = \beta_0 + \beta_1 BMN_{it} + \beta_2 SMC_{it} + \beta_3 DSC_{it} + \beta_4 Faiz_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

$$GDPppp_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDE_{it} + \beta_2 SMC_{it} + \beta_3 DSC_{it} + \beta_4 Faiz_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Çalışmanın veri setine uygun panel veri modeline karar verebilmek amacıyla öncelikle birim ve /veya zaman etkisinin varlığı LR testi ile araştırılmıştır.

Tablo 3.5'in A bölümünde birim ve zaman etkilerinin varlığına ilişki test sonuçları yer almakta olup %99 güven düzeyinde tüm birim ve zaman etkilerinin sıfıra eşit olduğu hipotezi reddedildiğinden birim ve zaman etkilerinden en az bir tanesinin her iki modelde de var olduğu sonucu elde edilmiştir.

Tablo 3.5'in B bölümünde birim etkinin varlığına ilişkin LR testi sonuçları yer almaktadır. %99 düzeyinde birim etkinin sıfıra eşit olduğuna ilişkin hipotez reddedilmiş olduğundan iki modelde de birim etki bulunmaktadır.

Zaman etkinin varlığına ilişkin LR testi sonuçları Tablo 3.5'in C bölümünde yer almaktadır. Zaman etkinin sıfıra eşit olduğuna ilişkin hipotez %99 düzeyinde reddedilmiş olduğundan iki modelde de zaman etkisi bulunmaktadır.

Tablo 3.5 Modeller Arasında Seçim Yapılırken Kullanılan Testler ve Sonuçları

Bölüm A: LR Test: Birim ve Zaman Etkisi ($H_0: \sigma_{\mu_i} = \sigma_{\lambda_t} = 0$)			
Bağımsız	Modeller	Test İstatistiği	Olasılık
$\ln GDP_{ppp}$	Model 1	543.25	0.0000
$\ln GDP_{ppp}$	Model 2	494.84	0.0000
Bölüm B: LR Test: Birim Etki ($H_0: \sigma_{\lambda_t} = 0$)			
Bağımsız	Modeller	Test İstatistiği	Olasılık
$\ln GDP_{ppp}$	Model 1	369.06	0.0000
$\ln GDP_{ppp}$	Model 2	325.01	0.0000
Bölüm C: LR Test: Zaman Etkisi ($H_0: \sigma_{\mu_i} = 0$)			
Bağımsız	Modeller	Test İstatistiği	Olasılık
$\ln GDP_{ppp}$	Model 1	13.65	0.0001
$\ln GDP_{ppp}$	Model 2	9.73	0.0009

Tablo 3.5' de yer alan A, B ve C bölümlerinde yer alan LR testi sonuçlarına göre kurulacak modellerde birim etkisinin ve zaman etkisinin bulunması sebebiyle çift yönlü model oluşturulmasına karar verilmiştir. Ancak çalışmada zaman etkisi

ihmal edilerek tek yönlü model kurulmuştur. Bunun nedeni, panel veri modellerinde zaman etkisinin testlerinin yapılabileceği bir programın bulunmamasıdır.

Birim ve zaman etkisinin olduğu modellerde bundan sonraki aşama, modelin tesadüfî etkili mi yoksa sabit etkili mi olduğuna karar verilmesidir.

Sabit etkiler modeline göre sabit terim yatay kesit birimlerin her biri için farklı bir değer almaktadır. Birimlerin farklı olması sabit terimin farklı olması ile açıklanmaktadır. Sabit etkiler modeline göre bağımsız değişkenlerin hata terimleriyle kolerasyonu bulunmamakta, açıklayıcı değişkenler ile birim etkiler arasında kolerasyon olmasına izin verilmektedir.

Tesadüfî Etkiler Modeline göre açıklayıcı değişkenler ve birim etkiler arasındaki kolerasyonun sıfır olduğu kabul edilmektedir. Birim etkinin hata terimine benzer şekilde tesadüfî olduğu kabul edilmekte olup sabit olmadığından hata payı içinde bulunmaktadır.

