

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞME ÖLÇÜTLERİNİN
FİNANSAL YAKINSAMAYA ETKİSİ:
AB, OECD VE APEC
ÜLKELERİ DENEYİMİ**

(DOKTORA TEZİ)

Jülide DAMADOĞLU

KOCAELİ 2021

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞME ÖLÇÜTLERİNİN
FİNANSAL YAKINSAMAYA ETKİSİ:
AB, OECD VE APEC
ÜLKELERİ DENEYİMİ**

(DOKTORA TEZİ)

Jülide DAMADOĞLU

Doç. Dr. Gülten DURSUN

KOCAELİ 2021

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

FİNANSAL GELİŞME ÖLÇÜTLERİNİN
FİNANSAL YAKINSAMAYA ETKİSİ:
AB, OECD VE APEC
ÜLKELERİ DENEYİMİ

(DOKTORA TEZİ)

Tezi Hazırlayan: Jülide DAMADOĞLU

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 05.01.2022/01

Jüri Başkanı: Doç. Dr. Gülten DURSUN

KOCAELİ 202

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
ÖNSÖZ.....	VI
ÖZET.....	VII
ABSTRACT	VIII
TABLolar LİSTESİ.....	XI
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL GELİŞME VE FİNANSAL YAKINSAMA: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE.....	5
1.1. FİNANSAL GELİŞME, FİNANSAL GELİŞMENİN TEMEL ÖLÇÜTLERİ VE YAKINSAMA	5
1.1.1. Finansal Gelişme	5
1.1.2. Finansal Gelişmenin Temel Ölçütleri.....	9
1.1.2.1. Miktar Ölçütleri	10
1.1.2.1.1. Parasal Ölçütler.....	10
1.1.2.1.2. Kredilerle İlgili Ölçütler	11
1.1.2.1.3. Sermaye Piyasası Ölçütleri	12
1.1.2.1.4. Mali Varlık Stoku Ölçütleri	14
1.1.3. Yapısal Ölçütler	14
1.1.4. Finansal Fiyatlar	15
1.1.5. Ürün Çeşitliliği	15
1.1.6. Değişim Maliyeti	16
1.2. FİNANSAL GELİŞMENİN BELİRLEYİCİLERİ.....	17
1.2.1. Ekonomik Gelişme	17
1.2.2. Dış Ticaretin Liberalizasyonu.....	18
1.2.3. Finansal Liberalizasyon	19
1.2.4. Sermaye Hesabının Liberalizasyonu	20
1.2.5. Kurumların Yapısı ve Sosyal Sermaye.....	21
1.2.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması.....	22

1.2.7. Mevduat Sigortası Varlığı.....	23
1.2.8. Mali Politikalar	24
1.2.9. Finansal Sektördeki Kamu Mülkiyeti	24
1.2.10. Beşeri Sermaye	25
1.2.11. Doğal Kaynak Bağımlılığı.....	25
1.2.12. Yasal Mevzuat Kaynağı.....	26
1.2.13. Makroekonomik Politikalar	27
1.2.14. Diğer Finansal Belirleyiciler.....	27
1.3. YAKINSAMA VE YAKINSAMA HİPOTEZİ	28
1.3.1. Yakınsama Kavramı	28
1.3.1.1. Koşullu Yakınsama.....	29
1.3.1.2. Koşulsuz Yakınsama	29
1.3.2. İraksama (Divergence).....	30
1.3.3. Yakınsamaya Yol Açan Faktörler	31
1.3.3.1. Teknolojik Yayılma	31
1.3.3.2. Küreselleşmenin Rolü.....	32
1.3.4. Yakınsama Türleri	35
1.3.4.1. β - Yakınsaması ve σ – Yakınsaması	35
1.3.4.2. Kulüp Yakınsaması.....	38
1.3.4.3. Deterministik ve Stokastik Yakınsama.....	40
1.4. MODERN BÜYÜME TEORİLERİNDE YAKINSAMA HİPOTEZİ.....	41
1.4.1. Neoklasik Büyüme Modeli	42
1.4.1.1. Solow-Swan Büyüme Modeli.....	42
1.4.2. Genişletilmiş Neoklasik Büyüme Modeli (MRW Modeli)	49
1.4.3. İçsel Büyüme Teorileri	51
1.5. FİNANSAL GELİŞME VE BÜYÜME	54
1.6. FİNANSALLAŞMA VE FİNANSAL YAKINSAMA.....	59

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANSAL SİSTEMLER VE FİNANSAL PİYASALAR.....	63
2.1. FİNANSAL SİSTEMLERİN FONKSİYONLARI	67
2.3. FİNANSAL SİSTEMLERİN UNSURLARI.....	70

2.3.1. Fon Arz Edenler.....	71
2.3.2. Fon Talep Edenler.....	71
2.3.3. Finansal Araçlar.....	71
2.3.3.1. Para Piyasası Finansal Araçları	73
2.3.3.2. Sermaye Piyasası Finansal Araçları.....	73
2.3.3.3. Merkez Bankaları.....	74
2.3.3.4. Ticari Bankalar	76
2.3.3.5. Uluslararası Finansal Kuruluşlar	77
2.3.3.5.1. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)	78
2.3.3.5.2. Uluslararası Para Fonu (IMF).....	80
2.3.3.5.3. Dünya Bankası (WB).....	83
2.3.3.5.4. Basel Komiteleri	85
2.3.3.5.5. Diğer Finansal Kurumlar	86
2.4. YASAL KURUMSAL DÜZENLEMELER.....	87
2.5. FİNANSAL PİYASALAR VE ÇEŞİTLERİ.....	88
2.5.1. Birincil ve İkincil Piyasalar	88
2.5.2. Para ve Sermaye Piyasaları.....	89
2.5.3. Hisse Senetleri Piyasaları	90
2.5.4. Tahvil Piyasaları	93
2.5.5. Spot Piyasalar	93
2.5.6. Türev Piyasalar	94
2.5.6.1. Forward İşlemleri	94
2.5.6.2. Futures İşlemleri	95
2.5.6.3. Swap İşlemleri	95
2.5.6.4. Opsiyon İşlemleri	96
2.5.7. Döviz Piyasaları.....	96
2.6. ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMLER VE ÇEŞİTLERİ	97
2.6.1. Uluslararası Banka Temelli Finansal Sistemler.....	99
2.6.2. Uluslararası Sermaye Piyasası Temelli Finansal Sistemler.....	102
2.6.3. Finansal Hizmetler.....	105
2.7. FİNANSAL SİSTEMLERİN KARŞILAŞTIRILMASI: AB, OECD VE APEC ÜLKELERİ.....	107
2.7.1. AB Ülkelerinde Ekonomik Entegrasyon ve Finansal Sistem.....	107

2.7.2. OECD Ülkelerinde Finansal Sistem ve Yapısal Değişim.....	109
2.7.3. APEC Ülkelerinde Ekonomik Kalkınma ve Finansal Sistem.....	110
2.8. TARİHSEL SÜREÇTE FİNANSAL SİSTEMLER: SEÇİLMİŞ ÜLKE DENEYİMLERİ.....	115
2.8.1. Hollanda Cumhuriyeti	115
2.8.2. Büyük Britanya	116
2.8.3. Amerika Birleşik Devletleri.....	118
2.8.4. Fransa ve Almanya	120
2.8.5. Japonya	124

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİNANSAL GELİŞME ÖLÇÜTLERİNİN FİNANSAL YAKINSAMAYA ETKİSİ: AB, OECD VE APEC ÜLKELERİ DENEYİMİ	129
3.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ	129
3.2. MODEL VE VERİ SETİ.....	142
3.3. YÖNTEM.....	151
3.3.1. Kısa T Dinamik Panel Veri Modelleri	151
3.3.1.1. Geleneksel Tahmincilerin Uyumsuzluğu	152
3.3.1.2. Enstrumental Değişkenler ve GMM.....	153
3.3.1.2.1. Anderson ve Hsiao.....	153
3.3.1.2.2. Arellano ve Bond.....	154
3.3.1.2.3. Ahn ve Schmidt	156
3.3.1.2.4. Arellano ve Bover.....	157
3.3.1.2.5. Blundell ve Bond	158
3.3.1.3. En Çok Olabilirlik Tahmini	159
3.3.2. Varsayımdan Sapmalar ve Karşılaşılan Problemler	161
3.3.2.1. Değişen Varyans Problemi	161
3.3.2.2. Otokorelasyon Problemi	161
3.3.2.3. İçsellik ve Zayıf Araçlar Problemi	162
3.3.3. Dinamik Panel Veri Modellerinde Testler.....	163
3.3.3.1. İçsellik Testleri	163
3.3.3.2. Aşırı Tanımlama Kısıtlarının Testleri.....	164

3.3.3.3. Otokorelasyon Testi.....	164
3.3.3.4. Wald testi	165
3.4. TAHMİN SONUÇLARI.....	165
3.4.1. AB Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması	166
3.4.2. OECD Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması	178
3.4.3. APEC Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması.....	188
3.5. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	199
SONUÇ.....	202
KAYNAKÇA	213
EKLER.....	250
ÖZGEÇMİŞ.....	262

ÖNSÖZ

Her anı emek ve yoğun çalışma ile geçen uzun soluklu bir süreçten sonra nihayet yolun sonuna gelip bu çalışmayı tamamlama mutluluk ve huzuruna erişebildim. Öncelikle tez çalışma konumun, içeriğinde bahsedilen konularda araştırma yapan bilim insanlarına ve bu konulara ilgi duyan herkese katkıda bulunmasını temenni ediyorum. Bu tezin ortaya çıkmasında en çok emeği geçen gerek akademik birikimi gerekse hayat öğretileri ile her aşamada yanımda olan ve desteğini hiç esirgemeyen, geceler boyunca uykusuz kaldığımız, bana yol gösteren pek kıymetli Danışman Hocam Doç. Dr. Gülten DURSUN'a gönülden teşekkürlerimi ve minnetlerimi sunarım. Tez izleme aşamalarında yorum, eleştiri ve katkıları için değerli hocalarım Prof. Dr. Ayhan ORHAN'a ve Doç. Dr. Ferhat PEHLİVANOĞLU'na ve tez savunma jürimde yer alan kıymetli hocalarım Prof. Dr. Yüksel BAYRAKTAR ve Prof. Dr. Hilal YILDIZ'a fikir ve önerilerini paylaştıkları için ayrı ayrı teşekkürlerimi sunuyorum. Eğitim hayatım boyunca maddi, manevi desteklerini esirgemeyen kıymetli annem ve kardeşime, bu süreçte çalışmama olanak sağlayarak destek veren sevgili eşime ve birlikte geçirebileceğimiz zamanlarımızdan çaldığım yeğenim Nisan ANDIÇ'e teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca engin bilgileri ile bizi ekonometrik anlamda aydınlatan Prof. Dr. Ali Cevat TAŞIRAN Hoca'ma ve yardımlarını ve desteğini hiç esirgemeyen Öğr. Gör. Deniz GÖKTAŞ Hoca'ma teşekkürü bir borç bilirim.

Jülide DAMADOĞLU

Kocaeli, Aralık 2021

ÖZET

Küreselleşmeyle ülkeler arası entegrasyon ve ekonomik birleşmeler yaygınlık kazanmış, özellikle 2000’li yıllardan sonra artmıştır. Literatürde yer alan en önemli hipotezlerden biri finansal yakınsamanın daha çok belli bir finansal gelişmişlik kritik noktasının üzerinde olan ülkeler arasında daha yüksek hızla gerçekleştiğine dairdir. Yatırımlar az gelişmiş, getirinin yüksek olduğu ülkelere yöneldikçe şirket satın almaları ve birleşmeleri ile reel sektördeki firmaların değerlerini arttırarak hisse senetleri piyasalarının gelişmesine sebep olmaktadır. Artan üretim hacmi ve istihdam daha yüksek refah seviyesi demektir. Bu bağlamda çalışmada finansal yakınsama kişi başı gelir yakınsaması teorisi temel alınarak incelenmiştir.

Tezin amacı bankacılık ve sermaye piyasalarında finansal yakınsamanın varlığını AB, OECD ve APEC ülkelerinde ampirik olarak incelemektir. Temel hipotezi finansal olarak başlangıç yapısal özellikleri benzer olan ülkelerin daha hızlı yakınsayacağıdır. Tezde 1994-2017 döneminde 3 yıllık veriler Dinamik Panel Veri Sistem GMM tahmincisiyle analiz edilmiştir. Analizlerin sonucunda AB ülkeleri ve OECD ülkelerinde her iki piyasada güçlü bir yakınsama tespit edilirken, APEC ülkelerinde özellikle banka piyasalarında diğerlerinden oldukça düşük yakınsama tespit edilmiştir. Tezin diğer çalışmalardan farklılaştığı noktalar: i) Bölgeler arasındaki farklılıkların banka ve piyasa temelli finansal gelişme göstergeleriyle araştırılması, kıyaslanması ii) İki den daha fazla ülke grubuyla finansal yakınsamanın test edilmesi ve kıyaslanması iii) Veri kısıtı olan APEC ülkeleriyle çalışılması iv) Bankaların piyasa rekabet gücünü gösteren Lerner endeksinin kullanılmasıdır.

Çalışmadan çıkan sonuç finansal olarak az gelişmiş ülkelerin diğer ülkelere yaklaşabilmeleri için gerekli kurumsal denetimlerin gerçekleştirilmesi, maliyetlerin azaltılması, rekabetin arttırılması, liberalizasyonun hızlandırılması, istikrarlı makroekonomik politikaların uygulanması ve finansal kaynakların en efektif ve etkin şekilde kullanılacağı bir geleceğe doğru evrilmesi gerektiğidir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Yakınsama, Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu, Entegrasyon, Ekonomik Birlik, Ekonomik Büyüme.

ABSTRACT

Along with globalization, integration between countries and economic unions have become widespread, especially after the 2000's. One of the most important hypothesis in the literature is that financial convergence occurs more rapidly among countries that are above a certain critical point of financial development. As investments flow to underdeveloped countries with high returns, mergers and acquisitions increase the value of companies in the real sector, leading to the development of stock markets. Increased production volume and employment mean higher levels of welfare. Within this context, in this thesis, financial convergence is analysed based on the theory of per capita income convergence.

The aim of the thesis is to analyse empirically the existence of financial convergence in banking and capital markets in EU, OECD and APEC countries. Its main hypothesis is that countries with similar initial financial structural characteristics will converge faster. In the thesis, 3-year data for the period of 1994-2017 were analyzed with the Dynamic Panel Data System GMM estimator. As a result, a strong convergence was detected in both markets in EU and OECD countries, while lower convergence was detected especially in banking markets of APEC countries. The points where the thesis differs from others are: i) Researching the differences between regions with bank and market-based financial development indicators ii) Testing and comparing of financial convergence with more than two country groups iii) Working with APEC countries with data constraints iv) Using the Lerner index, which shows the market competitiveness of banks .

The result of the study is that in order for the financially underdeveloped countries to converge to the other countries, necessary institutional controls should be realised, costs should be reduced, competition should be increased, liberalization should be accelerated, stable macroeconomic policies should be implemented and financial resources should be used in the most effective and efficient way.

Keywords: Financial Convergence, SGMM, Integration, Economic Union, Economic Growth.

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
APEC	Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği
AR	Auto Regressive (Oto regresif)
AR-GE	Araştırma Geliştirme
ASEAN	The Association of Southeast Asian Nations (Güneydoğu Asya Uluslar Birliği)
BDH	Borsa Devir Hızı
BIS	The Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BK	Borsa Kapitalizasyonu
BKO	Borsa Kapitalizasyon Oranı
BO	Borsa Oynaklığı
BOP	Balance of Payment (Ödemeler Dengesi)
CLMV	Cambodia, Laos, Myanmar, and Vietnam (Kamboçya, Laos, Myanmar Birliği Cumhuriyeti, Vietnam.
DA	Dışa Açıklık Oranı
DBV	Mevduat Bankası varlıkları
DSGE	Dinamik Stokastik Genel Denge
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EKK	En Küçük Kareler
EMU	Economic and Monetary Union (Ekonomik ve Parasal Birlik)
ENF	Enflasyon Oranı
EU	European Union (Avrupa Birliği)
FSB	The Financial Stability Board (Finansal İstikrar Kurulu)
FINTECH	Financial Technology (Finans Teknolojisi)
FRA	Forward Agreement (Forward Anlaşması)
KGSYİH	Gross Domestic Product Growth Rate Per Capita (Kişi başına Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı)
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası)
ICSID	International Centre for Settlement of Investment Disputes (Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıklarının Çözüm Merkezi)
IDA	The International Development Association (Uluslararası Kalkınma Birliği)
IFC	International Finance Corporation (Uluslararası Finans Kurumu)
IFI	International Financial Institutions (Uluslararası Finansal Kuruluşlar)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IPO	Initial Public Offering (Halka Arz)
KGSYİH	Kişi Başına Büyüme Oranı
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LERNER	Lerner Endeksi
LM	Lineer Model
LS	Likidite Yükümlülüğu
M1	Dar Para Arzı Tanımı (Nakit Para+Vadesiz Mevduat+Çek)

M2	M1+Kısa Dönem Vadeli Mevduatlar
M2Y	M2+ Döviz Tevdiat Hesapları
M3	M2 + Resmi mevduat + TCMB diğer mevduatları
MBV	Merkez Bankası varlıkları
MDB	Çok Taraflı Kalkınma Bankaları
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency (Çok Taraflı Yatırımlar Garanti Ajansı)
MRW	Mankiw Romer Weil
NBFI	Non-Bank Financial Institution (Banka Dışı Finansal Kurumlar)
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
OTC	Over the Counter (Tezgahüstü)
ÖSYK	Özel Sektöre Verilen Krediler
R&D	Research and Development (Araştırma ve Geliştirme)
SGMM	Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (System generalize method of moments)
SDR	Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights)
SMP	Single Market program (Tek Pazar Programı)
TMVS	Toplam Mali Varlık Stoku
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (Devredilebilir Menkul Kıymet Müşterek Yatırım Fonu Girişimleri)
WB	World Bank (Dünya Bankası)
YİTK	Yurtiçi Toplam Kredi Hacmi
YSE	Yeni Sanayileşen Ekonomiler

TABLolar LİSTESİ

Grafik 1.1. Solow-Swan Modeli'nin Dinamiği.....	43
Tablo 1 Literatür Taraması.....	136
Tablo 2 Finansal Yakınsama için Kullanılan Değişkenler.....	144
Tablo 3. Ülkelere İlişkin Açıklamalar.....	148
Tablo 4 : AB Ülkeleri İçin Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	167
Tablo 5: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (AB Ülkeleri).....	172
Tablo 6: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (AB Ülkeleri).....	177
Tablo 7 : OECD Ülkeleri İçin Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	180
Tablo 8: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (OECD Ülkeleri).....	184
Tablo 9: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (OECD Ülkeleri).....	187
Tablo 10 : APEC Ülkeleri İçin Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	190
Tablo 11: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (APEC Ülkeleri).....	194
Tablo 12: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama 2 Aşamalı SGMM Tahmin Sonuçları (APEC Ülkeleri).....	198
EK 1 Tablo: 4 Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları.....	250
EK 1 Tablo: 9 Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları.....	250
EK 1 Tablo: 19 Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları.....	251
EK 2 Tablo: 5 Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	251
EK 2 Tablo: 10 Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	252
EK 2 Tablo: 20 Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	252
EK 3 Tablo: 6 Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları.....	253
EK 3 Tablo: 11 Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları.....	254
EK 3 Tablo: 21 Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları.....	255
EK 4 Tablo 7: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları...256	
EK 4 Tablo 12: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları..257	
EK 4 Tablo 22: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları..258	
EK 5 Tablo 8: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (AB Ülkeleri).....	259
EK 5 Tablo 16: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (OECD Ülkeleri).....	260
EK 5 Tablo 24: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (APEC Ülkeleri).....	261

GİRİŞ

Dünya genelinde 1970'lerin başından bu yana, bankacılık sektöründe ve finansal yeniliklerde önemli ölçüde liberalleşme olmuştur. Süreç, tüm finansal sistemlerin merkezinde yer almaya devam eden bankaların yeniden düzenlenmesiyle kolaylaştırılmıştır. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip olmak, ekonomik kalkınma için son derece önemlidir ve güçlü finansal sektör gelişiminin sağlanması, büyüme ve yoksulluğun azaltılmasına katkıda bulunmaktadır. Finansal sistemlerin yakınsaması finansal araçların çoğalmasına, etkin denetim mekanizmalarının oluşmasına, maliyetlerin azaltılıp üretimin ve tasarrufun artmasına ve aynı zamanda kurumsal yönetim mekanizmalarının da gelişerek yakınsamasına yol açmaktadır. Teknoloji ve finansal türevlerin kullanımının artmasıyla finansal piyasalara erişimin hızlanması finansal yakınsamaya olan ilgiyi de artırmıştır. Finansal aracılık sektörünün performansını ve verimliliğini iyileştirmeyi amaçlayan deregülasyon politikalarının sonuçlarının değerlendirilmesinde finansal entegrasyon ve yakınsama kanıtlarının son derece önemli olduğu düşünülmektedir.