Hausman Testi; daha etkin olan panel veri modelinin seçilmesi adına tanımlama hatasını sınamaktadır. Modelde birim etkilerin varlığı sonucundan yola çıkarak bu etkilerin tesadüfî veya sabit olup olmadığının belirlenmesi adına Hausman Testi kullanılmıştır.

Modellere uygulanan Hausman Testine ilişkin sonuçlar Tablo 3.6'da yer almaktadır.

Tablo 3.6 Hausman Testi

Bağımlı Değişken	Modeller	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
$\ln GDP_{ppp}$	Model 1	17.93	0.0013
$\ln GDP_{ppp}$	Model 2	11.18	0.0246

Tesadüfî etkiler modelini sabit etkiler modeline karşı sınamak için yapılan Hausman Testi sonucuna göre modellerde % 99 düzeyinde tesadüfî etkiler modelinin

etkin olduğuna ilişkin temel hipotez reddedilmekte ve sabit etkiler tahmin edicisi etkin tahmin edici olduğu sonucuna varılmıştır.

Sabit etkiler modelinde heteroskedasitenin, otokorelasyonun ve birimler arası korelasyonun varlığına ilişkin yapılan testlere Tablo 3.7’de yer verilmiştir.

Tablo 3.7 Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler

		Model 1		Model 2	
Testler		Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
<i>Heteroskedasite</i>	Değiştirilmiş Wald Testi	659.20	0.000	119.04	0.000
<i>Otokorelasyon</i>	Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın DW	0.3106		0.3332	
	Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez	0.5084		0.5252	
<i>Birimler Arası Korelasyon</i>	Pesaran Testi	5.07	0.000	7.74	0.000

Sabit etkiler modelinde heteroskedasitenin varlığını sınamak için her iki modele de Değiştirilmiş Wald Testinin uygulanmıştır. Testin neticesinde “Varyanslar birimlere göre homoskedastiktir” hipotezi reddedilmiş, %99 düzeyinde varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmış ve dolayısıyla birimlere göre heteroskedasitenin olduğu sonucuna varılmıştır.

Sabit etkiler modelinde otokorelasyonun varlığının sınanması için her iki modele de Bhargava, Franzin ve Narebdrabathan’ın Durbin Watson ve Baltagi-Wu’nun Yerel Değişmez Testlerinin uygulanması neticesinde test istatistikleri kritik değer olan 2’den küçük olduğundan “Ho: Otokorelasyon Yoktur” hipotezi reddedilmiş ve modelde otokorelasyon sorununun olduğu anlaşılmıştır.

Sabit etkiler modelinde birimler arası korelasyonun olup olmadığına ilişkin olarak ise Pesaran testinin uygulanmıştır. Test neticesinde olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğunda, %5 anlamlılık düzeyinde “Ho: Birimler Arasında Korelasyon Yoktur” hipotezi reddedilmiş ve modelde birimler arasında korelasyon olduğu anlaşılmıştır.

Bu kapsamda, modellerde otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arası korelasyon sorununun olduğu tespit edildiğinden tahmin yapılırken dirençli tahmin ediciler kullanılacaktır. Modellerin kümelenmiş standart hatalarla Driscoll ve Kraay tahmin edicisi ile tahminine ve nihai modellerin sonuçlarına Tablo 3.8’de yer verilmiştir.

Tablo 3.8 Nihai Modellerin Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Model 1		Model 2	
	lnGDP _{ppp}		lnGDP _{ppp}	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
BMN	1.524	0.000		
BDE			1.045	0.004
SMC	0.238	0.007	0.359	0.005
DSC	0.664	0.000	1.202	0.007
Faiz	0.002	0.278	- 0.019	0.000

Sabit Terim	7.349	0.000	7.441	0.000
F Testi	117.89	0.0000	86.64	0.000
R ²	% 72.12		% 65.77	

3.5.1. Bulguların Değerlendirilmesi

Tablo 3.8’de yer alan F testine göre kurulan modellerin %99 güven düzeyinde, Model 1’in tahmininden BMN, SMC, DSC değişkenlerinin GSYH’yi açıklama konusunda istatistiksel olarak anlamlı oldukları, Model 2’nin tahmininden ise BDE, SMC, DSC değişkenlerinin GSYH’yi açıklama konusunda istatistiksel olarak anlamlı oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlı değişkenlerden pozitif katsayıya sahip değişkenler büyümeyi pozitif yönde etkilerken, negatif katsayıya sahip değişkenler büyümeyi negatif yönde etkilemektedir.

Model 1’in Tablo 3.8’de yer alan bulgular değerlendirildiğinde;

- BMN değişkeninin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve katsayısının pozitif olduğu, diğer değişkenlerin sabit tutulduğu bir ortamda M2 para arzının GSYH’ye oranında meydana gelecek olan % 1’lik artışın GSYH’de % 1.524 artışa yol açacağı,
- SMC değişkeninin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve katsayısının pozitif olduğu, diğer değişkenlerin sabit olması durumunda Şirketlerin Piyasa Değerinin GSYH’ye oranının % 1 artmasının GSYH’nin % 0.238 artıracağı,
- DSC değişkeninin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve katsayısının pozitif olduğu, bunun anlamının Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Değerinin GSYH’ye oranında meydana gelecek % 1’lik artışın GSYH’de % 0.664 artışa sebep olacağı,
- Modelin sabit teriminin pozitif olduğu ve diğer değişkenlerin sabit tutulması durumunda incelenen 10 ülkede meydana gelecek GSYH artışının % 7.349 olacağı,
- R² sonuçlarına göre ekonomik büyümeyi temsil eden değişken olan GSYH’deki değişimlerin %72.12’sinin modele dahil edilen değişkenlerden kaynaklandığı

bulguları elde edilmiştir.

Model 2'nin Tablo 3.8'de yer alan nihai sonuçlarına bakıldığında;

- BDE değişkeninin katsayısının % 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif olduğu, diğer değişkenlerin sabit tutulduğu bir ortamda Bankacılık Sektörünün Aktif Toplamının GSYH'ye oranında meydana gelecek olan % 1'lik artışın GSYH'de % 1.045 artışa yol açacağı,
- SMC değişkeninin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve katsayısının pozitif olduğu, diğer değişkenlerin sabit olması durumunda Şirketlerin Piyasa Değerinin GSYH'ye oranının % 1 artmasının GSYH'yi % 0.359 artıracığı,
- DSC değişkeninin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve katsayısının pozitif olduğu, bunun anlamının Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlanma Araçlarının Değerinin GSYH'ye oranında meydana gelecek % 1'lik artışın GSYH'de % 1.202'lik artışa sebep olacağı,
- Makro değişken olarak modellerde yer alan Faiz değişkeninin %99 düzeyinde anlamlı ve negatif olduğu, Faiz değişkeninde % 1 artış olduğunda GSYH'da % 0,019 azalışa sebep olacağı,
- Modelin sabit teriminin % 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif olduğu ve diğer değişkenlerin sabit tutulması durumunda incelenen 10 ülkede meydana gelecek GSYH artışının % 7.441 olacağı,
- R^2 sonuçlarına göre ekonomik büyümeyi temsil eden GSYH değişkenindeki değişimlerin % 65.77'sinin modelde bulunan değişkenlerden kaynaklandığı

bulguları elde edilmiştir.

Kurulan iki modele de bakıldığında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif sonuçların elde edildiği görülmektedir. Çalışmaya göre finansal derinliğin artışının ekonomik büyümeyi etkilediği sonucuna ulaşılmış olup Schumpeter (1912), Goldsmith'in (1969), King ve Levin (1993a-b), Levine ve Zervos(1996), Rajan ve Zingales (1998), Beck ve Levine(2001), Yılmaz ve Kayalica (2002), Apergis ve Filippidis ve Economidou (2007) Hassan, Sanchez ve Yu(2009), Oruç ve Turgut (2014), Aydın, Ak ve Altıntaş (2014) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ve

Patrick (1966)'in gelişmekte olan ülkeler açısından arz öncüllü yaklaşımının geçerli olduğu görüşü ile örtüşmektedir.