Finansal entegrasyon sermaye akımlarını hızlandırmakta ve daha yüksek ekonomik büyüme ve getiriye sebep olmaktadır. Ülkelerarası sermaye hareketleri küreselleşme ile her ne kadar 1980'li yıllarda başlasa da teknolojinin hızlı ilerlemesi ve sermayenin yüksek getiri arzusu ile 2000'li yıllarda hızlanmıştır. Daha iyi ve gelişmiş finansal sisteme sahip olan ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme elde edeceği konusundaki görüşler her geçen gün artmaktadır. Bunun yanında her ne kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmenin finansal yakınsamaya neden olacağı savunulsa da finansal olarak yeterince gelişmemiş ülkelerde diğer ülke gruplarından ayrışma, finansal ırsama görülebilmektedir. Özellikle entegrasyon içerisindeki ülkelerde emeğin görece düşük maliyetiyle ilgili olarak her ülke düşük maliyetle üretebildiği ürünlerde uzmanlaşacak, olası bir sektörel şokta bu ülkeler daha çok etkilenecek entegrasyon içindeki ülkelere farklı büyüme trendi göstererek ayrışabilecektir. Bu bağlamda ticari ve finansal açıklık finansal ırsamanın yanında finansal kırılganlıklara ve krizlere de sebep olabilmektedir.

Yakınsama konusunda yapılan analizler Neoklasik Büyüme Modeli çerçevesinde daha ziyade reel ekonomik süreçlerde ağırlık kazanmıştır. Kişi başına gelir, enflasyon, işsizlik, kamu borcu ve verimlilik gibi alanlar yakınsama araştırmalarının belli başlı alanları olmuştur. Finansal yakınsama konusu ise finansal istikrar ve piyasaların birbirine bağımlılığı üzerinden değerlendirmelere konu olmuştur. Avrupa'da finansal entegrasyon, büyük ölçüde küresel piyasalarla entegrasyon sürecinde ticaret ve finansal reformların işletilmesine yönelik olmuştur. Asya bölgesinde ülkeler liberal politikalara uyum sağladıkça ticaret ve sermaye akımlarını artırmışlar; bölgesel entegrasyon çabalarında ise Avrupa Birliği çerçevesi, ticaret ve finans anlamında yol gösterici olmuştur. Finansal yakınsama, ortak para alanlarında tahvil getirilerinin yakınsaması olarak analizlere konu olurken, gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasaları, döviz ve faiz oranları ile kredi türevleri ve devlet tahvillerinin yakınsaması olarak analiz edilmiştir.

Bu bağlamda finansal yakınsama eğilimine yönelik temel problem iki görüş etrafında tartışılmaktadır. İlk görüş küreselleşme, ekonomik entegrasyon, düzenleyici kurallar ve kurumsal yönetişimin uyumlaştırılması ile finansal sisteme ilişkin özelliklerin yakınsamaya yol açtığı üzerinedir. İkinci görüş küreselleşme ve finansal piyasaların entegrasyonuna rağmen, bu özelliklerin heterojen kaldığı yönündedir. Diğer yandan finansal yakınsama finansal alanda düzenlemelerin uyumlaştırılması, denetim ve finansal sisteme ilişkin bir ortaklığın oluşturulması için önemli kabul edilmektedir. Bu nedenle finansal yakınsamaya yol açan temel ölçütlerin derinlemesine araştırılması önem arz etmektedir. Finansal yakınsamaya yönelik yapılan sınırlı sayıda araştırma olsa da genel olarak belirli bölgeler üzerine yapılan çalışmalar banka temelli ya da piyasa temelli ölçütler üzerinden şekillenmiştir. Her iki ölçütün bir arada dikkate alınması yakınsama hızının doğru belirlenmesi açısından önemlidir. Finansal yakınsamanın varlığı ya da yokluğu ve finansal yakınsama ölçütlerinin yakınsama hızına etkisinin yanı sıra makro göstergelerin etkisinin de anlaşılması finansal politika ve düzenlemeler hakkında uygulanacak politika bilgisinin elde edilmesi açısından önemli olacaktır.

Bu çalışmanın temel amacı Avrupa Birliği, OECD ve APEC bölgelerinde bankacılık ve piyasa temelli finansal gelişme ölçütlerini dikkate alarak, 1994-2017

dönemi için finansal yakınsamanın gerçekleşip gerçekleşmediğinin araştırılmasıdır. Finans sistemlerinin uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu varsayımı ve inancı sadece gelir yakınsaması değil, aynı zamanda finansal yakınsamaya yönelik bazı soruların cevaplanmasını gerektirmiştir. Finansal gelişme ölçütlerinden hangileri yakınsama hızında artışa neden olmaktadır? Finansal yakınsama, finansal olmayan faktörlerin de bir sonucu mudur? Bölgeler içerisinde geliri görece düşük olan ülkelerin finansal sektörlerine ilişkin ölçütleri yüksek gelirli ülkelere yakınsama eğilimi sergilemekte midir? Yakınsama eğilimi söz konusu ise en etkili gösterge ya da göstergeler hangileridir? Dikkate alınan bölgeler itibarıyla bu göstergeler farklılık içermekte midir? Finansal yakınsama hızında çeşitli dinamik ve faktörlerden kaynaklanan yavaşlama ya da hızlanma görülmekte midir? Bu sorulara verilecek yanıtlar ülke gruplarının finansal açıdan belli bir düzeyde yakınsama eğilimini açığa çıkararak, finans sektörüne ilişkin temel misyonlarını gerçekleştirmeye yönelik önemli çıkarımlara neden olacaktır. Finansal yakınsamanın altında yatan temel ölçütlerin keşfedilmesi bölgeler arasında uzun vadeli büyüme farklılıklarının da anlaşılmasını beraberinde getirecektir.

Bu çalışmanın literatüre temel katkısı birkaç yönlüdür.

- I) İlk olarak önceki çalışmalarda yer alan ölçütlerin yanı sıra dikkate alınmayan banka ve piyasa temelli hangi finansal gelişme ölçütlerinin bölgeler arasındaki farklılıkları açıklayabildiğini araştırmak;
- II) Bu ölçütlerin ampirik analizini gerçekleştirmek ve
- III) Finansal olarak daha gelişmiş ekonomilerde finansal yakınsama hızını belirleyen temel özelliklerin belirlenmesidir.

Bu çalışmada veri kısıtı altında çok sayıda bankacılık ve piyasa ölçütüyle çalışılmış; aynı zamanda bankacılık sektöründe zaman içinde rekabetçi davranıştaki eğilimi belirlemeye çalışmak için önceki literatürden farklı olarak Lerner piyasa gücü endeksi kullanmıştır. Bu ilişkiyi analiz etmek önemlidir; çünkü kredi piyasaları için hesaplanan Lerner endeksi yoluyla piyasa gücündeki yükselişlerin finansal yakınsama hızındaki rolünün netleştirilmesi, bu alandaki gelişmeleri destekleyen hükümet politikalarına yol açabilir. AB, OECD ve APEC gibi bölgeler için tahmin

edilecek yakınsama hızının, bölgelerin finansal gelişme farklarını da ortaya koyması açısından da bu çalışma önem taşımaktadır.

Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın 1. bölümünde finansal gelişme ve finansal gelişme ölçütlerinin tanımlamaları yapılmış, finansal gelişmenin belirleyicilerine ve finansal gelişmeye etkilerine yer verilmiştir. Yakınsama hipotezi ve teorik alt yapısı ve yakınsama türleri anlatılmış, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ve finansallaşma ve finansal yakınsama arasındaki etkileşimler detaylıca ele alınmıştır.

Çalışmanın 2. bölümünde finansal piyasalar ve finansal sistemlerin tanımlamalarına ve çeşitlerine yer verilmiş, finansal sistemlerin fonksiyonları ve unsurları açıklanarak, finansal kurumlar ve finansal araçların görevleri belirtilmiştir. AB, OECD, APEC ülke gruplarındaki 1980'lerden bu yana gerçekleşen finansal sistemlerdeki yapısal değişime, finansal gelişme ve ekonomik kalkınmaya değinilmiştir.

Çalışmanın 3. bölümünde analizde kullanılan panel veri metodolojisi tanımlanarak ampirik analiz bulgularına yer verilmiştir. AB, OECD ve APEC bölgeleri için yapılan analiz, 1994-2017 dönemi 3 yıllık ortalama veriler ve Dinamik Sistem GMM yaklaşımını içermektedir. Tez çalışması sonuç bölümüyle tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL GELİŞME ve FİNANSAL YAKINSAMA: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1.1. FİNANSAL GELİŞME, FİNANSAL GELİŞMENİN TEMEL ÖLÇÜTLERİ VE YAKINSAMA

1.1.1. Finansal Gelişme

Finansal gelişme, gelişmekte olan ülkelerde “reel” ekonominin özelleştirilmesiyle gerçekleşen dinamik bir süreçtir (Von Furstenberg ve Fratianni, 1996). Standart finansal gelişme ölçütleri, finansal kaynakları en verimli kullanım alanlarına tahsis etme kapasitesini ölçen bir finansal verimlilik ölçütünden ziyade niceliksel ölçütlerdir (Aizenman vd., 2015). Gertler ve Rose (1994) finansal gelişmeyi iç finansman ve dış finansman olarak ele alarak aracılık işlemlerinde, kredi piyasalarında gelişme, uluslararası sermaye piyasalarına entegrasyonun gelişmesi ve kredi ve mevduat faizleri arasındaki marjın küçülmesi olarak tanımlamaktadır. Khan ve Semlali (2000) ise, finansal gelişmeyi piyasalara ve hizmetlerine hanehalkı ve firmaların daha çabuk ulaşması şeklinde ifade etmiştir. Finansal sistemin genişlemesi ile etkinlik artmakta ve bunun sonucunda finansal gelişme sağlanmaktadır. Finansal gelişme, etkin aracılık ve etkin finansal piyasalara yol açan politikalar, faktörler ve kurumlar olarak ta belirtilmektedir. Bir ülkede finansal gelişme derecesi ne kadar yüksekse, finansal hizmetlerin kullanılabilirliğinin de o kadar geniş olacağı görülmektedir. Gelişmiş bir finansal sistem, daha az riskle daha yüksek getiri sunmaktadır (Adnan, 2011).

Finansal gelişme hem piyasada kullanılan finansal araçların çeşitliliğinin artması ve kullanımı hem de finansal piyasaların gelişmişliği anlamında kullanılmaktadır (Erim ve Türk, 2005). Kavramsal olarak finansal gelişme; finansal kurumların, finansal piyasaların ve finansal araçların gelişmesini, büyümesini ve

etkin kullanılmasını ifade etmektedir (Kar ve Taş, 2004: 170). Finansal gelişme, finansal sistemin büyüklük ve yapısal olarak uğradığı pozitif dönüşümü de nitelemektedir. Öncülüğünü Shaw'ın (1973) üstlendiği bu görüşe göre, finansal sistemin gelişmesi finansal derinleşme kavramı ile bağdaşmaktadır.

Gelişmiş bir finansal sistem kurumsal politikaları, düzenlemeleri, yasaları ve denetimi içermektedir. İşlevsiz kurumlar finansal gelişmenin önündeki en önemli engellerden biridir. Sözleşme yaptırımı ise, her iki tarafa da koruma sağladığı için herhangi bir ülkede hukukun üstünlüğünün en önemli unsurlarından biri olarak kabul edilmektedir. Sermaye hesabı liberalizasyonu da bir ülkenin hukuk sistemi güçlü ise o ülkede daha iyi bir şekilde hizmet etmektedir (De la Torre vd., 2011). Finansal gelişmenin ikinci önemli unsuru, iş ortamı olarak kabul edilmektedir. Nitelikli işgücü bulunması, fiziksel ve teknolojik altyapı ve iş yapmanın maliyeti açısından daha iyi bir finansal sistem için önemlidir. Nitelikli işgücü bulunması, finansal hizmetlerin kalitesinin iyileştirilmesine yardımcı olmaktadır. Finansal istikrar, riskler ve getiriler arasındaki dengedir. Bir finansal sistemin istikrarı ve sağlamlığı, finansal gelişmeyi ölçmek için önemlidir. Finansal düzenlemeler bu bağlamda kilit bir unsurdur.

Daha gelişmiş bir finansal sistem yeni yabancı finansal yatırımların sisteme katılmasını kolaylaştıracağından rekabet aracılığı ile finansal sistemin daha verimli ve etkin kullanılmasına olanak yaratmaktadır. Finansal gelişme ekonomiye daha fazla yatırım getirerek ve yatırım verimliliği ortalamasını arttırarak ekonomik büyümenin hızlanmasına sebep olmaktadır. Finansal sistemin gelişmesi beraberinde teknolojik gelişmeyi de teşvik etmektedir. Finansal gelişme tasarrufların çoğalmasında önemli bir unsur olduğundan, tasarruf edenlerin riski azalıp portföy çeşitliliği artacağından, kazançları da artmaktadır. Etkin finansal sistemler, dış finansmana ihtiyaç duyan sektörlerle rekabetçi avantaj olanağı sağlamaktadır (Rajan ve Zingales, 1998a).

Finansal gelişmenin etkilerini finansal krizlerde de görmek mümkündür. Büyük Buhran 1929'dan 2008 Küresel Finans Krizi'ne kadar olan dönemde finans sektörünün ekonomik büyüme için önemi giderek güçlenmiş, 1970 petrol krizinden sonra ülkeleri borç krizinden kurtarabilmek için finansal liberalizasyon artmıştır.

2008 Küresel Finans Krizi finansal sektörün ülkeler üzerinde ne kadar etkili ve etkin olduğunu göstermiştir. Nitekim ABD finans sektöründe başlayan kriz çok kısa sürede dünyadaki tüm ülkelere yayılmıştır (Erdem vd., 2011: 49).

Finansal gelişme 1980'lerden bu yana önemini korumaktadır. Bir ülkenin ekonomik büyümesi, nüfusuna giderek daha farklı ve çeşitli ekonomik mallar tedarik etme kapasitesindeki uzun vadeli bir artış olarak tanımlanmaktadır. Bu artan kapasite, gelişen teknolojiye ve talep ettiği kurumsal ve ideolojik düzenlemelere dayanmaktadır (Kuznets, 1973: 247). Tasarrufların arttırılması yatırımların arttırılmasına, yatırımların arttırılması da ekonomik büyümeye imkân tanıyacağından gelişmiş bir finans sistemine olan ihtiyacı arttırmaktadır. Tasarruf sahipleri güvenli bir yatırım ortamı, likidite ve makul oranda bir getiri elde ettiklerinde tasarrufların ekonomiye aktarılmasını sağlamaktadırlar.

İçsel büyüme ile ilgili literatür, finansal araçların ekonomik büyümede oynadıkları olumlu rolü desteklemektedir. Araştırmacılar finansal gelişme tasarruf oranını arttırabilir, yatırımı canlandırabilir, sermayenin erken tasfiyesini önleyebilir, dış finansmanın maliyetini düşürebilir, sermaye dağıtımının etkinliğini artırabilir ve daha üretken teknolojik tercihler temin edebilir görüşünü savunmaktadır ve bu faktörlerin ekonomik büyümeye yol açacağı görüşünde birleşmektedirler (Amable vd., 2004; Bencivenga ve Smith, 1991; Bencivenga vd., 1995; Benhabib ve Spiegel, 2000).

Finansal sistem önemini daha çok kaynak tahsisinde göstermektedir. Finansal sistemin gelişmemiş olduğu ekonomilerde bilgi eksiklikleri oluşmakta, fon transferleri hem daha uzun sürede gerçekleştirilmekte hem de maliyetli olmaktadır (Levine, 1997). Finansal sistemin önemi piyasa etkinsizliklerinin olduğu bir ortamda kaynak dağılımını iyileştirebilmesinde yatmaktadır. Kaynak dağılımı iyileşmesinin gerçekleşebilmesi beş önemli faktöre bağlıdır:

I) Yatırım projeleri hakkında bilgi edinme ve kaynakların verimli alanlara kaydırılması

II) İzlenme ve kurumsal yönetim

- III) Riskin yönetilmesi
- IV) Tasarrufların toplanması ve harekete geçirilmesi
- V) Mal ve hizmet ticaretinin kolaylaştırılması

Bu faktörler ekonomik büyümeyi sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliği kanallarından etkileyebilmektedir. Tasarruflar yatırımların üretken sektörlerde değerlendirilmesi ile sermaye birikimine ve yüksek çıktı artışına neden olmaktadır. Finansal teknolojilerin, ekonomik birimler arasındaki bilgi farklılıklarını azaltma ve yatırım projelerinin izlenmesini kolaylaştırma gibi olumlu etkileri olmaktadır. Tüm bu olumlu etkiler ise ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Finans piyasalarının, tüm ekonomik sistemin beyni olarak kabul edilmesi, karar vermenin temel merkezi olarak görülmesi, finansal sistem başarısız olduğunda tüm ekonomik sistemin performansının düşmesi anlamına geldiğinden, finans sektörü ve finansal gelişme tüm sektörler için çok önemlidir (Stiglitz, 1994: 20-21).

Finansal sistemler, mal ve hizmet alışverişi için bir ödeme sistemi, fonların toplanması için bir mekanizma, ekonomik kaynakların transferi için bir yol olmaktadır. Finansal sistemler aracılığı ile sistemdeki belirsizlik yönetilebilmekte, risk kontrol edilebilmekte ve tarafların bilgi konusunda problemleri olduğu noktada bilgi asimetrisi problemlerine yardımcı olmak için çözüm sunulabilmektedir (Merton, 1995: 23-24).

Finansal gelişme, çok boyutlu olduğundan ölçülmesi güç değişkenlerden oluşmaktadır. Bu nedenle finansal gelişmenin ölçülebilmesi için alternatif iyi tanımlanmış finansal gösterge ölçütlerine ihtiyaç vardır. Ekonomik politikalar hazırlanıp, geliştirilip uygulanırken bu ölçütler kullanılmaktadır. Bu yüzden bu göstergeler parasal durumdan kredi akışına, likidite yönetiminden finansal sektörün risk yönetimine, fiyat belirlemeden fiyat esnekliğine kadar finans sektörünün farklı yönlerini de ölçülebilir nitelikte olmalıdır (Kar ve Ağır, 2005: 55). Finansal gelişme bilgi asimetrisini iyileştirerek, daha verimli ve sorunsuz sermaye tahsisi, sermaye birikimini kolaylaştırarak ve daha fazla risk paylaşımı ve portföy çeşitlendirmesini sağlayarak üretimin büyümesini ve istikrarını artırma eğilimindedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası olumlu etkilerine rağmen, daha fazla

finansal gelişme, ekonomileri yüksek riskli, yüksek getirili finansal araçlara maruz bırakabilir ve bu nedenle agresif risk almaya, patlama-çöküş döngülerine ve oynaklığı arttırmaya yol açabilir.

Finansal gelişmenin ekonomideki etkilerinin anlaşılmasında sadece bankacılık sektörü değil, hisse senedi, tahvil ve sigorta piyasaları gibi farklı finansal piyasalar da önemlidir. Finans sektörünün büyüklüğüne ve etkinliğine önem vermenin yanında, finansal gelişmenin maliyet performansı, sektörün genişliği ve piyasa verimliliği gibi kalite yönleri de dikkate alınmalıdır (Hassan vd., 2011). Piyasa çeşitliliği veya genişliği, bir finansal piyasanın kalitesini belirleyen önemli bir faktördür. Bir ülkenin finans piyasası ne kadar çeşitli finansal araçlar sunabilirse, ekonomide risk paylaşımı ve riskten korunma amaçlı o kadar çok araç bulunmaktadır.

Finansal gelişmenin çok yönlü olarak değerlendirilebilmesi için bir çok göstergeye ihtiyaç duyulmaktadır (Gupta, 1984; Odedokun, 1989; King ve Levine, 1993a; Levine, 1997; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996; Arestis ve Demetriades, 1997; Gelbard ve Leite, 1999; Kar ve Pentecost, 2000). Bu yüzden finansal gelişme ölçütleri, miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, finansal fiyatlar, ürün çeşitliliği ve değişim maliyeti gibi farklı kategorilerde gruplandırılmaktadır (Lynch, 1996: 30). Finansal yakınsamanın temel belirleyicilerinden birini de finansal gelişme ölçütleri oluşturmaktadır. Bu ölçütler genellikle finansal gelişmenin makroekonomik performans üzerindeki etkilerinin anlaşılması için önemlidir.

1.1.2. Finansal Gelişmenin Temel Ölçütleri

Finansal sistemlerin yakınsaması geleneksel olarak fiyat ölçütleri, haber ölçütleri ve miktara dayalı ölçütler olmak üzere üç çeşit gösterge üzerinden incelenmektedir. Fiyata dayalı ölçütler, coğrafi kökenlerinden kaynaklanan finansal araçların fiyatlarındaki veya getirilerindeki farklılıklara odaklanmaktadır. Bu yaklaşım genellikle tek fiyat yasasının geçerliliğini test etmeyi amaçlamaktadır. Habere dayalı göstergeler, ortak faktörlerin (örneğin, yeni kamuya açık bilgilerin mevcudiyeti) varlık fiyatı dinamikleri üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Yatırım

fırsatlarının arz ve talebi üzerindeki uyumsuzlukların etkilerini ölçmek için miktara dayalı ölçütler kullanılmaktadır (Bruno vd., 2012).

Finansal entegrasyonun gelişmiş olduğu ülkelerde çeşitlenmiş bir portföy söz konusudur ve finansal varlıklar sistematik risk derecesinin farklı olduğu ülkelere dahi benzer özellikler sergilemektedir. Bu nedenle, ortak veya küresel haberlerin (yani, ortak veya küresel nitelikte yeni ekonomik bilgilerin gelişi) fiyatlar üzerindeki etkisi baskın olmaktadır. Piyasaların entegre olmadığı durumlarda ise yerel haberler varlık fiyatlarını önemli ölçüde etkilemeye devam etmektedir (Matousek, 2010).

1.1.2.1. Miktar Ölçütleri

Ekonomideki kredilerin miktarı ve finansal varlıklara ilişkin değerler miktar ölçütlerini gösteren göstergelerdendir (Lynch, 1996: 12). Parasal büyüklükler, kredilerle ilgili büyüklükler ve sermaye piyasalarıyla ilgili göstergeler, finansal gelişmenin incelenmesinde çoğunlukla tüm literatürde ortak değişkenler olarak kullanıldığından önemli ölçütlerdendir. Mali varlık stokuna ilişkin göstergeler de miktar ölçütleri grubunun içine dahil edilmektedir. Bununla birlikte miktar ölçütleri olarak kullanılan para, kredi ve sermaye büyüklükleri finansal derinleşme hesaplamalarında kullanılan ortak değişkenler olarak kabul edilmektedir (Ağır, 2010: 90).

1.1.2.1.1. Parasal Ölçütler

Parasal ölçütler, finansal gelişme için kullanılan ölçütlerdendir (Galetoviç, 1996; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996). Parasallaşma değişkeni, büyüyen bir ekonominin finansal sektörünün gerçek boyutunu gösterecek şekilde tasarlanmıştır ve ödeme hizmetleri ve tasarruf hizmetlerini sağlamaktadır. “Dar para” stoku (M1) birincisini yani ödeme hizmetlerini - ve “geniş para” stoku (M2) sonrakini yani tasarruf hizmetlerini yansıtmaktadır. Dar para stoku ekonomik işlemlere paralel olarak yükselmeli, ancak finansal derinleşme meydana geliyorsa geniş para stoku daha hızlı yükselmelidir (Lynch, 1996).

Parasal büyüklük olarak gösterilen büyüklükler, dar tanımlı para arzı (M1), geniş tanımlı para arzı (M2, M2Y, M3) ve bu değişkenlerden türetilen (M1/GSYİH, M2/GSYİH, M2Y/GSYİH, M3/GSYİH vb.) çeşitli göstergeleri içermektedir (Gupta, 1984; Jung, 1986; Odedokun, 1989; Wood, 1994; Murinde ve Eng 1994a; 1994b). M1/GSYİH oranının yüksekliği (dolaşımdaki para miktarının çok olması) finansal gelişmemişliğin, düşük olması ise finansal piyasaların gelişmişliğinin göstergesi olarak değerlendirilmektedir. M2/GSYİH ekonomideki parasallaşmanın derecesini ölçtüğünden bireylerin bankacılık sistemini ne kadar kullandığı hakkında bilgi vermektedir. M2/GSYİH değerinin yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğinin göstergesi kabul edilmektedir (Darıcı, 2010). M2'den farklı olarak M2Y'de döviz tevdiat hesapları da bulunduğundan, M2Y'nin parasal büyüklük olarak kullanılması finansal gelişmişlik derecesini belirleyebilmek anlamında ölçümleri kolaylaştırıcaktır.

Bankaların borç verme kapasitesini gösteren M3/GSYİH (Erim ve Türk, 2005: 27) oranının artışı ise finansal gelişmişliğin arttığının da göstergesidir (McKinnon, 1991: 13). M3/GSYİH oranı ne kadar büyük olursa ekonomik büyüme de o kadar hızlı gerçekleşiyor demektir. Bunun yanında King ve Levine (1993a) ise parasal büyüklüklerin farklı hesaplanmasının finansal aracılığın farklı yönlerine vurgu yapmasına sebep olacağını ifade etmektedir. Parasal büyüklüklerin bir kısmı parasallaşma miktarını gösterirken, diğer bir kısmı bireylerin ve kurumların finansal araçları ne kadar kullandığını, bir diğer kısmı ise merkez bankasının para politikasını nasıl ayarladığını göstermektedir.

1.1.2.1.2. Kredilerle İlgili Ölçütler

Kredilerle ilgili ölçütler için yurt içi toplam kredi hacmi (YİTK) ile özel sektöre verilen krediler (ÖSYK) değişkenlerinden oluşturulabilecek (yurt içi kredi hacminin gelire oranı (YİTK/GSYİH), özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı (ÖSYK/GSYİH) veya özel sektör yurtiçi kredilerinin toplam kredilere oranı (ÖSYK/YİTK) gibi ölçütler finansal gelişmenin göstergeleri olarak tanımlanmaktadır (Gupta, 1984; Odedokun, 1989; Yetiz ve Şimşek, 2017). Bu göstergeler fonların yatırımlara dönüşme yüzdesini gösterdiğinden, finansal derinleşme arttıkça bu

oranlar da artmaktadır (Yıldız, 2014: 111). Finansal gelişme sürecinin olumlu sonuçlandığı, artan kredi hacminden de anlaşılabilir. Yatırımlara aktarılan fonların artışı ne kadar çok olursa finansal gelişme o kadar yüksek olmakta ve sonuç olarak yurt içi kredi hacminde ve özel sektöre yönlendirilen kredi hacminde o kadar yükselme beklenmektedir.

Beck (2013) ve Beck (2015) GSYİH'nin bir payı olarak yüksek özel kredi seviyelerinin her zaman yüksek finansal gelişme seviyeleri anlamına gelmediğini savunmaktadır. Düşük veya orta gelirli ülkelerde, banka varlıkları, küçük ve orta ölçekli işletmelere (KOBİ'ler) veya tüketicilere verilen kredilerden değil, devlet tahvilleri ve kurumsal krediler gibi düşük riskli varlıklardan oluşmaktadır. Daha yüksek gelirli ülkeler için KOBİ veya tüketici kredisi daha büyük bir rol oynamaktadır. Yüksek gelirli ülkelerde, bankaların bilançoları, hanehalkı ipotekleri gibi riskli özel kredilere doğru çeşitlenmektedir. Dolayısıyla, özel kredinin anlamı bir ülkenin gelir düzeyine bağlı olarak değişmektedir.

1.1.2.1.3. Sermaye Piyasası Ölçütleri

Finansal gelişmişliğin miktar ölçütlerinden üçüncüsü sermaye piyasasıyla ilgili göstergelerdir. Borsa kapitalizasyon oranı (market capitalization ratio), piyasada bulunan hisse senetlerinin toplam değerlerinin (toplam piyasa değeri) GSYİH içindeki yüzdesi olarak finansal gelişmişliğin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Sermaye piyasasının büyüklüğünü gösteren bir başka gösterge ise piyasada bulunan şirketlerin sayısının toplamıdır. Borsa oynaklığı; varlık fiyatlarının değişebilirliği veya rassallığı olarak tanımlanabilir. Teorik olarak, gelecekteki nakit akışlarının veya iskonto oranlarının oynaklığındaki bir değişiklik, hisse fiyatlarının oynaklığında bir değişikliğe neden olmaktadır (Schwert, 1989).

Sermaye piyasalarının gelişmişlik göstergesi olarak, likidite göstergeleri kullanılmaktadır. Likidite riskinin az olduğu bir sermaye piyasası finansal olarak gelişmiş bir sermaye piyasası olarak kabul edilmektedir. Borsa gelişmesinin önemli bir göstergesi olan likidite, aynı zamanda işlem maliyetiyle ters orantılıdır. Likidite

göstergeleri, hisse senedi işlem hacminin GSYİH içindeki payı veya hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranı şeklinde hesaplanabilmektedir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786; Erim ve Türk, 2005: 34). Piyasa işlem hacminin GSYİH'a oranındaki artışta borsa kapitalizasyon oranına benzer bir gösterge olarak, finansal gelişmişliğin göstergesi sayılmaktadır. Bununla birlikte sermaye piyasalarında borsaya kote ettirilen şirket sayılarındaki artış, reel sektörün finansal sektöre entegre olma derecesinin artışı gösterdiğinden finansal gelişmişlik rasyosu olarak değerlendirilmektedir.

Sermaye piyasası için bir diğer finansal gelişmişlik ölçütü borsa devir oranı; yurtiçi hisse senetlerinin iç borsalardaki değerinin, borsada işlem gören yerli payların toplam değerine oranıdır. Devir oranı değerinin yüksek olması daha likit (ve potansiyel olarak daha verimli) bir hisse senedi piyasasına işaret etmektedir (Huang, 2010: 15). Levine ve Zervos (1996) gelişmiş menkul kıymet borsalarının, yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde bankacılık sektöründen daha güçlü ve etkin bir etkiye sahip olduklarını belirtmişlerdir. Bu bağlamda borsa kapitalizasyon oranının artması, o ülkedeki şirketlerin değerinin arttığı anlamına geldiğinden, ekonominin sermayeyi harekete geçirme ve riski dağıtma gücünü iyileştirip hızlandırabilmektedir. Menkul kıymet borsalarıyla ilgili diğer performans göstergeleri yoğunlaşma, fiyatlamada etkinlik ve oynaklık olmaktadır.

Sermaye piyasası göstergelerinden yoğunlaşma ve oynaklık piyasanın gelişmişliği ile ters yönlü ilişki içindedir. Yoğunlaşma piyasadaki en büyük on hisse senedi toplam değerinin piyasa değeri içindeki oranını ifade ederken oynaklık ise bir menkul kıymetin fiyatının veya piyasanın genelinin kısa bir zaman aralığı içerisinde gösterdiği dalgalanma özelliğidir. Sermaye piyasalarıyla ilgili tüm bu göstergelerin ortalamaları alındığında bir sermaye piyasası gelişmişlik indeksi de hesaplanabilmektedir (Erim ve Türk, 2005: 34). Fiyatlamada etkinliğin göstergesi ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının dünya piyasalarına ne kadar entegre olduğuyula ilgilidir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786).

Finansal gelişme süreci sermaye piyasalarının da gelişimini kapsayarak, firmalara doğrudan kredi edinebilme olanakları sunmaktadır. Borsada işlem gören

hisse senedi hacmi, piyasanın yönünü tespit etmeyi sağlayan önemli bir yol gösterici göstergedir (Başoğlu 2001: 512). Hisse senedi piyasasına etki eden makro ekonomik faktörler ile ilgili yapılan çalışmalarda enflasyon (Haslag ve Koo, 1999; Cuadro vd., 2003; Zoli, 2007; Boyd vd., 2001), hisse senedi piyasa likiditesi (Calderon ve Rossell, 1990; 1991), ekonomik büyüme (Calderon ve Rossell, 1990; 1991; El-Wassal, 2005), milli gelir (Garcia ve Liu, 1999; Yartey, 2010) yerel yatırımlar (Garcia ve Liu, 1999; Yartey, 2010), finansal aracılık sektörünün gelişmesi (Garcia ve Liu, 1999; Yartey, 2005; 2007; 2010; Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a, 1996b), finansal liberalizasyon politikaları (El-Wassal, 2005), tasarruf oranı (Ben Naceur vd., 2007), özel sektöre verilen krediler (Ben Naceur vd., 2007), hisse senedi işlem hacmi (Ben Naceur vd., 2007) değişkenlerinin sıklıkla yer aldığı görülmektedir.

1.1.2.1.4. Mali Varlık Stoku Ölçütleri

Miktar göstergelerinden bir diğeri mali varlık stokuna ilişkin göstergedir. Bir ekonominin tüm finansal varlıklarını ifade eden toplam mali varlık stoku (total financial assets, TMVS) TMVS/GSYİH değişkenidir (Erim ve Türk, 2005: 23). Mali varlık stoku içerisinde, parasal göstergeler, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektöründeki toplam mevduat miktarı ve kamu ve özel sektörün menkul kıymetleri ile finansal aracı kurumların toplam varlıkları da bulunmaktadır. Bunun bir sonucu olarak TMVS'nin finansal gelişmeye paralel olarak artması beklenmektedir.

1.1.3. Yapısal Ölçütler

Mal, hizmetler ürün çeşitliliği ile ilgili finansal fiyatlar yapısal ölçütleri yansıtmaktadır. Yapısal ölçütlerdeki değişiklikler diğer birimleri de etkilediği için çok önemlidir. Yapısal ölçütlerden bir tanesi de, M2/M1 oranı olup, orandaki artma, bir ekonominin finansal gelişmişliğinin arttığına işaret etmektedir (Lynch, 1996: 10). M2 paranın vadeli mevduattaki kısmı olduğundan M2/M1 oranının yüksek olması bankacılık sisteminin daha çok kullanıldığını gösterdiğinden finansal gelişmişlik seviyesi o kadar yüksek demektir (Yetiz, 2008: 29-31). Yapısal ölçütlerin ayrıştırılmış bileşenleri, gelişmiş ekonomileri geliştirmekte olan ekonomilerden ayıran temel faktörün yasal ve kurumsal gelişme düzeyi olduğunu göstermektedir.

1.1.4. Finansal Fiyatlar

Gelişmiş finansal sistemler, insanlara ekonomideki büyüme fırsatlarını yansıtan pozitif reel faiz oranları üretebilmelidir. Faiz oranları, reel olarak pozitif olmasının yanı sıra ekonomik beklentileri de yeterince yansıtabiliyor olmalıdır. Bireyler negatif getirisi olan yatırımlardan kaçınıp, pozitif olanlara yönelmektedirler. Bireyler negatif yatırımlardan kaçındıkça, ekonominin büyümesine katkı sağlamaktadırlar. Bu katkı neo-klasik büyüme modellerinin ve içsel büyüme modellerinin doğal neticesidir (Lynch, 1996: 12). Finansal sistemde faiz oranlarının seviyesi ve esnekliği önem arz etmektedir. Bu önemin temel sebebi reel faiz oranlarının finansal fiyatların en önemli kısmını oluşturmasından kaynaklanmaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 12). Reel faiz oranlarının pozitif değer alması finansal gelişmeyi de pozitif etkilemektedir. Negatif reel faiz oranlarının gerçekleştiği durumlarda tasarruflar da bu durumdan negatif etkilenmektedir. Sürekli mevduata sahip olabilmek için kredi faizlerinin pozitif olması önemlidir. Fiyatların değişen ekonomik şartlara göre konumlanması da en az faiz oranlarının yönü kadar önem arz etmektedir.

Kazancın pozitif olması finansal sektörün serbestleşmesini savunan McKinnon (1973) ve Shaw'ın (1973) teorilerinin de ana konusunu oluşturmaktadır. Faiz oranlarının, sadece reel anlamda pozitif olması değil, ekonomik beklentileri de doğru yansıtması bir gerekliliktir. Piyasa temelli finansal sistemlerin, fiyatların kontrol altında tutulduğu sistemlere göre, ceteris paribus, düşük reel faiz volatilitesi ve yüksek nominal faiz volatilitesi gösterme oranı daha yüksek olmaktadır (Kar ve Ağır, 2005: 61). Fiyatlamada etkinliğin ölçümü ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının dünya piyasalarına ne kadar entegre olduğu ile ilgilidir (Ağır, 2010: 92).

1.1.5 Ürün Çeşitliliği

Finansal piyasalardaki araçların çeşitliliği finansal gelişmişlik göstergelerinden biri olarak literatürde kabul görmüştür. Gelişmiş sermaye piyasalarında ürün çeşitliliği fazla olduğundan piyasa aktörleri tasarruflarını farklı yatırım

enstrümanlarında değerlendirebilme olanağına sahip olmaktadırlar. Fon talebi olacağından finansal gelişme oranı daha yüksek olmaktadır.

Finansal araçlar, para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olarak iki gruba ayrılmaktadır (Mishkin, 2011: 27). Para piyasası araçları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, teminat mektupları vb., daha likit ve vadesi bir yılın altında, daha az maliyetli finansal araçlardır. Sermaye piyasası araçları ise gelişmiş organize piyasalardan oluşur ve vadeleri bir yılın üzerindedir. Sermaye piyasası araçlarının daha değişken olması beraberinde daha fazla risk içermektedir. Sermaye piyasası araçlarında vade yapıları uzun olduğundan likiditeleri düşüktür (Günel, 2006: 29). Derinliği olmayan, finansal olarak az gelişmiş piyasalarda en çok kredi ve tahvil vb. finansman araçları kullanılmaktayken, derinliği olan piyasalarda türev piyasa ürünlerinden swap, future, forward ve opsiyon kullanılmaktadır (Oksay, 2000: 19).

1.1.6. Değişim Maliyeti

Yeni yatırım araçları ve piyasalar mal ve hizmet değişimine kolaylık sağlamakta, fonlara ulaşımı hızlandırmakta ve aynı zamanda fon maliyetlerini de düşürmektedir. Finansal küreselleşme sistemi eskisiyle karşılaştırıldığında yeni sistemin hizmet kalitesi yüksek, transfer süresi kısa ve işlem maliyetleri daha düşüktür. Maliyetlerin düşük olmasının başlıca sebebi rekabetin artmasıdır. Bir finansal sistem, aracılığın maliyetini düşürdüğü ölçüde tasarrufların getirisi daha yüksek yatırımlara tahsis edilmesine imkân sağlayacağından daha verimli olmaktadır. Finansal sistem, tasarruf edenler ile tasarrufları talep eden yatırımcıları karşı karşıya getirerek, kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farkı kendisine almaktadır. Etkin finansal sistem aracılık maliyetini minimuma düşürebilendir. Bu sayede yatırımlara ayrılan fon miktarı optimal seviyede tutulabilmekte ve kaynaklar israf edilmemiş olmaktadır (Kar ve Ağır, 2005). Finansal aracılığın işlem maliyeti faiz oranı (spreads) ile ölçülmekte, bu ise kredi faiz oranı ve mevduat faiz oranı arasındaki farka (faiz marjı) eşit olmaktadır.

Özetle, finansal gelişmişliğin belirleyicileri miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, finansal fiyatlar, ürün çeşitliliği ve değişim maliyeti gibi farklı finansal gelişme ölçütleridir. Bu ölçütlerle ekonomiler finansal olarak az gelişmiş, finansal olarak gelişmekte olan, finansal olarak gelişmiş olarak sınıflandırılabilir.

1.2. FİNANSAL GELİŞMENİN BELİRLEYİCİLERİ

Finansal gelişmenin yapısal belirleyicileri, ya sabit faktörler gibi “önceden belirlenmiş” ya da Huang (2010) çalışmasında ortalaması alınan bazı kurumsal faktörler gibi “zaman içinde yavaş yavaş gelişen” faktörlerdir. Bir ülkenin makroekonomik istikrarına, kurumsal yapı ve kalitesine ve menkul kıymetler hukuku kurumlarına, yasal kökenine, ticari açıklığına, finansal liberalizasyonuna ve son zamanlarda doğal kaynaklara olan bağımlılık derecesine bağlı varyasyonunun belirgin açıklamaları ile dünya çapında finansal gelişme, zaman içinde ve ekonomiler arasında dengesiz olmuştur (Badeep vd., 2017).

1.2.1. Ekonomik Gelişme

Politika yapımcılar arasında, finansal gelişmenin büyümeyi teşvik eden üretkenliği arttırdığına dair yaygın bir inanç vardır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerine yapılan çeşitli bulgular, araştırmalarda kullanılan farklı yöntemlere göre farklılık göstermektedir. Bazı araştırmacılar finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu bulgusunu elde etmiş (Kar ve Pentecost, 2000; Boulila ve Trabelisi, 2002), diğerleri ise tam tersi bir sonuca varmıştır (Lucas, 1988; Stern, 1989). Greenwood ve Jovanovic (1990) ve Saint-Paul (1992) ekonomi büyüdükçe, yoğun rekabet nedeniyle finansal aracılık maliyetlerinin azaldığını ve verimli yatırımlar için daha büyük ölçekte fon sağlanmasına neden olduğunu belgelemektedir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair en eski bulgulardan biri, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetlerin yenilik ve kalkınma için önemli olduğunu iddia eden Schumpeter’e (1912) dayanmaktadır. Koetter ve Wedow’un (2006) öne sürdüğü gibi, finansal gelişmenin ekonomik

büyümeyle etkileyebileceği iki kanal vardır. Birincisi, daha yüksek tasarruflar yoluyla artan sermaye birikimini vurgulayan yapısı gereği Hicks'çidir (Hicks, 1969). İkincisi, Schumpeter'ci bir görüşü temsil etmektedir ve projelerin etkin seçimi, finansmanı ve izlenmesi yoluyla finansal sektörün teknolojik ilerlemeyi artırma kabiliyetine odaklanmaktadır (Schumpeter, 1934; 1939).