Finansal piyasaların finansal derinliğine ilişkin gösterge olarak seçilen şirketlerin Piyasa Değerinin GSYH'ye oranının GSYH'yi pozitif yönde etkilemesinin Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine (2012), Aydın, Ak ve Altıntaş (2014), Bakhtiar (2016) alışmaları ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Finansal kurumlar açısından finansal derinliğin göstergesi olarak seçilen Geniş Para Arzının GSYH'ye Oranı (BMN) değişkeninin anlamlı ve pozitif çıkmasının literatürde yapılan King ve Levin (1993a-b), Bakhtiar (2016) alışmasında M2'den ekonomik büyümeye doğru uzun dönemde bir nedensellik bulunduğu sonucu ile örtüşmekte olup ztrk ve Barışık ve Darıcı (2010), Mollaahmetoğlu (2016) alışmalarının M2 para arzının ekonomik büyüme ile negatif ilişkisinin olduğu sonucu ile farklılık göstermektedir.

SONUÇ

Finansal gelişimin bir parçası olan finansal derinleşme, finansal piyasalardaki tüm araçların ve finansal sistemde rol alan tüm unsurların hem sayısal artışını hem de işlevsel olarak gelişimini ifade etmektedir. Fon arz ve talep eden tarafların doğru finansal ürün ve hizmetlere ulaşması, ürün ve hizmetlerin ihtiyaca ve isteklere uygun şekilde geliştirilmesi, kullanımının artması, finansal sistemin reel kesim tarafından sadece transfer işlemlerinin değil yatırım işlemlerinin de yoğun olarak kullanıldığı bir yapı haline gelmesi finansal derinliğin artışının göstergeleridir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin hedefledikleri ekonomik büyüme oranlarına ulaşmaları adına finansal sistemlerinin reel sektörü desteklemesine ihtiyaç duymaktadırlar. Finansal sistemin derinleşmesi bakımından tasarruf sahiplerinin finansal sisteme dahil olması önemli bir unsurdur. Finansal sisteme dahil olan tasarruflar ile içsel kaynakları ile ilerleme sağlayamayan şirketlerin finansal sektörden sağladıkları dışsal kaynaklarda artış olacaktır. Kaynak bulan şirketler yatırım ve üretimin artışı ile ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır. Daha derin bir finansal sistem finansal güveni de beraberinde getirmektedir. Finansal güvenin sağlandığı ekonomilerde finansal istikrarın sürdürülebilirliği artmakta olup yabancı tasarruf ve yatırımların da ülkenin finansal piyasalarına girişi söz konusu olacaktır.

1995-2016 yıllarına ait 10 yeni endüstrileşen ülkenin incelendiği çalışmada, finansal derinliğin ekonomik büyümeye olan etkisi panel veri analizi yöntemiyle sınanmıştır. İki modelin kullanıldığı çalışmada finansal piyasaların finansal derinliğine ilişkin gösterge olarak kullanılan geniş para arzının GSYH'ye oranının ve Bankaların aktif büyüklüğünün GSYH'ye oranının ekonomik büyümeyi açıklama konusunda anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu, finansal piyasaların finansal derinliğine ilişkin göstergeleri olan Şirketlerin Piyasa Değerinin GSYH'ye oranı ve Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlama Araçlarının Değerinin GSYH'ye oranının ekonomik büyümeye olan etkilerinin anlamlı ve pozitif olduğu görülmüştür. Nihai olarak arz öncüllü yaklaşımı destekler şekilde finansal derinliğin ekonomik büyüme üzerinde olumlu yönde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal derinliğin finansal kurumlara ilişkin göstergeleri olan M2 para arzının GSYH'ye oranının ve Bankaların aktif büyüklüğünün GSYH'ye oranının kişi başına GSYH'yi olumlu yönde etkilediği bulgusu bağlamında banka mevduatlarında meydana gelecek bir artışın ve bankalar başta olmak üzere finansal piyasalarda aktif rol alan kurumların gelişmesinin ekonomik büyümeyi hızlandıracağı söylenebilir. Ülkelerin tasarruflarını artırmak ve söz konusu tasarrufların finansal sisteme kazandırılmasını sağlamak adına hükümetler tarafından üretilen politikalar ve yapılan uygulamalar finansal sisteme fon girişi temin ederek ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacaktır. Finansal sisteme girişi sağlanan fonların etkin bir mekanizma ile fon talep edenlere aktarılması gerekmektedir. Bu sürecin sağlıklı işlemesi bakımından finansal sistemde düzenleyici ve denetleyici olarak yer alan kurum ve kuruluşların uygun zaman ve durumda finansal piyasaların ihtiyaçlarına ve gereklerine ilişkin değişiklikleri yapması ve alınacak önlemleri geciktirmeden alması gerekmektedir.