1.2.2. Dış Ticaretin Liberalizasyonu

Bir ekonomiyi ticarete açma veya kapatma kararı, ticari açıklıktan kazanç elde edecek veya kaybedecek sektörlerin göreceli güçlerine dayanan politik bir karardır. Rajan ve Zingales (1998a; 2003a; 2003b) seçkinlerin/güçlülerin finansal gelişmeyi destekleyip desteklemediğini tartışmaktadır. Ticaret ve finansal piyasalardaki açıklıktan rekabet ortaya çıktığında kiralarını kaybeden yerleşiklere işaret etmektedir. Finansal gelişme, daha az kaynak kullanımına yol açan fikirleri olan yeni gelen yatırımcıların girişini kolaylaştırdığından, yerli daha az gelişmiş finansal sistemlerden daha fazla fayda sağladığını göstermektedir. Daha fazla giriş, daha fazla rekabete ve dolayısıyla yerleşik firmalar için daha düşük kârlara yol açacaktır. Böyle bir durumda ekonomiyi dış ticarete açarak fırsatların kaynakların kullanımına kıyasla orantısız bir şekilde genişlediğini iddia etmektedirler. Rajan ve Zingales (2003a) ürün ve sermaye piyasalarının aynı anda dışa açılmasının, yerlilerin finansal gelişmeye karşı muhalefetini ortadan kaldıracabileceğini, oysa tek başına ticaretin veya sermaye akışlarının serbestleştirilmesinin yerlilerin finansal gelişmeye karşı muhalefetini artıracığını iddia etmektedir.

Beck (2002) tasarrufları harekete geçirmede ve büyük ölçekli ve yüksek getirili projeleri kolaylaştırmada finansal sistemin rolüne odaklanarak, daha gelişmiş finansal sistemlerden yararlanan ekonomilerin, imalat sanayilerinde karşılaştırmalı bir üstünlüğe sahip olduğunu göstermeye çalışmıştır. Finans sektörü, tasarrufları özel sektöre kanaliz ederek özel sektörün likidite kısıtlamalarının üstesinden gelmesine yardımcı olmaktadır ve bu da ekonominin uzmanlaşmasını ve ölçek ekonomilerini kullanmasını sağlamaktadır. Do ve Levchenko (2004) bir ülkenin finansal gelişmesinin içsel olduğu ölçüde ticaretten etkileneceğini savunmaktadır. Zengin ve fakir bir ülke arasındaki ticaret, zengin ülkedeki finansal olarak bağımlı sektörlerin

ve genel olarak finansal sistemin büyümesine neden olmaktadır (Voghouei vd., 2011).

Svaleryd ve Vlachos (2002) daha iyi sigorta olanaklarına ve risk çeşitliliğine izin veren kurumların, liberal ticaret rejimleriyle pozitif ilişkili olduğunu teorik ve ampirik olarak göstermektedir. Yazarlar uluslararası ticaretin rekabette, teknolojiye ve ara ve nihai malların fiyatlarında ve uzun vadede, hattâ faktör donanımlarında ve bir toplumun kurumsal özelliklerinde önemli değişiklikler meydana getirdiğini ileri sürmektedir. Riski tamamen çeşitlendirerek, özel çıkar gruplarını korumak için lobi yapma teşviklerinin ortadan kaldırılacağını ve serbest ticaretin ortaya çıkacağını göstermektedirler.

1.2.3. Finansal Liberalizasyon

Finansal sektöre hükümetin negatif müdahalesi iki kategoride incelenebilir:

(I) Faiz oranı tavanları, yüksek rezerv gereksinimleri ve yönlendirilmiş kredi tahsisleri yoluyla mali baskı, finansal azgelişmişliğin ana kaynağı olarak kabul edilebilir (McKinnon 1973; Shaw 1973). Bu politikaların bazen dengeleyici bir rolü olsa da, finansal sistemi hükümet kaynaklı bu tür bozulmalardan kurtarmak finansal gelişme için çok önemli olabilmektedir.

(II) Politikacılara kredi tahsisini kontrol etmek için etkili bir yöntem sağlayan bankaların devlet mülkiyeti. Devlet bankalarının özelleştirilmesi, sadece siyasi çıkarları desteklemek için var olan firmalara ve işletmelere kredi tahsis edilmesini engellerken, bankacılık sistemine fon çekmekte ve böylece finansal gelişmeyi teşvik etmektedir.

Finansal serbestleşmenin ana bileşenleri, kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının serbest bırakılması, bankacılık sisteminin bağımsızlığı, bankacılık sektörüne serbest giriş ve bankacılık sektörünün özelleştirilmesidir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesi, piyasanın kredi tahsisini belirlemesine izin verir,

böylece reel faiz oranı kendi denge düzeyine uyarlanır, düşük getirili projeler finanse edilmez ve yatırımın etkinliği artmaktadır (Arestis vd., 2005).

Yurtiçi finansal liberalizasyon ve finansal gelişme arasındaki pozitif bağlantı, kanıtlarla desteklenmektedir (World Bank, 1989), ancak yerel finansal liberalizasyon risksiz değildir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998).

1.2.4. Sermaye Hesabının Liberalizasyonu

Analizler, sermaye hesabı liberalizasyonunun olumlu etkilerinin, nispeten iyi gelişmiş finansal sistemler, iyi muhasebe standartları, güçlü alacaklı hakları ve hukukun üstünlüğüne sahip ülkelerin var olması ile sınırlı olduğunu göstermektedir. Araştırmalar ülkelerin sermaye hesabı liberalizasyonundan yararlanmayı beklemeden önce kurumsal ve ekonomik kalkınma açısından belirli bir eşige ulaşmaları gerektiğini öne sürmektedir (Eichengreen vd., 2011). Bailliu (2000) ve Chinn ve Ito'nun (2006) panel veri metodunu kullandıkları çalışmalarında, dış finansal liberalizasyon, özellikle sermaye hesabı liberalizasyonu ve finansal gelişme arasındaki pozitif korelasyon üzerine tespit edilen bulgular (potansiyel istikrarsızlaştırıcı etkiler de mevcut olsa da) tartışılmaktadır.

Claessens vd. (2001) bankacılık piyasalarının dışa açılmasının, bankacılık müşterileri için olumlu etkiler doğurarak, yerel bankalarda daha düşük kârlılığa sebep olarak ulusal bankacılık sistemlerinin işleyişini ve finansal hizmetlerin kalitesini iyileştirdiğine dair kanıtlar sunmaktadır. Laeven (2000), bankacılık sektörünün serbestleştirilmesinin finansal kısıtlamaları azaltıp azaltmadığını ve yatırımı ve finansal gelişmeyi teşvik eden sermaye priminin dış maliyetini azaltmaya yardımcı olup olmayacağını incelemektedir.

Sermaye piyasalarının liberalizasyonu, hem sermaye girişleri hem de çıkışları için geçerli olabilir (Cobham, 2001). Neo-klasik Büyüme Modeli'ne göre, sermaye hesabının liberalleştirilmesiyle, kaynakların uluslararası dağılımı daha verimli hale gelecek ve başka birçok olumlu etki ortaya çıkacaktır (Henry, 2007). Sermayesi bol, ancak getiri oranları daha düşük olan gelişmiş ülkelerden gelen sermaye, sermayesi

olmayan ancak daha yüksek getiri oranları olan gelişmekte olan ülkelere akacaktır. Bu kaynak akışları, gelişmekte olan ülkelerde sermaye maliyetini düşürmekte, yatırımları ve ekonomik büyümeyi geçici olarak arttırmakta ve yaşam standartlarını kalıcı olarak iyileştirmektedir (Fischer, 1998; 2003; Obstfeld, 1998; Rogoff, 1999; Summers, 2000).

Bilgi asimetrisini ve işlem maliyetlerini azaltarak, farklı kişilerden elde edilen tasarrufları bir araya getirerek ve büyük yatırım projelerini finanse etmek için aracılık ederek ve ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını azaltarak, finans sektörü sermayenin tahsisini ve optimal kullanımını kolaylaştırmaktadır. Sermaye hesabının serbestleştirilmesinin finansal sistemlerin gelişimine katkıda bulunabileceği başka kanallar da bulunmaktadır.

Klein ve Olivei'nin (2000) işaret ettiği gibi, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, uluslararası standartların yanı sıra yabancı aracılardan oluşturduğu potansiyel 'kaliteye kaçış' tehdidini getirerek uluslararası rekabeti teşvik etmektedir. Ayrıca, yabancı bankaların yan kuruluşları veya şubeleri, yerel bankacılık sistemini genişleterek, daha önce ihmâl edilen pazar nişlerine hizmet etmekte ve Chinn ve Ito (2006), sermaye kontrollerinin kaldırılmasının yerli ve yabancı yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine girmesine izin vereceğini belirtmişlerdir. Böylece sermaye maliyeti azaltılarak, kredi alanlar için giderek daha fazla kullanılabilir hale getirilecektir. Ayrıca, finansal açıklık, genellikle finansal sistemin etkinliğini arttıran, yetersiz finansal kurumları ayıklamaktadır (Stulz, 1999; Stiglitz, 2000; Claessens vd., 2001).

1.2.5. Kurumların Yapısı ve Sosyal Sermaye

Kurumsal faktörler, finansal gelişme sürecinin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini belirlemede kritik bir rol oynamaktadır (Arestis ve Demetriades, 1997). Kurumların finansal gelişme ve ekonomik büyüme için önemi, birçok yazar tarafından vurgulanmasına rağmen kurumlarla ilgili en etkili teoriler, Acemoğlu vd. (2004) tarafından ortaya atılmıştır. Avrupalıların çok farklı kolonizasyon stratejilerini ve farklı kurumları benimsediği iddia edilmiştir. Avrupalılar bazı ülkelerde hukukun üstünlüğünü uygulayan ve yatırımı teşvik eden kurumlar

kurmakta; diğerklerinde, kaynakları ana ÷lkelere aktarmak için s÷mürücü devletler kurmaktadır. Bu ikinci kurumlar yatırım ve ekonomik ilerleme için zararlı olmuşlardır. S÷mürgeleştirme stratejisinin büyük ölçüde Avrupa yerleşiminin fizibilitesine bağılı olduğu iddia edilmektedir.

Acemoğlu vd. (2004) ekonomik kurumlardaki farklılıkların, ekonomik gelişmedeki farklılıkların temel nedeni olduğunu iddia etmiştir. Farklı ekonomik kurumların farklı gruplar ve bireyler için farklı faydaları olduğunu, dolayısıyla bu sosyal tercihler üzerinde genellikle bir çatışma olduğunu savunmuşlardır. Bu çatışma, en büyük siyasi güce sahip gruplar lehine çözülecektir. Siyasi kurumlar gücü mülkiyet haklarının uygulanmasıyla en çok ilgilenen gruplara tahsis ettiğinde, iktidar sahiplerine etkili kısıtlamalar getirdiklerinde ve iktidar sahipleri tarafından ele geçirilecek çok az rant olduğunda, ekonomik kurumlar ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir.

1.2.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması

Genel olarak ekonomik gelişme ve özel olarak finansal gelişme iyi kurumsal yönetime dayanmaktadır (Kaufmann vd., 1999; Hellmann vd., 2000). Tasarruf güveninin banka başarısızlıkları tarafından sarsılmamasını ve tasarrufların birbirine bağılı bireylerin ceplerine veya yüksek riskli projelerde kumar oynamaktan ziyade en verimli yatırımlara yönlendirilmesini sağlamak için finansal sistemlerin iyi düzenlenmesi ve denetlenmesi gerekmektedir (Grima ve Shortland, 2008). Bu bağlamda, kurumlar etkin ihtiyatlı düzenlemeler ve finansal araçların denetimi ile bu görevlerini yerine getirme becerisine ve sözleşme ve düzenlemeleri uygulamak için iyi işleyen bir mekanizmaya sahip olmalıdır.

Finansal sistemdeki karşılıklı bağımlılığın, ulusal düzenleyicilerin yargı bölgelerinde geçerli olan bankalar ve ulus ötesi banka denetçileri ağıları aracılığıyla bağılı oldukları düzenleyici standartları benimsemeleri için teşvikler yarattığı savunulmaktadır (Jones ve Zeitz, 2019). Uluslararası bankacılık standartlarına ilişkin düzenleyici yakınsama, bu düzenlemeleri benimseyen her ÷lke'deki finansal koşullara uygunluğunun bir yansıması değildir. Bunun yerine, bankaların sınır ötesi

operasyonlarıyla veya uluslararası ağlara ortak üyelik yoluyla bağlantılı olan düzenleyiciler için bir iletişim temeli ve uluslararası yatırımcılara sinyal vermek için bir mekanizmadır (Jones ve Zeitz, 2019). Uluslararası finansal standartların yakınsaması ile ilgili temel iddia, düzenleyici kararları şekillendiren unsurun sadece bir ülke ekonomisinin dışı açıklık derecesi ve dolayısıyla aldığı uluslararası piyasa sinyallerinin kapsamı değil, daha ziyade bu sinyallerin doğası olduğudur. Ayrıca uluslararası finansal standartlarla ilgili diğer çalışmalara paralel olarak, piyasa güçlerinin uluslararası standartların yayılmasında önemli bir rol oynadığı iddia edilmektedir (Simmons, 2001; Mosley, 2003a; Tarullo, 2008).

Finansal çevredeki düzenleyici kararların, bankacılık küreselleşmesiyle bağlantılı dört özel sınır ötesi ilişki aracılığıyla, aracılık edilen diğer ülkelerdeki düzenleyicilerin önceki tercihleri tarafından şekillendirildiği savunulmaktadır. Finansal çevrede doksandan fazla yargı bölgesinde Basel II benimsenmiştir. Düzenleyicilerin uluslararası standartların benimsenmesine ilişkin kararlarının, bireysel bankaların sınır ötesi operasyonları, uluslararası profesyonel ağlar ve sermaye rekabeti yoluyla bağlı oldukları düzenleyicilerin seçimleriyle şekillendiği bilinmektedir. Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (“Basel Komitesi”) üyeliği de dahil olmak üzere küresel finansal yönetim, uluslararası bankacılık standartlarını oluşturmaktadır ve uluslararası finansal sistemin hiyerarşik çekirdek çevre yapısını takip etmektedir (Jones ve Zeits, 2019).

1.2.7. Mevduat Sigortası Varlığı

Riski düşük fiyatlandırılan mevduat sigorta fonları, banka yöneticilerine aşırı riskli portföyler tutma konusunda bir teşvik sağlamaktadır. Mevduat sigortası, bankaların mevduat çekmek için ödemesi gereken fiyatı (faiz oranını) düşürdüğü için, en çok kâr eden bankalar, riskleri ihtiyatlı bir şekilde yöneten iyi sermayeli bankalar değildir – bankalar sigortalı veya sigortasız düşük fiyatlarla mevduat çekebilirler. Daha ziyade, ucuz mevduat çekme yeteneğinden en fazla yararlanan, çok riskli varlıklardan oluşan portföyleri olan zayıf sermayeli bankalardır. Son zamanlarda riske dayalı sermaye yönergeleri (örneğin, Basel Anlaşmaları)

oluşturmak için bir hareket olmasına rağmen, birçok durumda ihtiyatlı bankalar ve riskli bankalar mevduatları için aynı prim oranını ödemektedir (Cull, 1998).

1.2.8. Mali Politikalar

Maliye politikası, finans sektörünün gelişmesinde de önemli bir role sahiptir. Potansiyel olarak enflasyon yaratmak bir yana, ağır borçlu hükümetler, finans sektörünü ‘kolay’ bir finansman kaynağı olarak kullanmak için finansal baskıya girebilmektedir (Roubini ve Sala-i Martin, 1992; 1995). Kamu borcunun çok yüksek olmasının, özellikle daha az gelişmiş finansal sistemlere sahip yükselen ekonomilerde, özel yatırımları dışlayabileceğine dair önemli kanıtlar vardır (Caballero ve Krishnamurthy, 2004; Christensen, 2005).

Finansal dışlamaya ek olarak, büyük bir kamu borcunun güvenli getirileri, bankaları fazla kayıtsız hale getirmekte ve verimliliklerini baltalamaktadır. Hauner (2008; 2009), önemli mali açıklar veren ülkelerde finansal sistemlerin daha az verimli hale geldiğini savunan “tembel banka” olarak adlandırılan görüşü doğrulamıştır.

1.2.9. Finansal Sektördeki Kamu Mülkiyeti

Bankacılık sektöründeki kamu mülkiyetinin finansal gelişme üzerinde etkisi olabilmektedir. La Porta vd. (2002) ve Andrianova vd. (2008) kamu bankalarının kredi verme ve yatırım kararları açısından özel bankalara göre doğası gereği daha az etkin olduğunu öne sürmüştür. Gerschenkron’un (1962) görüşüne göre, ekonomik kurumlar özel bankaların kalkınma rollerini oynamaları için yeterince iyi gelişmediğinde, kamu bankaları hem finansal hem de ekonomik kalkınmayı hızlı başlatabilir. Rapor, gelişmekte olan ülkelerde bulunan kamu bankalarının, karşılaştırılabilir özel sektör bankalarına göre daha düşük getiri ile karakterize oldukları için mali maliyetleri olduğunu göstermektedir. Yeyati vd. (2004) çalışmasında devlet bankalarının bulunmasının ekonomik büyümeyi ve finansal gelişmeyi teşvik ettiğine dair kanıtlar bulamasalar da, kamu bankalarının daha düşük

büyüme ve finansal gelişmeye yol açtığına dair kanıtların daha önce düşünüldüğü kadar güçlü olmadığını tespit etmişlerdir.

1.2.10. Beşeri Sermaye

Köklü bir finansal sistem, insan kaynakları gelişiminin önemli bir parçasıdır (Diamond ve Dybvig, 1983). Teorik literatürde finansal büyüme ve beşeri sermaye arasındaki ilişki tanınmasına rağmen, ampirik düzeyde daha az tartışılmaktadır. Literatür, daha iyi eğitim almış kişilerin daha az riskten kaçındıklarını, yüksek bilgiye sahip olduklarını ve yüksek tasarruf sahibi olduklarını göstermektedir. Eğitim oranlarını iyileştirmek, böylece insanlara güçlenme için yeni fırsatlar sunmaktadır.

Eğitim ayrıca, bireylerin resmi finansal hizmetlere erişmelerini sağlayan gayri resmi sektör fırsatlarından resmi sektör fırsatlarına geçmelerini sağlamaktadır. Finans sektörünün genellikle kredi kanalları aracılığıyla gelişmesi beşeri sermaye birikimini sağlamakta ve ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Finansal büyüme ve kaliteli beşeri sermaye donanımı, ödünç alınan fonların bireysel tasarruf sahiplerinden daha fazla kullanılmasını teşvik etmektedir. Aynı zamanda da başarılı rekabeti teşvik ederek yönetim performansını artırmaktadır.

Beck vd. (2005) finansal gelişme ve beşeri sermayenin bazı girişimcilerin üretkenliği artırması yoluyla büyümeyi etkileyen yaratıcı faaliyetlerde bulunmalarına izin verdiğini vurgulamaktadır. Dış şokların yerel ekonomiler üzerindeki etkisini azaltmada finansal ve beşeri sermaye ortamı önemli bir role sahiptir. Finansal yapılar için gerekli kurumsal büyüme, beşeri sermaye ve eğitim başarısı olmaksızın kötü idare edilmesine, hatta şoklara ilişkin tehlikenin büyümesine yol açmaktadır.

1.2.11. Doğal Kaynak Bağımlılığı

Doğal kaynak tabanlı ekonomilerde bankacılık sistemleri daha küçüktür ve borsalar daha az likittir ve daha düşük oranda ticaret aktivitesi gerçekleşmektedir. Daha likit, daha iyi sermayelendirilmiş ve daha kârlı, ancak firmalara daha az kredi veren, kaynağa dayalı ekonomilerde ve bankalarda daha az gelişmiş finansal

sistemler bulunduğu ispatlanmıştır. Finansal derinleşme, kaynağa dayalı ekonomilerde daha az gelir esnekliğine sahiptir, bu da kaynak tabanlı ekonomilerin ekonomileri büyüdükçe daha az yatırım yaptığını göstermektedir. Kaynak tabanlı ekonomilerde, bankalar daha likittir (Beck vd., 2010). Politik-ekonomik bir model kullanarak, kaynak rantlarının finansal gelişmeyi ancak ve ancak politik kurumların kalitesi nispeten düşük olduğunda engellediği gösterilmiştir. Bulgular, kaynak açısından zengin ülkelerin, finansal olarak az gelişmiş olma eğiliminde olduğunu ima etmektedir (Robinson vd., 2006; Atkinson ve Hamilton, 2003). Bu eğilim, güçlü ve demokratik siyasi kurumlar, hükümetlerin halka karşı hesap verebilir olmasını sağlarsa kontrol edilmektedir. Bu nedenle, sonuçların önemli bir çıkarımı, demokratikleşmenin kaynak açısından zengin ülkelerde finansal gelişmeyi teşvik etmeye yardımcı olabileceğidir (Bhattacharyya ve Roland, 2010).

1.2.12. Yasal Mevzuat Kaynağı

Mülkiyet haklarının korunmasını, sözleşmelerin uygulanmasını ve iyi muhasebe uygulamalarını içeren bir yasal ve düzenleyici sistem, finansal gelişme için bir gereklilik olarak belirlenmiştir. La Porta vd. (1997; 1998) yasal mevzuatın kökenlerinin alacaklıların ve hissedarların işlemlerini, davranışlarını ve sözleşme uygulamalarının etkinliğini önemli ölçüde etkilediğini savunmuştur.

Fransız Medeni Hukuku gibi bir hukuk yasasına sahip ülkelerin kitlelerin haklarına daha az, devletin haklarına daha fazla önem verme eğiliminde olduğu ortaya çıkarken, Müşterek Hukuk gibi yasal bir mevzuata sahip ülkelerin özel mülk sahiplerini koruma eğiliminde olduğu belgelenmiştir. Fransız Medeni Hukuku'na sahip ülkelerin nispeten verimsiz sözleşme uygulamalarına ve daha yüksek yolsuzluğa ve daha az gelişmiş finansal sistemlere sahip olduğu ifade edilirken, İngiliz Hukuku kökenli ülkelerin daha yüksek finansal gelişme seviyelerine ulaştığı doğrulanmaktadır.

Beck vd. (2003), Acemoğlu vd. (2001) finansal gelişmeye kurumsal bağlamda katkı sağlayan diğer çalışmalardır. Genellikle sömürücü (“colonists”) olarak adlandırılan sömürgecilerin, misafirperver olmayan bir ortamda, özel yatırımcılardan

ziyade küçük seçkin gruplara ayrıcalık tanıyan kurumlar tesis etmeyi amaçladıklarını savunmuşlardır. Oysa genellikle yerleşimci sömürgeciler olarak adlandırılan sömürgecilerin, daha elverişli ortamlarda, özel mülkiyet hakları ve devletin gücünü dengeleyerek destekleyen kurumları yaratma olasılığının daha yüksek olduğunu ve bu nedenle finansal gelişmeyi desteklediklerini tespit etmişlerdir.

La Porta vd. (1997; 1998) ve Beck vd.'nin (2003) uygulaması sömürgeleştirme ile ilgilidir, ancak ilki La Porta vd. (1997; 1998) daha çok sömürgeleştirmenin mülkiyet haklarına ve finansal gelişmeye yönelik ulusal yaklaşımları nasıl belirlediğiyle ilgilenirken, ikincisi Beck vd. (2003) daha çok sömürgeleştirmenin finansal gelişmeyi etkilediği kanallarla ilgilidir.

1.2.13. Makroekonomik Politikalar

Makroekonomik politikaların finansal gelişme üzerindeki önemli etkisi, talep tarafı veya arz tarafı aracılığıyla olmaktadır. Bazı önemli ulusal makroekonomik politikaların (düşük enflasyon korunması ve daha yüksek yatırım sağlanması) finansal gelişmeye yardımcı olduğu kanıtlanmıştır. Huybens ve Smith (1999) teorik olarak ve Boyd vd. (2001) ampirik olarak enflasyonun finansal gelişme üzerindeki etkilerini araştırmış ve daha yüksek enflasyon oranlarına sahip ekonomilerin daha küçük, daha az aktif ve daha az verimli bankalara ve hisse senedi piyasalarına sahip olmasının mümkün olduğu sonucuna varmıştır (Huang, 2011). Bazı çalışmalar da dış ticarete açıklığı teşvik eden politikaların finansal gelişmeyi artırma eğiliminde olduğu görüşünü desteklemiştir (Do ve Levchenko, 2004).

1.2.14. Diğer Finansal Belirleyiciler

Finansal gelişmenin belirleyicisi olarak kabul edilen diğer değişkenler gelir düzeyi, nüfus düzeyi ve dini, dil ve etnik özellikler vb.'dir. Gelir düzeylerinin finansal gelişme için önemi Levine'in (1997; 2003; 2005) çalışmalarında ele alınmıştır. Jaffee ve Levonian (2001), 23 geçiş ekonomisinde bankacılık sektörünün gelişimini ele alırken, kişi başına GSYİH seviyesinin ve tasarruf oranının banka

varlıkları, sayıları, şubeleri ve çalışanları ile ölçülen bankacılık sistemi yapısı üzerinde olumlu etkileri olduğunu ortaya koymaktadır.

Stulz ve Williamson (2003) din ve dildeki farklılıkların temsil ettiği kültürdeki farklılıkların finansal gelişme süreci üzerindeki etkisini vurgulamaktadır. Kültürün, yatırımcı haklarının, özellikle de alacaklı haklarının korunması ve uygulanmasında ülkeler arası farklılıkları öngördüğüne dair kanıtlar bulmuşlardır. Kanıtlar ayrıca kültürün alacaklı haklarının korunması üzerindeki etkisinin ticari açıklığın getirilmesiyle hafifletildiğini göstermektedir. Djankov vd. (2003) medyanın devlet mülkiyetinin finansal gelişme boyutundaki rolüne ışık tutmuştur.

1.3. YAKINSAMA VE YAKINSAMA HİPOTEZİ

Yakınsama, gelişmiş ülkelerde olduğu kadar gelişmekte olan ülkelerde de ticaret kalıplarını ve istihdamın mesleki kompozisyonunu etkilemektedir. Bu nedenle yakınsama analizi, tüm dünyadaki ekonomik planlamacıların ilgisini çekmektedir (Dixon ve Rimmer, 2005).

1.3.1. Yakınsama Kavramı

Abramovitz'e göre (1986: 386); yakalama hipotezi, verimlilik düzeyinde geri kalmanın hızlı ilerleme potansiyeli taşıdığını savunmaktadır. Daha kesin bir ifade ile ülkeler arasında yapılan karşılaştırmalarda, herhangi bir uzun dönemdeki verimlilik büyüme oranlarının, başlangıçtaki verimlilik düzeyleri ile ters orantılı olma eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Takipçi ülkeler için başlangıç seviyesinde belli koşullar altında geride kalmak, liderden daha hızlı büyüme kabiliyeti ve üretkenliği yaratarak lider ülkeyi yakalama eğilimini arttırmaktadır.

Yakınsama hipotezi ulusların refahı ve uluslararası toplumda yoksulluğun azaltılması ve hatta neredeyse ortadan kaldırılması için önemli çıkarımlara sahiptir. Yakınsama, ülkeler arasındaki ekonomik eşitsizlik derecesindeki azalmaya eşdeğerdir. Bu görüş, yakınsama hipotezinin başlıca iddiasıdır. Yakınsama hipotezini incelemenin nedenleri ortadadır. Sonuçta tanımı gereği yakınsama, ülkeler arasındaki

ekonomik eşitsizlik (kişi başına düşen GSYİH) derecesindeki azalmaya eşdeğerdir. Ekonomik eşitsizlik önemli bir endişe konusu ise, aynı şey aynı şartlar altında otomatik olarak yakınsamanın varlığı veya yokluğu için de doğru olmalıdır (Baumol vd., 1994).

1.3.1.1. Koşullu Yakınsama

Koşullu yakınsamada ekonomiler arasındaki yapısal farklılıkları oluşturan değişkenler modelin içine dahil edilmektedir (Karaca, 2004: 3). Koşullu yakınsamada durağan durumda farklılıklar söz konusudur, bu durum da farklılıkların kontrol edilebilmesi için büyüme başlangıç regresyonlarında uygun değişkenlere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yüzden ekonomilerin durağan durum gelir düzeyi belirleyicileri farklı olabilmektedir (Galor, 1996). Koşullu yakınsamada ülkeler, kendi yapısal özellikleri bağlamında bir durağan durum gelir seviyesine yakınsamaktadır; yani her ülkenin durağan denge durum gelir düzeyi farklıdır. Dolayısıyla ülkelerin üretim fonksiyonunun farklı olmasından dolayı, durağan durum gelir düzeyi de farklı olmaktadır. Bu bağlamda II. Dünya savaşı sonrası dönemde dünya gelir dağılımında yakınsama olduğuna dair bir kanıt olmasa da koşullu yakınsama için bazı kanıtlar vardır. Gözlenebilen özelliklerde benzer ülkeler arasındaki gelir dağılımı farklılığı giderek daralıyor gibi görünmektedir (Acemoğlu, 2008: 19).

1.3.1.2. Koşulsuz Yakınsama

Ülkeler arasındaki yapısal farklılıkları göz önünde bulundurulmadığında fakir ekonomilerin zengin ekonomilerden daha hızlı büyüüp büyümeyeceğini inceleyen yakınsama kuramı koşulsuz (mutlak) yakınsama olarak adlandırılmaktadır (Sala-i Martin, 1995). Koşulsuz yakınsama ekonomilerin teknoloji, kurumsal yapı, tasarruf oranı gibi faktörler açısından özdeş olduğunu kabul etmektedir. Bu hipoteze göre de tüm ekonomilerin yakınsayacağı tek bir durağan durum seviyesi bulunmaktadır (Islam, 2003). Koşulsuz yakınsamanın en iyi bilinen ilk çalışması Baumol (1986) tarafından yapılmıştır.

1.3.2. İraksama (Divergence)

Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki karşılıklı olarak güçlendirici ilişki, sürdürülebilir ekonomik büyüme başlayana kadar azalmadığından, düşük gelirli ülkeler ekonomik büyüme ve finansal gelişme yollarında ıraksama eğilimindedir. Diğer bir deyişle, nispeten iyi gelişmiş bir finans sektörüne sahip yoksul ülkeler, hem kişi başına GSYİH’da hem de finansal gelişmede daha hızlı bir büyüme yaşama eğilimindedir ve orta ve yüksek gelirli ülkelere yetişme olasılıkları daha yüksektir. Nispeten az gelişmiş bir finans sektörüne sahip en yoksul ülkeler, hem kişi başına GSYİH’da hem de finansal gelişmede daha yavaş bir büyüme yaşama eğilimindedir ve yoksulluk içinde sıkışıp kalma olasılıkları daha yüksektir.

Az gelişmiş bir finans sektörü, bir yandan yoksul bir ülkenin ekonomik büyüme teşvik etmek için finansal hizmetlerden tam olarak yararlanmasını engellerken, diğer yandan yavaş ekonomik büyüme, finansal kalkınma için gerekli finansal hizmetler için yeterli talep yaratmamaktadır. Bu kısır döngünün yarattığı “yoksulluk tuzağı”, zengin ve yoksul ülkeler arasında gözlemlenen “büyük ıraksama”nın makul bir açıklamasıdır. Yoksul ülkeler arasındaki ıraksamanın kanıtı Evrensel’in (2002) çalışmasında da bulunmaktadır. Orta ve yüksek gelirli ülkeler için koşullu yakınsama sadece ekonomik büyümede değil aynı zamanda finansal gelişmede de görülmektedir.

Ampirik bulgular finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki karşılıklı olarak güçlendirici ilişkinin, ekonomik büyümenin ilk aşamasında daha güçlü olduğunu ve sürdürülebilir ekonomik büyüme başladıkça bu ilişkinin azaldığını göstermektedir (Fung, 2009; Dobson ve Ramlogan, 2002; Berrak ve Valev, 2015). Bu nedenle, nispeten iyi gelişmiş bir finans sektörüne sahip düşük gelirli ülkelerin orta ve yüksek gelirli ülkeleri yakalama olasılığı daha yüksektir ve nispeten az gelişmiş bir finans sektörüne sahip yoksul ülkelerin yüksek gelirli ülkeleri yakalama olasılığı daha düşüktür. Bu bulgu, zengin ve fakir ülkeler arasındaki ekonomik büyüme oranlarında gözlenen “büyük ıraksama” için makul bir açıklama sunmaktadır. İraksamanın alternatif bir açıklaması, teknolojik ilerleme oranlarındaki uzun süreli ülkeler arası farklılıklara dayanmaktadır.

Aghion vd. (2004), finansal kısıtlamalar yoksul ülkelerin teknoloji transferlerinden tam olarak yararlanmasını engellemekte ve ülkelerin büyüme hızından uzaklaşmalarına neden olmaktadır savını savunmaktadır (Fung, 2009). Özellikle az gelişmiş bir finansal piyasa tarafından yaratılan finansal kısıtlamalar, fakir ülkelerin yeni teknolojileri benimsemesini engelleyebilir, çünkü Ar-Ge veya genel teknolojilere yatırım, teknoloji transferi süreci için gerekli girdilerdir (Cohen ve Daniel, 1989).

1.3.3. Yakınsamaya Yol Açan Faktörler

Literatüre göre yakınsama hipotezinin üç ana kaynağı olduğu ileri sürülmektedir. Teknolojik yayılma, küreselleşme ve Neoklasik Büyüme Modeli. Neoklasik Büyüme Modeli'ne büyüme teorileri'nin Yakınsama Hipotezi kısmında değinileceği için bu kısımda Teknolojik Yayılma ve Küreselleşme kaynaklarına detaylı olarak yer verilecektir.

1.3.3.1. Teknolojik Yayılma

Teknolojik yayılmanın yakınsamaya ilk etkileri, 18. yüzyılın ortalarında, David Hume (1742) ve Tucker'ın (1776) yayınlarında görülmüştür (Elmslie, 1995: 207). Hume (1985: 328-329), komşu ekonomiler arasında ekonomik büyüme sürecinin yakınsayarak birbirine geçmesinden dolayı yakınsamaya doğru doğal bir eğilimi olduğunu savunmuş, Tucker (1776: 34) ise daha çok çalışmalarını artan marjinal getiriye (verimliliğe) odaklamıştır. Hume, teknoloji transferinin düşük ücretler aracılığı ile, görece fakir ülkelerin görece zengin ülkelere daha hızlı büyümesi için bir avantaj oluşturacağını iddia etmiştir. Hume üreticilerin de işçi ücretlerinin düşük olduğu daha fakir ülkelere gideceklerini ve bu yerleri de zenginleştirdikten sonra daha düşük maliyetli yerlere taşınacaklarını öngörmüştür (Elmslie, 1995: 210).

Veblen (1915) gelişmiş ülkeden gelişmekte olan ülkeye doğru teknoloji transferi olduğunu savunmuştur. Gerschenkron (1952) ise, teknolojik olarak geri kalmışlığın avantaj sağladığı fikrini popüler hale getirmiştir. Bu avantajı sağlamak için gerekli ön koşul, sanayileşmeye engel faktörlerin bulunmaması ve kullanılabilir

kaynakların yeterli donanımı olmaktadır. Teknolojinin hızlı yayılması, liderlerin kârlarının taklitçilerin rekabeti tarafından aşındırıldığı zamanı hızlandırarak liderlik için verilen teşvikleri baltalayarak büyümei engellemektedir (Baumol, 1994).

Abramovitz'in (1986) görüşüne göre lider ülkelerde sermaye stokunun teknolojik yaşı kronolojik yaşı ile aynıdır. Diğer taraftan verimlilik seviyesi daha düşük olan bir takipçi ülkede, sermaye stokunun teknolojik yaşı kronolojik yaşına göre yüksektir. Bir lider eski sermaye stokunu atıp yerine yenisini koyduğunda, buna eşlik eden verimlilik artışı, eski sermayenin kurulduğu zaman ile değiştirildiği zaman eski sermaye stoku ile yeni sermaye stoku arasındaki bilgi ilerlemesi tarafından yönetilmekte ve sınırlandırılmaktadır. Yeni sermaye, bilginin sınırını somutlaştırabilir, ancak yerini aldığı sermayenin teknolojik olarak miadı dolmuştur (Abramovitz, 1986). Lider ülke eski sermayesini yenilediğinde, üretim verimliliği artışına sebep olacağından, takipçi ülkeler bu teknolojiyi daha ucuza transfer edip kendileri için büyük bir sıçrama potansiyeline olanak sağlamış olmaktadır. Lider ile takipçisi arasındaki verimlilik açığı, takipçinin büyüme hızını arttırmaktadır. Takipçi bir ekonomi teknolojinin taklidini daha ucuza mâl ettiğinden hızlı ekonomik büyüme oranına ulaşmaktadır (Barro ve Sala-i Martin, 1995; Bernard ve Jones, 1996a). Bu bağlamda teknolojik yayılma ile takipçi ülkelerin lidere doğru yakınsayacağı görüşü genel kabul gören bir görüştür.

Abramovitz (1986) aynı zamanda görece fakir ülkelerde sıçramanın gerçekleşmesi için sosyal kabiliyetin de o ülkelerde bulunması gerektiğini savunmaktadır (Barro ve Sala-i Martin, 1992; Bernard ve Jones, 1996a). Bu kurumsal yapının reforme edilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Teknolojik yayılmada çok uluslu şirketler önemli bir aracı olmakla birlikte görece fakir ülkenin yeterli kaynakları mevcut değilse bu teknolojiyi kendilerine çekmeleri mümkün olamayacaktır.

1.3.3.2. Küreselleşmenin Rolü

Literatürde küreselleşmenin birden fazla tanımı bulunmaktadır. Küreselleşme için genel kabul gören görüş ulusal sınır engellerine takılmadan sermaye akımı, mal

ve hizmetlerin, üretim faktörlerinin, teknoloji birikiminin ve finansal kaynakların serbestçe hareket edebilmesi ve bu sayede mal, hizmet ve finans piyasalarının giderek daha da entegre olma süreci olduğudur. Küreselleşme aynı zamanda kapitalist batı ülkelerinin stratejik çabaları ile diğer ülkelerdeki kaynakları toplamak için uyguladıkları bir süreçtir (Frankel, 2000). Küreselleşme ülkeler arasındaki sınırların ortadan kalkarak ekonomik bağımlılığın başlama sürecidir (Wagner, 2001). Küreselleşme ekonomik kaynakların ve gücün uluslararası platforma dağılması ve tekelleşmesidir (Khor, 2001). Galor ve Mountford'a göre (2006) ise küreselleşmeye bağlı olarak dünya ticaretinde yaşanan artış, ulusların karşılaştırmalı üstünlüklerine göre, kişi başına düşen gelirin büyüme oranını asimetrik olarak etkilemiş olmaktadır. Bir yandan kaynak bakımından bol olan ülkeler birincil malların üretiminde uzmanlaşma eğiliminde olduklarından beşeri sermayeye yatırım yapma teşvikini azaltmış ve demografik geçişi geciktirmişlerdir. Öte yandan, kaynak kıtlığı olan ülkeler üretim konusunda uzmanlaşmış, beşeri sermayeye yapılan yatırımları arttırmış, demografik geçişi teşvik etmiş ve sürdürülebilir bir büyüme aşamasına geçmiştir.

Küreselleşmeye ideolojik bakış açısından bakıldığında; mevcut siyasi sınırları ve ekonomik engelleri geçersiz kılan yoğun ekonomik, politik ve kültürel bağlantılar ve küresel akışlarla karakterize edilen gelecekteki bir sosyal durumu ifade ettiği izlenmektedir.¹ Gerçekten de, küreselleşme konusunu çalışan bilim insanlarının çoğu, küreselleşme ile ilgili temel kavramlarını bu doğrultuda, dünya çapında karşılıklı sosyal bağımlılıklar ve alışverişleri yaratan, çoğaltan, genişleten ve yoğunlaştıran ve aynı zamanda insanlar arasında derinleşen bağlantılara dair artan bir farkındalığı teşvik eden çok boyutlu bir sosyal süreçler dizisi olarak tanımlamışlardır (Steger, 2005).

Küreselleşme tartışmasındaki yakınsama argümanı, küreselleşmeyi yapısal bir değişim olarak görmektedir. Bununla birlikte küreselleşme, toplumsal bir yapı kadar

¹ Küreselleşme ile ilgili literatür geniştir ve hızla büyümektedir. Küreselleşmenin en etkili tanımlarından bazıları Harvey (1989); Giddens (1990); Held vd. (1999); Robertson (1992); Mittelman (2000); Albrow (1997); Waters (2001) ve Scholte (2000) tarafından yapılmıştır.

yapısal bir değişimdir- değer yargısı ve ideolojik bir duruş içeren hayali bir gelecek dzenidir (Gao, 2000). Benzer bir akıl yürütme çizgisini takiben, küreselleşme ile yakınsama arasındaki ilişki incelendiğinde Smith (1776) “Ulusların Zenginliği” adlı eserinde tarımda işbölümü, üretimde olduğundan daha yavaş ilerlediğinden teknolojik gelişme de daha yavaş ilerlemektedir görüşünü iddia etmektedir. Bu gelişmiş bir ulusun daha fakir ve daha az üretken bir ulus üzerindeki ilk teknolojik avantajının güçlenmesi anlamına gelmektedir. Zengin ulus, Know-how’ı daha hızlı elde etmektedir. Bununla birlikte teknolojik gelişme, sermaye birikimi sona erdiğinde durmaktadır. Zengin ülkenin bu teknolojik avantajı, zengin ve fakir bir ulus arasında ticaret olmayacağı anlamına gelmemektedir. Yoksul ülkede ücretler daha düşük olduğu için, tarımsal ürünlerde uluslararası düzeyde rekabet edebilmektedir. İmalatta, belli bir işbölümü düzeyine ulaşana kadar rekabet edemeyecektir (Smith 1776: I.i.4).

Prebisch (1950) ve Singer (1949) dış ticaret hadlerinin gelişmiş ülkeler lehine hareket ettiğini öne sürmüşlerdir. Sanayileşmiş bölgeler ile sanayileşmemiş bölgeler arasındaki gelir açığı, çok büyük olduğu ve giderek arttığı için, Singer-Prebisch hipotezi kolayca kabul görmüştür. Sachs ve Warner (1995) ampirik çalışmalarında fakir ülkelerin zengin ülkeleri yakalaması olanağının ancak ticareti engelleyen faktörlerin azaltılması ile sağlanabileceği sonucuna varmıştır. Zeira (2007) küreselleşmenin (uluslararası ticaretteki artışın), teknolojinin benimsenmesi faktör fiyatlarına bağlı olduğunda, ülkeler arasında kişi başına düşen gelirin ıraksamasına yol açabileceğini göstermektedir. Aslında, zengin ülkeler vasıflı malların üretiminde uzmanlaşırken, bu şekilde daha hızlı bir teknik değişime neden olurken, fakir ülkeler vasıfsız mallar üretmekte ve böylece daha az teknolojik ilerleme yaşamaktadır.