Diğer taraftan finansal piyasalar açısından finansal derinlik göstergeleri olarak seçilen Şirketlerin Piyasa Değerinin GSYH'ye oranı ve Kamu ve Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Borçlama Araçlarının Değerinin GSYH'ye oranının kişi başına GSYH'yi pozitif yönde etkilediği bulgusundan hareketle finansal piyasalardaki özellikle menkul kıymetlere ilişkin borsalardaki gelişmelerin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna varılmaktadır. Sermaye piyasalarında derinliğin artması ile piyasadaki fon sağlayan şirketlerin hem içsel hem dışsal kaynaklarında artış sağlanmış olacaktır. Ülkeler açısından sermaye piyasalarının gelişimini sağlayacak politikaların benimsenmesi ve tasarrufların sermaye piyasalarına girişini özendirecek, hızlandıracak uygulamaların artırılmasının ekonomik büyüme açısından önemli olduğu söylenebilir.

Çalışmanın sonucunda arz öncüllü hipotezi destekler şekilde finansal derinliğin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Literatürde yapılan birçok çalışma ile aynı ve beklentiye uygun bulgular elde edilmiştir. İncelenen ülkeler açısından ekonomik yapılarına uygun şekilde finansal sektörlerini geliştirmeleri ekonomik büyümelerinin hızlandırılması bakımından önemli olduğu

sonucu elde edilmiştir. Ülkelerin hangi reel sektörün geliştirilmesi gerektiği ve dolayısıyla hangi reel sektörün finansal desteğe ihtiyaç duyduğunun belirlenmesi finansal sistemin daha etkin kullanılmasını sağlayacaktır. Etkin bir finansal sistemin ise ekonomik büyümeye ivme kazandıracaktır. Finansal derinleşme, erişim, etkinlik ve istikrar unsurları finansal gelişimin sağlanması bakımından birbirine bağlıdır. Sadece finansal derinliğin artışı tek başına yeterli olmamakta finansal gelişimin ülkeler tarafından bir bütün olarak ele alınması ve her alanında uygun politikalarla ekonominin desteklenmesi gerekmektedir.



KAYNAKÇA

- Ahokpossi, Calixte ve Ismail, Kareem ve Karmakar, Sudipto ve Koulet-Vickot, Mesmin “Financial Depth in the WAEMU: Benchmarking Against Frontier SSA Countries”, IMF Working Paper, Temmuz 2013
- Apergis, Nicholas ve Filippidis, Ioannis ve Economidou, Claire; “Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis”, Springer Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 143, No. 1, Nisan 2007, ss. 179-198
- Asghar, Nabila ve Hussain, Zakir; “Financial Development, Trade Openness And Economic Growth In Developing Countries Recent Evidence From Panel Data”, Pakistan Economic and Social Review, Vol.52, No.2 ss.99-126
- Arcand, J. Louis ve Berkes, Enrico ve Panizza,Ugo, “Too much finance?”, Springer Journal of Economic Growth, Vol. 20, No. 2 , Haziran 2015, ss. 105-148
- Ağayev, Seymur “Geçiş Ekonomilerinde Finansal Gelişme ve İktisadi büyüme İlişkisi”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt XXXII Sayı I, 2012, ss. 155-164
- Aydın, M. Kemal ve Ak, Mehmet Zeki ve Altıntaş, Nurullah “Finansal Gelişmenin Büyümeye Etkisi: Türkiye Özelinde Nedensellik Analizi”, Maliye Dergisi, Temmuz 2014
- Bagehot, W. (1873) Lombard Street, Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1962 edition
- Bakhtiar, Adnan Taleb “Financial Development And Economic Growth: Turkish Case”, Çankaya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos 2016
- Blancard, Oliver “Macroeconomics Third Edition”, 2003
- Tsuru, K. “Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature”, OECD Economics Department Working Papers, No. 22, 2000
- Patrick, Hugh T. “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, Economic Development and Cultural Change, Vol. 14, No. 2 (Ocak, 1966), s. 174-189