Yakınsama tartışmasının 1980’lerde gündeme gelmesinde etkili olan birkaç neden bulunmaktadır. İlk olarak birçok ülkenin kişi başına reel gelirleri başta olmak üzere uzun bir zaman aralığını kapsayan veri setleri bu yıllarda gündeme gelmiştir (Maddison, 1982; Summers ve Heston, 1984; Romer, 1994: 3). Yine bu yıllarda yakınsama hızı ile ilgili hesaplamalar ve modellemeler gündeme gelmiştir. Bu hesaplamalarla yakınsama hızının varlığına ilişkin bilgiler elde edilmiştir.

1.3.4. Yakınsama Türleri

Büyüme modelleri varsayımlarının değişmesi ve büyüme modellerine yeni değişkenlerin eklenmesi sonucunda farklı yakınsama tanımları ve çeşitleri ortaya çıkmıştır (Islam, 2003)²:

1.3.4.1. β - Yakınsaması ve σ – Yakınsaması

β – yakınsamasının başlangıç noktası Baumol'un 1986'daki çalışmasına dayanmaktadır ve ardından bu hipotez Barro (1991), Barro ve Sala-i Martin (1992), Sala-i Martin (1996a) ve Fischer ve Stirböck (2004) gibi yazarlar tarafından sınanarak oldukça popüler hale gelmiştir. Konuyla ilgilenen literatür karmaşık ve çok yönlüdür. Abramovitz (1986) tarafından bu fikirlerin yakın zamanda yeniden değerlendirilmesiyle iki temel sonuç ortaya çıkmıştır. Bu sayede sanayileşme ve ekonomik kalkınmaya geç kalan ulusların büyümesini hızlandıran güçler, kişi başına düşen ürün seviyelerinde veya alternatif olarak işçi başına düşen ürün seviyelerinde uzun vadede yakınsamaya doğru bir eğilime yol açmıştır. Bu tür fikirler, Veblen'in (1915) endüstri lideri olmanın cezaları üzerine yazılarında, önemli açılardan değerlendirildiği gibi "göreceli geri kalmışlığın" avantajları üzerine kendi görüşlerini savunan Gerschenkron'un (1952) eserlerinde de ifadesini bulmuştur (Baumol,1986).

Yakınsama hipotezi, ülkeler arasındaki karşılaştırmalarda, verimlilik artış oranlarının, verimlilik seviyeleriyle ters orantılı olarak değişme eğiliminde olduğunu savunmaktadır. Hipotez, verimlilik seviyesinde geri kalmanın uzun dönemde verimlilik büyüme oranlarında hızlı ilerleme potansiyeli taşıdığını öne sürmektedir (Abramovitz,1986). Gelir düzeyi ve büyüme oranlarındaki yakınsama β – yakınsaması olarak değerlendirilmektedir (Barro ve Sala-i Martin, 1995: 15). β – yakınsaması sermaye stoku düşük bir ülkenin, sermayenin marjinal verimliliğinin azalan verimler nedeniyle yüksek olacağını belirtmektedir. Benzer tasarruf oranları

² Islam (2003)'te yakınsama türlerini kapsamlı bir şekilde ele almıştır. Yaptığı sınıflandırmaya göre yakınsama ülke içi, ülkelere arası; büyüme oranlarında, gelir seviyelerinde; beta, sigma; koşulsuz, koşullu; global, kulüp; gelir, toplam faktör verimliliği yakınsaması gibi alt sınıflara ayrılmakta idi. Daha sonra Islam veri setlerini oluşturulabilme ve veri setlerine ulaşılabilirliğin artması ile deterministik yakınsama ve stokastik yakınsamayı da bu yakınsama türlerine dahil etmiştir (Islam, 2003).

ile fakir ülkeler hızla büyüyecektir. Bu yüzden başlangıç regresyonlarında başlangıç gelir düzeyi katsayısının negatif işaretli olduğu varsayılmaktadır.

Koşulsuz beta yakınsaması Neoklasik Model'in başlangıçta düşük sermaye seviyesine sahip ülkelerin başlangıçta yüksek sermaye seviyesine sahip olan ülkelere göre daha hızlı büyüyeceği öngörüsünü savunup, ülkeler arasındaki tek farkın başlangıç seviyelerindeki sermaye seviyesi olduğu şeklindeki temel varsayımına dayanmaktadır (Sala-i-Martin, 1996b). Koşulsuz yakınsama durumunda, tüm ekonomilerin yakınsadığı tek bir durağan denge düzeyi vardır (Islam, 2003). Koşulsuz, β - yakınsaması tüm parametrelerden bağımsız olarak bir grup ekonominin birbirine yakınsamasını ifade etmektedir (Yetkiner, 2012).

Neoklasik Model'in Solow versiyonunda, bir ülkenin durağan durum gelir seviyesi, ülkenin tasarruf ve işgücü büyüme oranları (dışsal olarak kabul edilir) ve diğer bazı teknoloji parametreleri (amortisman oranı dahil) tarafından belirlenmektedir. Neoklasik Model'in Cass-Koopmans (1965) versiyonu için, bir ülkenin durağan durum seviyesi, ülkenin tercihini ve teknolojisini açıklayan temel parametreler tarafından belirlenmektedir (Islam, 1995).

Yakınsama β - yakınsaması olarak bilinen β - katsayısı tarafından tahmin edilmektedir. Bununla beraber yakınsama, gelir dağılımının yatay-kesit dağılımına ilişkin bir önermedir ve büyüme başlangıç regresyonundan elde edilen negatif bir β -, bu dağılımı azaltmak için zorunlu değildir. Buna göre β - 'nın işaretine değil ülkelerarası büyüme oranlarına bakılarak ve/veya gelir düzeyleri arasındaki dağılımının dinamiklerine bakılarak yakınsama tahmin edilmelidir.

Koşullu yakınsama kavramı, durağan durumdaki olası farklılıkları vurgulamaktadır ve bu nedenle, bu farklılıkları kontrol etmek için büyüme-başlangıç seviyesi regresyonunun sağ tarafına uygun değişkenlerin dahil edilmesini gerektirmektedir. Koşullu β - yakınsaması, uzun dönem durağan durum denge değerlerini belirleyen parametrelerin birbirine benzediği ülkelerin birbirine yakınsayacağını anlatmaktadır (Yetkiner, 2012). Barro (1991), Mankiw vd. (1992) ve Barro ve Sala-i-Martin (1995)'in tartıştığı gibi Neoklasik Büyüme Modeli, mutlak

olandan ziyade koşullu yakınsama hipotezine yol açmakta ve bu nedenle mutlak yakınsama hipotezinin reddedilmesi doğal olarak Neoklasik Büyüme Modeli'nin reddedilmesi anlamına gelmemektedir. Koşullu yakınsama ve mutlak yakınsama hipotezleri, yalnızca tüm ekonomiler aynı durağan durum dengesine sahipse çakışmaktadır.

σ – yakınsaması ise Quah'ın 1990'ların başındaki çalışması ile popüler hale gelmiştir. Galton'un Yanılgısı'nı kullanarak Quah (1993) geleneksel büyüme başlangıç durum seviyesi ile ilgili net bir bilgi vermemektedir, ancak yakınsamanın negatif olma eğiliminde olduğunu savunmaktadır. Bu durum, σ – yakınsamasını da konuya dahil etmektedir. σ – yakınsaması ülkelerin gelirleri arasındaki farkların zamanla azalıp azalmadığıyla ilgilenmektedir. σ – yakınsamasının varlığı, bölgeler ya da ülkeler arasında kişi başına gelir adaletsizliğinin azaldığını ve kişi başına düşen gelirin eşitleme eğilimine girdiğini göstermektedir (Hossain, 2000: 7). σ – yakınsaması koşulları yeterli olmadığı için β – yakınsaması ile ilgilenmek bir gerekliliktir. β – yakınsaması büyüme modelinin yapısal parametrelerine ilişkin bilgi sağlamaktadır. Bu yakınsama kavramları arasında, güçlü ve öngörülebilir bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Bu kavramlar daha çok, yakınsama kuramı metodolojisi ile ilgilidir. Sala-i Martin (1996b), iki yakınsama kavramı arasındaki ilişkiyi örnek çerçevesinde açıklamaktadır: başlangıçta fakir ekonomi zengin olandan daha hızlı büyüdüğünde, daha sonraki süreçte, iki ekonominin kişi başı GSYİH düzeylerinin birbirine daha yakın olacağını düşünmek doğaldır. Başka bir deyişle, β – yakınsamasının varlığı, σ – yakınsaması üretme eğiliminde olacaktır.

Teorik olarak, başlangıçtaki fakir ekonominin zenginden daha hızlı büyümesi, zaman içinde yatay kesitsel dağılımının düşmesini gözlemeksizin mümkündür. Yani, σ – yakınsaması olmaksızın, β – yakınsaması elde edilebilmektedir. Bu durumda β – yakınsaması, σ – yakınsamasının var olması için gerekli ancak yeterli değil, fakat tersi durum söz konusu değildir. Bunun sebebi zaman içerisinde ekonomilerin ıraksamasına neden olan iktisadi şokların oluşabilmesi olmaktadır (Jones, 2002: 28). İki yakınsamanın her zaman birlikte görülmemesinin nedeni, bu örneklerin dünyanın iki farklı yönüyle ilgilenmesindedir. σ – yakınsaması ülkelerarası dünya gelir dağılımının zaman içinde küçülüp küçülmediği ile ilgilenirken, β – yakınsaması

dünya gelirinin veri dağılımı içinde, bireysel ekonomilerin gelir dağılımının yakınsayıp yakınsamadığı ile ilgilenmektedir (Paas vd., 2007: 10-11).

1.3.4.2. Kulüp Yakınsaması

Koşullu yakınsama, kulüp yakınsaması ile de bağlantılıdır. Kulüp yakınsamasının temelleri Baumol (1986) tarafından atılmıştır. Durlauf ve Johnson (1995) ve Galor (1996) ise kulüp yakınsamasını kendi yöntemleriyle formülize etmişlerdir. Neoklasik Büyüme Modeli tek bir denge durumuna yakınsamayı açıklarken, kulüp yakınsamasında çoklu durağan denge durumları vardır ve kulübün üyeleri bu denge durağan durumlarına yakınsamaktadır. Bir grup ülke, eğer başlangıçta aynı özelliklere sahiplerse özel bir dengeye doğru yakınsarlar ve buna da kulüp yakınsaması adı verilmektedir. Fischer ve Stirböck (2004) kulüp yakınsamasını kulübe ait her bölgenin dengesiz bir pozisyondan kulübe özgü kararlı bir durağan denge durumuna hareket ettiği, kulübe özgü bir süreç olarak tanımlamaktadır. Kulüp yakınsaması, ekonomilerin bazı yapısal özelliklerinin benzer olsalar bile, başlangıçta bulunan yapısal faktörleri nedeniyle yakınsayamayacağı anlamına gelmektedir. Farklı bir şekilde ifade edilirse, başlangıç seviyesindeki yapısal faktörler önemlidir. Kulüp yakınsaması olasılığı, standart Neoklasik Model’de teknolojinin homojen olduğu varsayımıyla dışlanmıştır.

Kavramsal ayrıma rağmen, “kulüp yakınsaması” nı “koşullu yakınsama” dan ampirik olarak ayırt etmek kolay değildir. Bu zorluk, kulüp yakınsaması testinde ülkeleri gruplandırmak için kullanılacak kriterlerin seçimiyle ilişkili sorunlarda yansımaları bulmaktadır. Kulüpler arasındaki farklılıklar, durağan durum denge düzeyinin koşullu yakınsama altında bile farklı olmasına neden olduğundan dolayı durağan durum denge belirleyicileri bu amaçla kullanılamamaktadır. Öte yandan, başlangıçtaki gelir düzeyleri veya okur yazarlık gibi zamanla değişen özelliklerin kullanımını da sorunsuz değildir. Bu çıkarım da başlangıç gelir düzeyinin tek başına denge durağan durum düzeyini belirleyemeyeceği anlamına gelmektedir. Durağan denge düzeyini belirleyen başka faktörler de bulunmaktadır. Bununla birlikte, bu diğer faktörler denge durum düzeyinin belirleyicileriyle “koşullu yakınsama”, “kulüp yakınsaması” nı kapsayacağından dolayı ilişkilendirilememektedir. Altta yatan teorik

modellerin, belirli bir ekonominin çoklu dengeden hangisine yakınsayacağını belirleyen faktörlerin aslında bu faktörler olduğunu da göstermesi gerekmektedir (Islam, 2003).

Galor'un makalesi (1996), yakınsama tartışmasının kısmen mevcut büyüme teorileri tarafından üretilen uygulanabilir rekabetçi test edilebilir hipotezler kümesine ilişkin algı farklılıklarını yansıtabileceğini öne sürmektedir. Genel görüşün aksine, geleneksel Neoklasik büyüme paradigmasının kulüp yakınsaması hipotezinin yanı sıra koşullu yakınsama hipotezini ürettiğini savunmaktadır. Dahası, geleneksel büyüme modellerine beşeri sermaye, gelir dağılımı ve nüfus artış oranı gibi ampirik açıdan önemli değişkenlerin yanı sıra sermaye piyasası kusurları ve dışsallıkların dahil edilmesi koşullu yakınsama ile rekabet eden bir hipotez olarak kulüp yakınsamasının uygulanabilirliğini güçlendirmektedir.

Koşullu yakınsama hipotezi, her bir ekonominin benzersiz, küresel olarak istikrarlı bir durağan durum dengesi ile karakterize edildiği fikri ile yakından ilgilidir. Bu nedenle, temelleri (ve dolayısıyla dinamik sistemleri) bakımından aynı olan ülkeler, başlangıç koşullarından bağımsız olarak birbirlerine yakınsamaktadır. Dinamik sistem çoklu yerel durağan durum dengesi ile karakterize edilmesi halinde, koşullu bir yakınsama hipotezi yerine (koşullu) bir kulüp yakınsama hipotezi ortaya çıkacaktır (Galor, 1996). Bu nedenle, birbiriyle rekabet halindeki iki hipotezin değerlendirilmesi, bir ekonomik sistemin çoklu, yerel olarak kararlı durağan durum dengesinden ziyade benzersiz ve küresel olarak istikrarlı, durağan durum dengesi ile karakterize edildiği senaryoların olasılığının incelenmesi açısından neredeyse özdeştir.

Quah (1996a), gelir dağılımıyla değil, yalnızca ülkeler arasındaki ortalama büyümenin karşılaştırılmasıyla ilgilendiğinden β - yakınsamasının bilgi vermediğini iddia etmektedir. Bunun yanında yatay kesit regresyonlarının tüm dağılımın davranışını değil, yalnızca ortalama davranışı temsil edebileceğini savunmaktadır (Quah, 1996a: 1365). Ayrıca Quah, örneğin “dünyanın en yoksul %10'unun dünyanın en zengin %10'unu yakalayıp yakalamadığı” konusunda bilgi vermediği için yakınsama tartışmasının genel niyetinden endişe duymaktadır. Ortalama bir

ekonomiyi veya temsili bir ekonomiyi incelemenin, tüm yatay kesit ülkelerinin ampirik davranışı hakkında çok az fikir verdiği görüşünü eklemektedir. Quah'ın (1996a: 1368) görüşüne göre, bu tür yatay kesit dinamiklerinin yorumlanabilmesi için, bunlar üzerinde tahminler yapan teorik bir modele ihtiyaç vardır. Modeli daha sonra üç gözlem olarak yatay kesit dinamikleri hakkında tahminlerde bulunmaktadır. Ülkeler içsel olarak kendilerini gruplara ayırmaktadır ve bu nedenle tek başlarına hareket etmezler; üretimde uzmanlaşma, ölçek ekonomilerinin sömürülmesine izin vermektedir; ve yeni fikirler önemli bir büyüme motoru oluşturmaktadır (Quah, 1996a: 1368).

Yakınsama hipotezinden iki önemli sonuç ortaya çıkmıştır. İlk olarak, koalisyonlar (yakınsama kulüpleri) – içsel olarak oluşmaktadır – model, tüm ekonomilerin yatay kesitinde yakınsama kulüpleri hakkında tahmin sunmaktadır ve ikinci olarak, ülkeler arasında özelliklerin başlangıç dağılımına bağlı olarak farklı yakınsama dinamikleri oluşturulmaktadır.

Yakınsama kulüpleri şu şekilde sınıflandırılmaktadır: Kutuplaşma – fakirler daha da fakirleşirken zenginler daha da zenginleşmekte ve orta sınıf yok olmaktadır. Tabakalaşma – ikiden fazla yakınsama kulübü olduğunda (çoklu denge ülkeler arası gelir dağılımında); ve yakalayıp geçme ve ıraksama – başlangıçta kabaca eşit parametrelere sahip iki ekonomi zamanla birbirinden ayrılmakta, böylece biri sonunda diğlerinden daha zengin hale gelmektedir, bu sonuç, β - yakınsamasının neden σ -yakınsaması için bir ön koşul olmayabileceği argümanı ile uyumludur (Quah, 1996a: 1368).

1.3.4.3. Deterministik ve Stokastik Yakınsama

Stokastik yakınsama değişkenlerin zaman serisi özelliklerine odaklanmaktadır ve zaman serisindeki değişik ekonomik ajanların ortak bir trende sahip olup olmadıklarını belirlemektedir. Stokastik yakınsama ekonomik serilerde eş bütünleşme olmasıyla veya ekonomik serilerde birim kök bulunması ile test edilmektedir. Daha çok koşullu yakınsama ve stokastik yakınsama ya da yakalama (catching-up) hipotezini test etmede birim kök ya da durağanlık testleri

kullanılmaktadır. Stokastik yakınsama süreci ülkeler arasındaki gelir farklarının birim kök içermemesi ile gerçekleşmektedir. Bu ise, durağan olmayan serilerdeki birim kökün test edilmesinde kullanılan deterministik veya stokastik trend olup olmamasıyla ilişkilendirilmektedir. Koşullu yakınsama için hem stokastik hem de β -yakınsamasının gerçekleşmesi gerekmektedir (Galvão Jr ve Reis Gomes, 2007).

Koşullu yakınsama ve stokastik yakınsama ya da yakalama (catching-up) hipotezini test etmede birim kök ya da durağanlık testleri kullanılırken deterministik terimler kullanılabilir. Stokastik yakınsama olasılık kurallarına bağlı değişkenlerle çalışmaktadır. Stokastik yakınsama serinin değerlerinin belirli bir değere yakınsamasını ya da o değer etrafında dalgalanmasını ifade etmektedir. Seri durağan değil ise şok kalıcı demektir. Stokastik yakınsama değişkenin grup ortalamasına oranının logaritmasının düzeyde durağanlığı anlamına gelmektedir. Deterministik yakınsama, nispi değişkenin logaritmasının düzeyde durağanlığını ifade etmektedir. Sonuçlar yakınsamanın değerlendirildiği bir kritere dayandırılmaz, bu yüzden de elde edilen sonuçlar daha güvenilirdir (Le Pen ve Sevi, 2010). Deterministik modeller hiçbir rastgelelik olmayan modellerdir. Deterministik özellikler sabit katsayı, trend ve mevsimselliğin varlığını ortaya koymaktadır. Ülkeler arasındaki gelir farkları durağan bir süreç izlemelidir. Durağanlık yoksa nispi kişi başına düşen geliri etkileyecek herhangi bir şok, yakınsamadan kalıcı bir sapmaya sebebiyet vermektedir (Carlino ve Mills, 1993: 336).

1.4. MODERN BÜYÜME TEORİLERİNDE YAKINSAMA HİPOTEZİ

Yakınsama hipotezinin teorik altyapısı incelendiğinde temelinin Neoklasik Büyüme Modeli'ne dayandığı görülmektedir. Solow'un (1956) ve Swan'ın (1956) çığır açıcı makalelerine dayanan Neo-klasik Büyüme Modeli, tahminlerine meydan okuyan yeni İçsel Büyüme Teorileri'nin ortaya çıkması ve büyümenin yeni stilize edilmiş bilgilerin tutarlılığı ile ilginin yeniden canlandığı görülmüştür. Bu tartışmanın odak noktası, hem gelir seviyeleri hem de büyüme oranları açısından yakınsama konusu olmuştur.

1.4.1. Neoklasik Büyüme Modeli

Neoklasik Büyüme Modeli'ne göre bir ekonomide sermaye/emek oranı ne kadar düşük ise o ülke o kadar hızlı büyüyecek ve kendisinden sermaye/emek oranı olarak daha yüksek olan ülkelere yakınsayarak belli bir dönem sonra onları yakalayacaktır. Model tasarruf oranını ve nüfusun artış hızını dışsal olarak almaktadır (Solow, 1956). Teknolojik gelişmeyi de dışsal olarak aldığından bir grup iktisatçı Solow (1956), Swan (1956), Ramsey (1928), Cass (1965), Koopmans (1965) ve Diamond (1965) modellerini, Neoklasik Büyüme Modelleri olarak kabul etmekte ve değerlendirmektedir (Aghion ve Howitt, 2009: 21-45; Barro ve Sala-i Martin, 2004: 23-189).