- Levine, Ross “Finance And Growth: Theory And Evidence”, National Bureau Of Economic Research Working Paper 10766, Eylül 2004
- Levine, Ross ve Zervos, Sara “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, The World Bank Policy Research Working Paper, Aralık 1996
- Loayza, Norman ve Ouazad, Amine ve Ranciere, Romain “Financial Development, Growth and Crisis: Is There a Trade-Off?”, World Bank Policy Research Working Paper 8237, 2017
- Lucas, Robert E. “On The Mechanics Of Economic Growth,” *Journal of Monetary Economics*, Cilt 22, Sayı 1, ss. 3-42, 1988
- Lynch, David “Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries, Developing Economies”, Mart 1996
- Galindo, Arturo ve Micco, Alejandro ve Ordonez, Guillermo “Financial Liberalization and Growth: Emprical Evidence”, Mayıs 2002, www.worldbank.org.tr
- Öztürk, Nurettin ve Barışık, Salih ve Darıcı Kılıç, Havva “Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 12, 2010, ss. 95-119
- ORUÇ, Semiye ve TURGUT, Ahmet “Finansal Derinleşme, İktisadi büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010)”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Dr. Mehmet YILDIZ Özel Sayısı 2014, ss. 109-118
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan “Ekonomi Politikası”, Şubat 2010
- Eğilmez, Mahfi “Küresel Finans Krizi”, Mart 2011
- Ergeç, Etem Hakan “Finansal Gelişme İle İktisadi büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi Ve Türkiye Örneği: 1988-2001”, Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt: 5 Sayı: 2 , Aralık 2004
- Altınok, Tevfik ve Ünal, Targan “Finansal Yönetim”, 2016
- Dinar, Gülenay Baş “Finansal Liberalizasyon ve İktisadi büyüme: Bir Literatür Çalışması”, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Temmuz 2012, ss. 109-135

- Karaca, Orhan “Finansal Gelişme ve İktisadi büyüme: Türkiye İçin Bir Nedensellik Analizi”, Journal of BRSA Banking & Financial Markets, Temmuz 2012
- Karan, M. Baha “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, 2013
- Kaya, Abdulkadir “2016 -Pay Piyasasına Dayalı Vadeli İşlem ve Spot Piyasalarının Öncü Gösterge Olma Özelliği: Borsa İstanbul Örneği”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Cilt: 10, Sayı: 1
- King, R.G. ve Levine, Ross “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, The Quarterly Journal of Economics, Ağustos 1993, ss.718-737
- Rajan, G. Raghuram ve Zingales, Luigi “Financial Dependence and Growth”, American Economic Review, Vol. 88: ss. 559-586
- Sahay, Ratna ve Čihák, Martin ve N’Diaye, Papa ve Barajas, Adolfo ve Bi, Ran ve Ayala, Diana ve Gao, Yuan Kyobe, Annette ve Nguyen, Lam ve Saborowski, Christian ve Svirydzienka, Katsiaryna ve Yousefi, Seyed Reza “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets”, IMF staff discussion note, SDN/15/08, Mayıs 2015
- Saeed, Abdullah ve Saleh, Shayem “Financial Depth And Efficiency, And Economic Growth Nexus In Saudi Arabia And Oman”, Review of Economic&Business Studies Vol. 11, Issue 2, ss. 105-112, 2018
- Szulczyk, Kenneth R. “Money, Banking, and International Finance”, 2010
- Čihák, Martin ve Demirgüç-Kunt, Aslı ve Feyen, Erik ve Levine, Ross “Benchmarking Financial Systems Around The World”, World Bank Policy Research Working Paper 6175, Ağustos 2012
- Čihák, Martin ve Demirgüç-Kunt, Aslı ve Feyen, Erik ve Levine, Ross “Financial Development In 205 Economies, 1960 To 2010”, National Bureau Of Economic Research Working Paper Series , Nisan 2013
- Beck, Thorsten ve Levine, Ross “Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality”, Temmuz 2001
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Beck, Thorsten ve Honohan, Patrick, “Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access”, A World Bank Policy Research Report, 2008

Demirgüç-Kunt,Aslı ve Klapper Leora	“Measuring Financial Inclusion: the Global Findex Database”, World Bank Policy Research Working Paper 6025, Nisan 2012
Demirgüç-Kunt, Aslı ve Feyen, Erik ve Levine, Ross	“The Evolving importance of banks and securities markets”, National Bureau Of Economic Research Working Paper 18004, Nisan 2012
Favara, Giovanni	“An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth”, Mayıs 2009
Gurley, John G. ve Shaw, Edward S.	“Financial Aspects of Economic Development.”, American Economic Review, Eylül 1955, 45(4), ss.515-38
Gründler, Klaus	“The Vanishing Effect Of Finance On Growth”, Kasım 2015
Levine, Ross	“Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, The World Bank Policy Research Working Paper-1678, 1999
Eschenbach, Felix	“Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, Tinbergen Institute Discussion Paper, 2004
Gibson, H.D. ve Tsakalotos, E.	“The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A critical survey”, Journal of Development Studies, 1994, ss. 578-628
Hassan, M. Kabir ve Sanchez, Benito ve Yu, Jung-Suk	“Financial development and economic growth: New evidence from panel data”, The Quarterly Review of Economics and Finance S1, 2011, ss. 88-104
Mollaahmetoğlu, Ebubekir	“Finansal Derinleşmenin Ekonomik Etkileri: Türkiye’nin Finansal Derinliği Ve Panel Veri Analizi”, İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Anabilim Dalı / İktisat Politikası Bilim Dalı, 2016
Oktayer, Asuman	“Finansal derinleşme ve iktisadi büyüme ilişkisi: Türkiye örneği”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt, sayı 2, 2008, ss. 45-74
Ozcan, Burcu ve Ari, Ayşe	“Finansal Gelisme ve İktisadi büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi: Türkiye Örneği”, Business and Economics Research Journal Volume 2 . Number 1 . , 2011, ss. 121-142

- Rousseau, P. R. ve Wachtel, P. "What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?", Ocak 2008
- Samargandi, Nahla ve Fidrmuc, Jan ve Ghosh, Sugata "Is the Relationship Between Financial Development and Economic Growth Monotonic? Evidence from a Sample of Middle-Income Countries", Science Direct [Vol. 68](#), Nisan 2015, ss.66-81
- Schumpeter, J.A. "The Theory of Economic Development" Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1911
- The Jakarta Post, Analysis "The importance of financial deepening in Indonesia, Andjarsari Paramaditha", Şubat 18, 2015
- Taylor, Lance "Structuralist Macroeconomics: Applicable models for the Third World", New York: Basic Books., 1983
- Yawe ,Bruno L. "Innovation and Financial Inclusion: A Review of The Literature", Haziran 2015, Jornual of Payments Strategy&Systems Volume 9 Number 3
- T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577 Finansal Yönetim-I
- Yay-Gürkan, Gülsün "Para ve Finans Teori-Politika", Kasım 2012
- Mishkin, Frederic S., çeviri: Şıklar, İlyas ve Çakmak, Ahmet ve Yavuz, Suat "Finansal Piyasalar ve Kurumlar", 2000
- www.spk.gov.tr Portföy Yöneticiliği Kitapçığı, Haziran 2016
- Eğilmez, Mahfi "Hazine", Ekim 2010
- <http://www.ekodialog.com>
- <http://www.tcmb.gov.tr>
- <http://www.bddk.org.tr>
- <http://www.spk.gov.tr>
- <http://www.borsaistanbul.com>
- <http://www.worldbank.org>
- <http://www.imf.org>