Neoklasik Büyüme Modeli'nin bulgularında;

i) Ekonomi uzun dönemde, başlangıç koşullarından bağımsız olarak durağan durum düzeyine yakınsamaktadır.

ii) Durağan durum düzeyi, tasarruf oranı ve nüfus artış hızına bağlıdır: $dy*/ds > 0$ ve $dy*/dn < 0$.

iii) Kişi başına durağan durum geliri büyüme hızı, yalnızca teknolojik gelişme hızına bağlıdır.

iv) Durağan durumda sermaye stoku, gelir artış hızıyla eşdeğerdir ve bu nedenle k/y oranı sabittir.

v) Durağan durumda sermayenin marjinal verimliliği sabit olurken, işgücünün verimliliği, teknolojik gelişme oranıyla büyümektedir.

vi) Tüm ekonomiler için başlangıç koşulları aynıysa, yakınsama süreci “mutlak yakınsama” aksi halde yakınsama “koşullu yakınsama”dır ve yakınsama hızı her ülkenin başlangıç koşullarına ve dışsal tesadüfi şoklara bağlıdır.

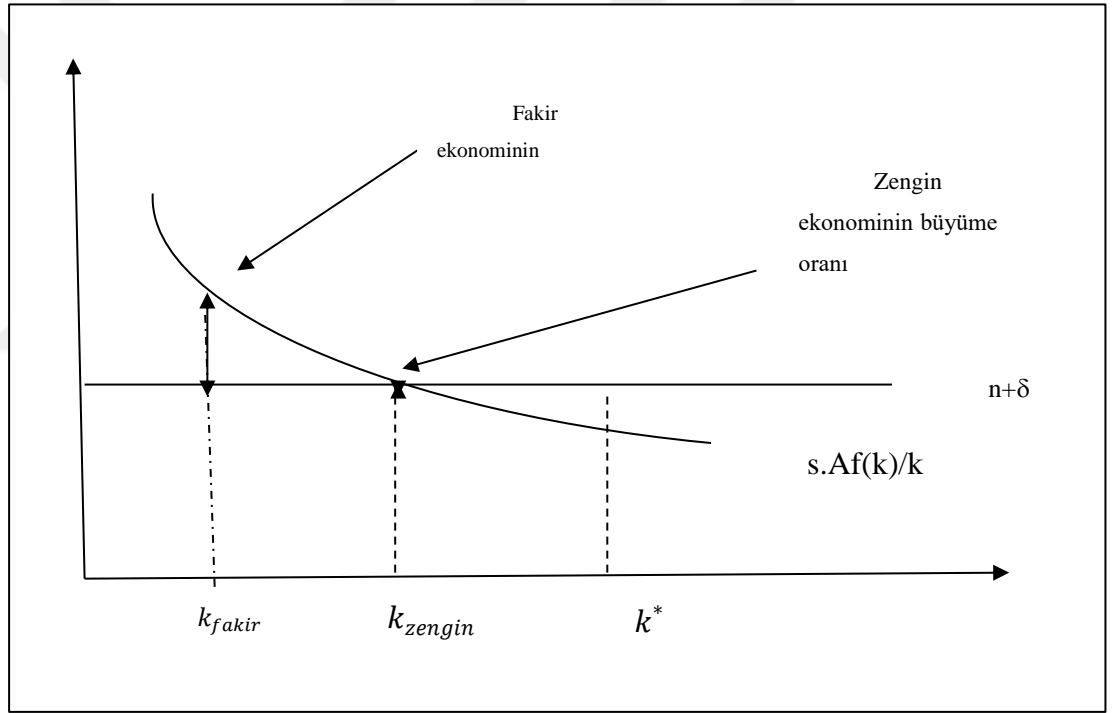
1.4.1.1. Solow-Swan Büyüme Modeli

Solow (1956) ve Swan'ın (1956) modeli sabit tasarruf oranını $0 < s < 1$ olarak göstermektedir. Kapalı ekonomilerde, tasarruflar brüt yatırımlara eşittir ve sermaye stokundaki artış artı amortisman da bu iki eşitliğe eşit olmaktadır. Kişi başı terimlerle sermaye stokundaki net artış:

$$k^* = s.Af(k) - (\delta + n).k \quad (1.1)$$

Burada, k kişi başına sermaye stoku, $Af(k)$ kişi başına üretim fonksiyonu, δ amortisman oranı ve n dışsal nüfus artış oranıdır. A ise teknoloji düzeyini ifade etmektedir. A , δ ve n 'in dışsal sabitler olduğu varsayılmaktadır. Denklem (1.1) Solow-Swan Modeli'nin temel diferensiyel denklemdir ve veri k_0 da sermayenin dinamik hareketini tanımlamaktadır. Eğer denklem (1.1)' in iki tarafı k ile bölünürse sermaye stokunun büyüme oranı elde edilir.

$$Y_k = s.Af(k)/k - (\delta + n) \quad (1.2)$$



Grafik 1.1. Solow-Swan Modelinin Dinamiği

Veri k_0 da ekonominin hareketi şekil (1.1) kullanılarak analiz edilmektedir. Şekil iki fonksiyon göstermektedir. Bunlar amortisman eğrisi olarak adlandıracağımız $(\delta + n)$ deki yatay çizgi ve tasarruf eğrisi olarak adlandıracağımız negatif eğimli $s.A f(k)/k$ eğrisidir. Denklem (1.2) büyüme oranının bu ikisi arasındaki fark olduğunu göstermektedir. Neoklasik Model'in sermayeye göre azalan getiri varsayımı, tasarruf eğrisinin negatif eğimli olmasını gerektirmektedir. İnada

koşulları³ (neoklasik modelde standart varsayımlardır) tasarruf oranının $k = 0$ da dikey ve k sonsuza giderken yatay eksene yaklaşmasına olanak sağlamaktadır. Tasarruf eğrisinin bütün değerleri sıfır ile sonsuz arasında olacağından tasarruf eğrisi amortisman eğrisi ile kesişecektir. Kesişme noktası durağan durum sermaye stoku olarak isimlendirilmektedir.

Eğer ele alınan veri setindeki ekonomilerin benzer parametre A ve δ ya, benzer tasarruf oranı s 'ye ve nüfus büyüme oranı n 'ye sahip olduğu ele alınırsa tek bir durağan durum sermaye stoku seviyesine yakınsamaktadır. Şekil 1.1, bu durumda sermaye stoku düşük ekonominin büyüme oranının (sermaye stoku k_{fakir} olarak adlandırılan) sermaye stoku yüksek ekonominin (k_{zengin}) büyüme oranından daha büyük olduğunu ispatlamaktadır. Buna göre, ekonomiler arasındaki tek fark başlangıç sermaye stoku ise, Neoklasik model fakir ekonomilerin zengin ekonomilerden daha hızlı büyüyeceğini savunmaktadır. Neoklasik Model'in yakınsama kuramı ile ilgili temel savı; sermayeye göre azalan verimler olduğundan, sermaye stoku küçük ülkede, her ilave büyük bir artış sağlarken sermaye stoku büyük ülke için ise bunun tersi geçerli olmaktadır.

Solow (1956) Modeli'nin temel çıkarımlarından biri de yakınsama hipotezidir. Solow'un modeline göre her bir ekonomi, iskonto oranı, dönemler arası faktör ikame esnekliği, sermayenin payı, aşınma oranı ve nüfus büyüme oranı gibi parametreler tarafından belirlenen, kendi durağan durum gelir seviyesine yakınsamaktadır (Mankiw vd., 1992: 422). Durağan durumdan sonra ekonomi, sıfır oranıyla sabit bir oranda büyümektedir. Buradan hareketle, durağan durumun belirleyicileri benzer ise ülkeler arasında yakınsama beklenmektedir (Galor, 1996: 1057).

³ Inada Koşulları üretim faktörleri sermaye ve emek pozitif iken sermayenin veya işgücünün marjinal verimliliğinin; sermaye ya da işgücü sıfıra giderken sonsuza, sermaye ya da işgücü sonsuza giderken sıfıra yaklaşacağını belirtmektedir. Bu koşullar da ekonominin durağan durum dengesine ulaşacağını garantilemektedir (Inada, 1963).

Bir ekonominin, eğer başlangıç sermaye-emek oranı, durağan durum sermaye-emek oranından küçükse (sermayenin marjinal verimliliği yüksek) diğer ekonomilerden daha hızlı büyümektedir. Yeniden üretilebilir sermayenin düşük başlangıç düzeyi, hızlı büyüme ve hızlı sermaye birikimi ile sonuçlanmaktadır. Sermaye ve emekte uluslararası hareketlilik, kaynakları bol faktörlü alanlardan kıt faktörlü alanlara götürerek yakınsama sürecini hızlandırmaktadır. Bu koşullar altında iki ekonomi, eğer tüm yönlerden özdeş ise, ya da biri diğerinin durağan durumuna yakınsamışsa, aynı kişi başı reel gelir düzeyine sahip olacaklardır. Buradan çıkan sonuç, büyüme oranının ülkelerin durağan duruma uzaklıkları ile negatif ilişki içinde olduğudur. Neoklasik Büyüme Modeli'nde kabul edilen varsayımlar neticesinde ülkeler durağan durum gelir seviyesine yakınsama eğilimi içindedirler (Ceylan, 2010: 6).

Dışsal büyüme teorisi ya da Neoklasik Büyüme Modeli 19. yüzyıldan 20. yüzyılın ortalarına kadar büyüme literatürüne hâkim olmuştur. Neoklasik Büyüme Modeli sermayenin azalan getirisi görüşüne dayanmaktadır. Dışsal büyüme modeli olarak adlandırılması sisteme gelen değişimin dışarıdan gelen bir değişken tarafından oluşturulmasıdır. İktisatçılar değişkenleri önce dışsal olarak kurgulamışlar daha sonra içselleştirmişlerdir. Teknolojik ilerleme ve beşeri sermayenin iyileştirilmesi ekonomik büyümenin temel kaynaklarını oluşturmaktadır. Solow (1956), Harrod-Domar Modeli'ne emek sermayeden ayrı ve azalan getiriye uygun bir şekilde üretim faktörü olarak dahil edilmiştir ve bu yolla Harrod-Domar Modeli'ndeki "bıçak sırtı"⁴ sorunu çözülmüştür.

Modelde nüfus artış oranı, tasarruf oranı ve teknolojik gelişme oranı alınmaktadır. Sermaye birikim denkleminde (K) sermaye ve (L) emek girdi olarak kullanılmıştır. Y_t , K_t , L_t ve A_t sırasıyla; toplam çıktı, sermaye, emek ve teknolojiyi (bilgi ya da emeğin etkinliği) t alt indisli ise sürekli zamanı temsil etmektedir.

⁴ Bıçak sırtı sorunu: Harrod'ın (1948) terimleriyle, kararlı denge sorunu, teknolojik değişimin yokluğunda işgücünün artışına bağlı olan doğal büyüme oranı ile tasarruf ve yatırıma bağlı beklenen büyüme oranı arasındaki bir karşılaştırmaya indirgenir. Harrod-Domar Büyüme Modeli'nde doğal büyüme oranı arzu edilen büyüme oranına eşit yani denge kurulmuşken gelen bir şok ile denge yeniden oluşamadığı durumdur (Solow, 2010).

Üretim girdileri süreç içinde değişebilmektedir. Üretim fonksiyonuna A_t genellikle $A_t L_t$ şeklinde çarpım durumunda dahil edilmektedir. Solow-Swan Büyüme Modeli'nde üretim fonksiyonu:

$$Y_t = F(K_t, A_t L_t) \quad (1.3)$$

Solow (1956) çalışmasında A_t 'yi teknolojik değişme olarak almıştır işgücünün eğitimindeki gelişmeler, yavaşlamalar ve hızlanmalar ile bunlara benzer üretim fonksiyonunda değişime neden olabilecek her şey olarak tanımlamıştır. A_t zaman boyunca ortaya çıkan değişikliklerin kümülatif etkisini ölçmektedir ve Harrod-Nötr olarak ele alınmıştır.

I-Üretim fonksiyonundaki üretim faktörlerinde (sermaye ve etkin emek) ölçeğe göre sabit getiri vardır.

$$F(cK - cAL) = cF(K, AL) \quad c \geq 0 \quad (1.4)$$

olmak üzere, bu varsayımla birlikte üretim fonksiyonu kişi başı gelir cinsinden değerlendirilmektedir (Solow, 1956).

II- Üretim faktörleri pozitifdir. Yani $K > 0$ ve $L > 0$ ' dır. Ayrıca üretim faktörlerinde azalan verimler yasası geçerlidir. Sermaye ve emekteki artışlar diğer her şey ve teknoloji sabitken üretimde artışa neden olmaktadır ve bu artış azalan verimler kanunu geçerliliği olduğu için azalan şekildedir. Tüm bu artışlar Inada koşulları (1963) ile sağlanmaktadır.

$$\text{III- } \lim_{K \rightarrow 0} (F_K) = \lim_{L \rightarrow 0} (F_L) = \infty \quad (1.5)$$

$$\lim_{K \rightarrow \infty} (F_K) = \lim_{L \rightarrow \infty} (F_L) = 0 \quad (1.6)$$

Inada (1963) koşullarının tümünü sağlayan, en yaygın kullanılan üretim fonksiyonu Cobb ve Douglas'ın (1928) geliştirdiği Cobb-Douglas⁵ fonksiyonudur. Bu çerçevede Cobb-Douglas üretim fonksiyonu ile Neoklasik Büyüme Modeli'ndeki fonksiyon şu şekilde yazılabilir:

$$Y_t = K_t^\alpha (A_t L_t)^{1-\alpha}, 0 < \alpha < 1 \quad (1.7)$$

Modelde emeğin ve teknolojinin sırasıyla sabit n ve g oranında dışsal olarak büyüdüğü varsayılmaktadır:

$$L_t = L_0 e^{nt} \quad (1.8)$$

$$A_t = A_0 e^{gt} \quad (1.9)$$

Bu tanımlamalara göre Hicks-Nötr⁶ (1963) olarak ele alınan $A_t L_t$ yani etkin emeğin büyümesi $n + g$ olmaktadır. Solow-Swan iktisadi büyümeye temel olarak sermaye birikiminin sebep olduğunu savunmaktadır. Sermaye miktarındaki değişimler toplam gelir düzeyinde de değişikliklere sebep olmaktadır. Ayrıca modele göre s gibi sabit bir oran yatırıma ayrılmaktadır. k olarak tanımlanan etkin emek başına sermaye stoku ($k = K/AL$), y olarak tanımlanan etkin emek başına çıktı ($y = Y/AL$), δ aşınma payı ($0 < \delta < 1$) ve k_t (fiili yatırımlar) k 'nın (gerekli yatırımlar) zamana göre türevi olmak üzere sermaye birikim denklemi:

$$k_t = sY_t - (n + g + \delta)k_t \quad (1.10)$$

Üretim fonksiyonu sermaye birikim denkleminde yerleştirildiğinde denklem:

$$k_t = sk_t^\alpha - (n + g + \delta)k_t \quad (1.11)$$

⁵ $Y_T = AK_t^\alpha L_T^\beta$, Y_t üretim düzeyi, K ve L fiziksel sermaye stoku ve işgücüdür. $\alpha + \beta = 1$ ise ölçüğe göre sabit getiri söz konusudur. Cobb-Douglas üretim fonksiyonunda ikame esnekliği ise daima 1 dir (Cobb ve Douglas, 1928).

⁶ Hicks Nötr, Hicks (1963) tarafından ortaya koyulan nötr diğer bir deyişle etkisiz teknolojik gelişme yaklaşımına göre sermaye/emek oranı sabit varsayılmakta ve faktörlerin marjinal verimlilikleri arasındaki oran değişmemektedir.

Denklemlerdeki k_t , k 'nin durağan durumdaki değerini göstermek üzere durağan durumda $k_t = 0$ olacaktır.

$$k^* = \left(\frac{s}{n + g + \delta} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \quad (1.12)$$

Durağan durum etkin emek başına çıktıyı bulmak için k^* yine üretim fonksiyonunda yerine konulduğunda bulunacaktır:

$$y^* = \left(\frac{s}{n + g + \delta} \right) \quad (1.13)$$

k^* üretim fonksiyonunda yerine yazılarak her iki tarafın logaritması alınmaktadır. Modelde sermaye ve emek üretim faktörleri ve üretimden aldıkları paylar ise marjinal ürünler olmaktadır. Tasarruf oranı, teknolojik gelişme ve nüfusun artış oranlarının değerleri dışsal ve sabittir. Matematiksel olarak hesaplanan durağan durum denge sermaye emek oranını üretim fonksiyonunda yerine yazıp, daha sonra logaritması alındığında kararlı denge kişi başı reel gelir:

$$\left(\ln \frac{Y_t}{L_t} \right) = \ln A_0 + gt + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln s - \ln(n + g + \delta) \quad (1.14)$$

Solow-Swan Büyüme Modeli'nde durağan durumda kişi başı gelirin belirleyicileri dışsal olarak ele alınan tasarruf ve nüfus artış oranıdır. Dışsal olarak ele alınması ülkelerin farklı tasarruf ve nüfus artış oranları dolayısıyla farklı durağan denge düzeylerine ulaşacak olmalarından kaynaklanmaktadır. Solow-Swan Büyüme Modeli'ne göre yüksek tasarruf oranına sahip ülkeler daha zengin, yüksek nüfus artış oranına sahip ülkeler ise daha fakirdir.

Modelin EKK (En Küçük Kareler) yöntemi ile tahmin edilebilmesi için Mankiw, Romer ve Weil (1992) α bir sabiti; ε ise ülkeye özgü şoku temsil etmek üzere $\ln(A_t) = \alpha + \varepsilon$ varsayımı yaparak denklemini yeniden düzenlemiştir.

$$\ln\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) = \alpha + gt + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(s) \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(n + g + \delta) + \varepsilon \quad (1.15)$$

Mankiw, Romer ve Weil'e göre (1992) (1.15) numaralı denklem hem değişkenlerin işaretlerini hem de değişkenlerin etkilerinin büyüklüğünü öngörebilmektedir. Modele ekonometrik açıdan bakıldığında her iki tarafın logaritmik olmasından dolayı katsayılar esneklik olarak yorumlanabilmektedir.

Özetlemek gerekirse Solow-Swan Modeli uzun dönemde ekonominin büyüme oranı; iş gücü büyümesi ve modelde içsel olarak belirlenen teknolojik gelişmenin toplamından oluşmaktadır. Durağan durum denge düzeyi söz konusudur. Mevcut teknolojiye büyüme, durağan durum denge noktasına yaklaştıkça azalmakta ve bu denge noktasında sona ermektedir. Ayrıca, başlangıç işçi başı gelir seviyesi durağan durum denge düzeyinden ne kadar uzak ise büyüme o kadar yüksektir. Tasarruf oranı ise sadece gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) düzeyini etkilemektedir. Ancak bu etki uzun dönemde devam etmemektedir. Yüksek tasarruf oranı, emeğin verimliliğinde ve GSYİH düzeyinde geçici artışlara neden olmaktadır. Uzun dönemde büyüme oranı, iş gücündeki değişim oranı ve teknolojik gelişme oranının toplamından oluşmaktadır (Gould ve Ruffin, 1993: 29). Solow Modeli uzun dönem büyümeyi açıklayamamaktadır, sermaye birikimi büyümeyi açıklamak için tek başına yeterli olmamaktadır.

Solow Modeli'nin optimal çözüm konusunda bir iddiası bulunmamaktadır. Eğitim ve sağlık hizmetlerinin gelir yakınsamasını hızlandırması beklenirken, yüksek enflasyon, bütçe açığı ve işsizlik gibi göstergelerin gelir yakınsamasını azaltması beklenmektedir. Solow'daki tasarruf tüketim denklemi büyüme denklemlerinin daha iyi anlaşılmasını sağlayabilir. Teknolojiyi içselleştirmeden ekonomik büyümeyi anlamak mümkün değildir (Yetkiner, 2012: 14).

1.4.2. Genişletilmiş Neoklasik Büyüme Modeli (MRW Modeli)

Ekonomistler, beşeri sermayenin büyüme sürecindeki önemini uzun süredir vurgulamaktadır. Teorik düzeyde, beşeri sermayenin doğru şekilde açıklamasının

yapılması, büyüme sürecinin doğasına ilişkin görüşleri değiştirebilir. Örneğin Lucas (1988) beşeri sermaye sabit tutulduğunda fiziki sermaye birikiminin azalan getirileri olmasına rağmen, tüm yeniden üretilebilir sermayenin getirilerinin (beşeri artı fiziki) sabit olduğunu varsaymaktadır.

Beşeri sermayenin varlığı ülkeler arası farklılıkların analizini değiştirmektedir. Genişletilmiş Solow Modeli beşeri sermayeyi de içerecek şekilde değişmiştir. “Genişletilmiş Solow Modeli” ya da “Mankiw-Romer-Weil Modeli (MRW)” üretim fonksiyonu MRW (1992):

$$Y_t = K_t^\alpha H_t^\beta (A_t L_t)^{1-\alpha-\beta} \quad (1.16)$$

Solow Modeli’nden farkı H değişkeninin (beşeri sermaye stoku) eklenmiş olmasıdır. Solow Modeli’nde s kadarlık bir kısmı yatırımlar için kullanılırken, MRW modelinde yatırımlar fiziki ve beşeri sermaye yatırımlarından oluşacaktır. s_k fiziki sermaye yatırımlarını ve s_h beşeri sermaye yatırımlarını göstermektedir. Sermaye birikim denklemleri:

$$\dot{k}_t = s_k y_t - (n + g + \delta) k_t \quad (1.17)$$

$$\dot{h}_t = s_h y_t - (n + g + \delta) h_t \quad (1.18)$$

Denklemlerdeki y ve k yine daha önce Solow Modeli’nde tanımlandığı gibidir. h ise H/AL olarak tanımlanmaktadır. Bu model de bazı varsayımlar üzerine kurulmuştur. Varsayımlar kısaca şu şekilde özetlenebilir:

I. MRW modeli beşeri sermaye, fiziki sermaye ve tüketim için aynı üretim fonksiyonunun geçerli olduğunu varsaymaktadır. Bu sayede bir birim tüketim, maliyetsiz olarak bir birim fiziki ya da bir birim beşeri sermaye ile değiştirilebilmektedir.

II. Ayrıca model Lucas (1988)’dan farklı olarak beşeri sermayenin fiziki sermayeyle aynı oranda yıprandığını varsaymaktadır.

III. Modele göre $\alpha + \beta < 1$ 'dir. Bu varsayım hem fiziki hem de beşeri sermaye için azalan getiriyi ifade etmektedir. Aksi durumda örneğin sabit getirinin olduğu durumda modelin durağan durumu olmayacaktır (Mankiw vd., 1992: 416).

Durağan durumda k ve h 'ın değerleri:

$$k^* = \left(\frac{s_k^{1-\beta} s_h^\beta}{n+g+\delta} \right)^{1-(1-\alpha-\beta)} \quad (1.19)$$

$$h^* = \left(\frac{s_k^\alpha s_h^{1-\alpha}}{n+g+\delta} \right)^{1-(1-\alpha-\beta)} \quad (1.20)$$

k^* ve h^* üretim fonksiyonunda yerine konulup her iki tarafın logaritması alınırsa kişi başı çıktı Solow Modeli'ne benzer bir şekilde aşağıdaki gibi elde edilmiş olacaktır:

$$\ln\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) = \ln A_0 + gt - \frac{\alpha+\beta}{1-\alpha-\beta} \ln(n+g+\delta) + \frac{\alpha}{1-\alpha-\beta} \ln(s_k) + \frac{\alpha}{1-\alpha-\beta} \ln(s_h) \quad (1.21)$$

Denklem (1.21) kişi başına düşen gelirin nüfusun artış oranıyla fiziki ve beşeri sermayedeki artış oranlarının sırasıyla negatif ve pozitif bir fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle beşeri sermaye terimini göz ardı etmek, tasarruf ve nüfus artışı katsayılarını saptırmaktadır. Beşeri sermayeyi tasarruflar ve nüfusun artış oranı etkilemektedir. Beşeri sermaye tasarruf oranı ile pozitif, nüfus artış oranı ile ise negatif ilişkilidir. Modeli uygularken beşeri sermaye yatırımı eğitim olarak kısıtlanmakta diğer şeylerin yanı sıra sağlık yatırımı da göz ardı edilmektedir. Odaklanılan kısıta rağmen beşeri sermayenin hesaplanması pratikte zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Sonuç olarak Solow modeline beşeri sermayeyi eklemenin modelin performansını artırdığı sonucuna varılmaktadır (Mankiw vd., 1992).

1.4.3. İçsel Büyüme Teorileri

İçsel Büyüme Teorileri 1980'lerde ortaya atılmış teorilerdir. Bu teorilere göre sermayenin getirisi azalan değil, aksine araştırma-geliştirme (Ar- Ge) faaliyetleri, teknolojik gelişmeler ve beşeri sermaye yatırımları sayesinde sınırsız olarak artan

olabilmektedir. Bu durum, ekonomiler arasında farkların artmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, İçsel Büyüme Teorileri'ne göre ekonomik bütünleşmeler, uzun vadede tek bir durağan durumun düzeyine değil, her ülkenin kendi durağan durum düzeyine yakınsaması ile sonuçlanmakta; ülkeler arasındaki farklılıklar ise kalıcı olabilmektedir. Romer'e göre (1986) büyüme içseldir ve aslında artan oranlı büyüme olasılığını ortaya koymaktadır. İçsel Büyüme Teorileri'nin temel özelliği, Neoklasik Büyüme Modeli'nin tam tersine azalan verimlerin olmaması yani azalan marjinal verim yasasının ihlal edilmesidir.

Romer (1986; 1990; 1994) “Yakınsama Anlaşmazlığı (The Convergence Controversy)” çalışmasında reel gelirler anlamında ülkeler arasında yakınsama yoktur. Bu ispat Neoklasik Büyüme Modeli'ni yanlışlamaktadır. Neoklasik Model ülkeler arasında gelir düzeylerinde ve büyüme oranlarında yakınsamaya doğru bir eğilim olacağını söylemekte iken İçsel Büyüme Teorileri farklı tasarruf ve yatırım oranlarına sahip ülkelerin sürekli farklı büyüme oranlarına sahip olarak Neoklasik Büyüme Modeli'ni dışladığını savunmaktadır (Ercan, 2000: 129–132). Kısaca eğer üretim fonksiyonu neoklasik şartlara uygun olmazsa, azalan verimler oluşmayacağından ve ekonomi de durağan duruma ulaşamayacağından sermaye birikimi büyüme oranında da artışa sebep olmaktadır (Mankiw, 1995: 297). İçsel Büyüme Teorileri'nde gelirin durağan durumu söz konusu değildir. Ülkeler aynı büyüme ve tasarruf oranlarında bile, farklı kişi başına gelir oranına sahip olabilmektedir.

AK Modeli'nde de sermayeye göre azalan verimler yoktur, ekonomi durağan duruma ulaşamayacaktır. Marjinal getiriler sermaye birikimiyle yavaşlamaz. Tek sektörlü AK Modeli kesin olarak yakınsama hipotezini reddetmektedir (Mankiw vd., 1992: 24). Doğrusal AK teknolojisi (A , teknolojik düzeyi; K , fiziksel sermayeyi, H beşeri sermayeyi göstermektedir) Neoklasik kuramın sermayeye göre azalan verimler kanunu ve daha önce açıklanan İnada koşulları ile ters düşmektedir. Neoklasik Model'de tasarruf oranları sabittir, $0 < s < 1$. Kapalı bir ekonomide tasarruflar yurt içi yatırımlara eşittir. Yurt içi yatırımlar ise, sermaye stokundaki net artış artı aşınma oranı olarak ifade edilmektedir. Sermaye stokundaki net artış kişi başına ifadeler açısından:

$$k_t = s.Af(k) - (\delta + n) \quad (1.22)$$

k_t , kişi başına sermaye stoku; $Af(k)$, kişi başına terimler cinsinden üretim fonksiyonu, δ aşınma oranı ve n ise nüfus artış oranıdır. A , teknoloji düzeyidir ve A, δ ve n sabit değişkenler olarak alınmıştır. (1.22) denkleminin her iki tarafı k terimine bölünürse, sermaye stokunun artış oranı ile ifade edilmiş bir denklem elde edilir:

$$\gamma_k = s.Af(k)/k - (\delta + n) \quad (1.23)$$

$\delta + n$, negatif eğime sahip aşınma eğrisidir; $sAf(k)/k$ ise tasarruf eğrisidir. $k = sAf(k) - (\delta + n)k + n$, negatif eğime sahip aşınma eğrisidir; $sAf(k)/k$ ise tasarruf eğrisidir.

$$k = Af(k) - (d + n) \quad (1.24)$$

Neoklasik teknik gelişme $Af(k)$ yerine doğrusal AK terimini yerleştirirsek sermaye birikim denklemi:

$$yK = sA \quad (1.25)$$

şeklindedir.

İki ekonominin (k_{zengin}, k_{fakir}) yalnızca başlangıç sermaye stoklarının farklı olduğu kabul edilsin. Bu teorinin savına göre iki ekonominin de büyüme oranları aynı olacağından aralarında bir yakınsama söz konusu olmamaktadır.

Neoklasik Model'de, tasarruflar geçici bir süre büyümeye neden olup, ekonomi durağan durum dengesine ulaştığında büyüme, tasarruf oranlarından bağımsız hale gelmektedir. Ancak AK Modeli'nde tasarruflar, sürekli olarak büyümeye neden olmaktadır. Tasarruf oranları k 'nin azalan bir fonksiyonu olduğundan, İçsel Büyüme Teorileri yakınsama hipotezinin lehine bilgiler vermektedir. İçsel Büyüme Teorileri koşullu yakınsama kavramını ortaya atmıştır (Mankiw, 1995: 296; Sala-i-Martin, 1996b: 1345).

$$Y/Y = K/K = sA - \delta, sA > 0 \quad (1.26)$$

olduğundan, gelir büyümesi sürekli devam etmektedir. Böylece İçsel Büyüme Teorileri, Neoklasik Model'in dışsal nüfus artışı ve dışsal teknolojik gelişme gibi varsayımlarını reddetmektedir. İçsel Büyüme Teorileri daha çok tasarruf eden ülkelerin daha hızlı büyüyeceğini savunmaktadır ancak ülkeler aynı teknoloji ve tercih düzeylerine sahip olsalar bile bu ülkeler arasında yakınsama süreci gerçekleşmeyebilir (Mankiw vd., 1992: 421).

İçsel Büyüme Teorileri'nin birçoğunun temelinde eksik rekabet kavramına vurgu yapılmaktadır. Bu da ekonominin farklı farklı ürünlerde monopol elde etmesini sağlamaktadır. Kâr arayışı içinde olan firmalar, Ar- Ge ya da teknoloji ile yenilik yaratmaya çalışmaktadır. Ar- Ge uzun dönem verimliliğin ve tüketici refahının ana göstergesidir. Dünya ekonomisi teknolojik gelişme ile büyüse de teknoloji transferi ve teknolojinin yayılımının olması daha önemlidir. Teknolojinin ülkeler arasında yayılımı tam olarak gerçekleştiğinde bütün ekonomiler uzun dönemde aynı büyüme oranlarına ulaşacaklardır. Teknolojiyi absorbe etmek, takipçi ülke için daha az maliyet ve daha az belirsizlik demek olduğundan takipçi ülke lider ülkeden daha hızlı büyüyerek lider ülkenin büyüme oranına yakınsayabilmektedir (Barro, 1994: 22).

1.5. FİNANSAL GELİŞME VE BÜYÜME

Finansal gelişmeyi sağlamak için hükümetin gerekli koşulları oluşturması gerekmektedir, çeşitli araştırmacılar tarafından finansal gelişmeyi destekleyen politika önlemleri, kurumlar, faktör donanımları ve kültür gibi bir dizi faktör tespit edilmiştir. Ülkeler arasındaki eşit olmayan finansal gelişme düzeylerini hesaba katan temelde “talep odaklı yaklaşım” ve “arz odaklı yaklaşım” olmak üzere iki yaklaşım vardır. Fritz (1984) gelişmekte olan ülkelerde “arz odaklı yaklaşımın” finansal gelişme seviyelerindeki farklılıkları açıklamak için uygun olduğunu öne sürmüştür. Bu görüşe göre farklı ekonomik ve siyasi pozisyonlarla süreci başlatabilecek veya engelleyebilecek olan hükümettir. “Talep yönlü yaklaşım” ise reel ekonomi

genişlediğinde finansal hizmetlere olan talep artışının görünür hale geldiğini ve bunun finansal kurumlar tarafından karşılandığını iddia etmektedir.

Finansal sistemin ekonomik büyümeyi etkilediği kanallar, her şeyden önce sermaye birikimi ve üretim faktörlerinin üretkenliğindeki değişimdir. Finansal sistemin varlığı, işlemin ve bilgi maliyetlerinin azalmasını etkiler, bunlar da arz ve talep yapısı arasındaki uyumsuzluğun ve bilgi asimetrisi olgusunun sonucudur. Finansal sistem, belirsizlik koşullarında kaynakların daha etkin tahsis edilmesini sağlamaktadır. Bu işlevi ne kadar iyi tamamlarsa, ekonomi üzerindeki etkisi o kadar olumlu ve önemli olmaktadır (Levine, 1997: 690-691). Verimli ve etkili bir bankacılık sistemi ve finansal piyasalar, herhangi bir zamanda finansal araçların avantajlı akışını mümkün kılarak toplumun genel zenginliği üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Bu tüketim seviyelerinin yükselmesine ve ardından üretim oranlarına ve ekonomik etkinliğe katkıda bulunmaktadır (Mishkin, 2002: 54).

Schumpeter (1911), Goldsmith (1969), McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından önerilen düşünce okulu, ekonomik büyümeyi teşvik etmede finansal gelişme için proaktif bir rol vurgulamaktadır. Bu görüşün savunucuları, finansal kurumlar tarafından sağlanan hizmetlerin niceliği ve kalitesindeki farklılıkların, ülkelerin neden farklı oranlarda büyüdüklarini kısmen açıklayabileceğini savunmaktadır.

Özellikle, literatürde finansa dayalı büyümenin iki farklı kanalı ortaya çıkmıştır, bunlar “toplam faktör verimliliği” ve “faktör birikimi” kanallarıdır. “Toplam faktör verimliliği” kanalı, bilgi asimetrisini iyileştiren ve yatırım projelerinin daha iyi seçilmesine ve izlenmesine yol açan yenilikçi finansal teknolojiler aracılığıyla çalışmaktadır (Townsend, 1979; King ve Levine, 1993b; Baier vd., 2004). Ek olarak, finansal serbestleşme sonrası gelişen risk paylaşımı, öz sermaye maliyetini düşürmeli ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olan yatırımı artırmalıdır (Bekaert ve Harvey, 2000; Bekaert vd., 2001; Bekaert vd., 2002a; Bekaert vd., 2005).

“Faktör birikimi” kanalı, araçların verimsiz kaynakları harekete geçirme yeteneğini geliştiren ve firmaların proje bölünmezliklerinin üstesinden gelmelerine yardımcı olan öz-finansman yerine organize finansın yayılmasına odaklanmaktadır (Gurley ve Shaw, 1955; Bencivenga ve Smith, 1991; Rousseau, 1999; Xu, 2000; Bell ve Rousseau, 2001).

King ve Levine, 1993a; King ve Levine, 1993b’nin ülkeler arası analiziyle başlayan, lineer yöntemlere dayalı ekonometrik çalışmaların bazıları, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediğine dair önde gelen görüşe ampirik destek sağlamıştır. Bununla birlikte, ampirik çalışmaların bazıları, nispeten yüksek kişi başına gelir seviyelerinde ilişkinin güçlü bir şekilde pozitif olmasına rağmen, Deidda ve Fattouh (2002) ve Harris (1997) tarafından yapılan yatay kesit analizlerinde olduğu gibi (Xu (2000) çalışmasında olduğu gibi negatif) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin nispeten düşük kişi başına gelir seviyelerinde genellikle zayıf veya önemsiz olduğunu göstermektedir. Son zamanlardaki finans ve büyüme üzerine teorik literatür, finansal gelişmenin uzun vadeli büyümeyi daha hızlı teşvik ettiği sonucuna varmaktadır. Bu modeller ve ayrıca Bencivenga ve Smith (1991) gibi bir finansal sektörün varlığını verildiği gibi alan diğerleri, finansal gelişmenin genellikle büyümeyi teşvik ettiği sonucuna varmaktadır. Greenwood ve Jovanovic (1990), Saint-Paul (1992), Zilibotti (1994) ve Blackburn ve Hung (1998) gibi çeşitli çalışmalar, bir finansal sektörün belirli bir kritik ekonomik gelişme düzeyinde içsel olarak ortaya çıkışını finansal işlemlerin sabit maliyeti varsayımıyla açıklamaktadır.

Demirgüç-Kunt ve Levine’in (1996a; 1996b) işaret ettiği gibi, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlar üzerine yapılan araştırmalar, iki ana nedenden dolayı neredeyse sadece finansal araçlara odaklanmaktadır. Birincisi, merkez bankaları ve ticari bankalar, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. İkincisi, merkez bankaları ve ticari bankalara ilişkin istatistikler kolaylıkla elde edilebilir, ancak yakın zamana kadar gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasaları hakkında çok az veri vardır. Daha iyi gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip ülkelerde genellikle daha iyi gelişmiş

bankalar ve banka dışı finansal araçlar da bulunmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996a).

Driffill (2003: 363) finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen ampirik kanıtları inceledikten sonra, ‘finansal gelişme ekonomik gelişmede nedensel bir rol oynuyor mu yoksa sadece ekonomik gelişmeyi mi takip ediyor’ sorusunun açıkta bir soru olduğunu savunmaktadır. Gerçekten de, literatüre yapılan son katkılar, finansın rolünü destekleyen veya reddeden sonuçların büyük ölçüde model spesifikasyonuna, bir ülkenin gelişmişlik düzeyine (finansal ve/veya ekonomik), finansal değişkenlerin seçimine ve kullanılan ekonometrik tekniklere bağlı olduğunu göstermektedir. Favara (2003) özel sektöre verilen krediler ve likit yükümlülüklerin (LS) ekonomik büyüme üzerindeki öneminin büyük ölçüde tahmin yöntemi seçimine bağlı olduğu sonucuna varmıştır.

Rioja ve Valev (2004) finansal gelişmenin farklı aşamalarındaki 74 ülkeden oluşan bir örneklem için, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin kanıtlarının ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olduğu sonucuna varmak için genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) tahminini kullanmıştır. Düşük finansal gelişme seviyelerinde, ekonomik büyüme üzerindeki etki karışıkken, orta seviyedeki bir finansal gelişmede etki pozitif ve güçlüdür.

Finansal gelişme ve büyüme arasındaki nedensellik iki yönlüdür. Daha önceki bazı çalışmalarda da belirtildiği gibi, nedenselliğin kişi başına düşen gelirden finansal sistemlerin gelişmesine ters yönde de çalıştığına inanmak için bir çok sebep bulunmaktadır. Finansal sektör yatırım fırsatları hakkında bilgi toplayarak tasarrufları daha verimli yatırımlara yönlendirmektedir, dolayısıyla fiziksel sermayenin verimliliğini artırmaktadır. Ayrıca, finansal piyasanın büyüklüğü ile bağlantılı olarak aracılık faaliyetlerinde de yaparak-öğrenme etkilerinin mevcut olduğu varsayılarak, finansal sektörün teknik etkinliği toplanan tasarruf hacminin artan bir fonksiyonu olmaktadır. Sonuç olarak, reel sektör tasarruf hacmi yoluyla finans sektörü üzerinde bir nevi pozitif dış etkiye sahiptir (Berthelemy ve Varoudakis, 1996).

Finansal sistem ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyebilir ve çoğu zaman etkilemektedir ancak büyümenin önündeki engel de olabilir. Finansal gelişmenin çok fazla olması, etkili işleyişi için risk oluşturabilmektedir. Aynı zamanda büyük ölçekli finansal kriz riskinin artmasına da katkıda bulunabilmektedir. Yüksek kâr elde etme fırsatı, ahlâki tehlikenin cazibesine neden olabilmektedir. Finansal sistemin büyüklüğü tam anlamıyla ekonominin ihtiyaçlarına uygun olmalıdır.

Rekabetin amacı hane halkı tasarruflarını toplamaktır. Finansal sektörün büyüklüğü, piyasa için rekabet eden banka sayısı aracılığıyla finansal aracılık yoğunlaşması ve finansal marjlar üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Reel ve finansal sektörler arasındaki etkileşim, çoklu durağan durum dengesi yaratmaktadır. Bu durağan durumlardan biri, finans sektörünün ortadan kalktığı ve ekonominin durgunlaştığı bir yoksulluk tuzağına yol açmaktadır. İkinci durağan durum, pozitif içsel büyüme ve finansal aracılık faaliyetlerinin normal gelişimi ile karakterize edilmektedir. Finansal gelişmenin başlangıç düzeyiyle bağlantılı birden çok durağan durumunun bu sonucu, ekonomik büyümeye ilişkin ülkeler arası verilerle desteklenmektedir.

Bu tür gruplara yönelik araştırmalar, genel yakınsama çalışmalarının metodolojisini takip etmektedir ve istatistiksel verilerin, ekonomiler arasında küresel bir yakınsama sürecinden ziyade yerel yakınsama süreçleri tarafından üretilebilme olasılığını dikkate almaktadır (Chatterji, 1993). Bununla birlikte, çoklu içsel büyüme durum dengeleri sadece ekonominin finans sektörünün yetersiz gelişmesinden kaynaklanmamaktadır. Beşeri sermaye birikimine dönüşen ekonominin eğitimsel gelişimi ile olumlu bir ilişkisi olduğu sürece, beşeri sermaye birikimi ile bağlantılı olarak da ortaya çıkmaktadır (Azariadis ve Drazen, 1990), (Becker vd., 1990). Ayrıca De Gregorio'nun (1993) gösterdiği gibi, finansal piyasalar mükemmel değilse, bireylerin beşeri sermaye birikimini finanse etmek için borç alma olasılığını sınırlayan bir yoksulluk tuzağı büyük olasılıkla ortaya çıkacaktır.

Son araştırmalar, gelişmekte olan birçok ülkenin veya Rusya gibi (geçiş ülkeleri olarak anılan) eski komünist ülkelerin çok düşük büyüme oranları yaşamasının önemli bir nedeninin, finansal sistemlerinin az gelişmiş olması (finansal

baskı olarak adlandırılan bir durum) olduğunu bulmuştur.⁷ Finansal yapının ekonomik analizi, az gelişmiş bir finansal sistemin nasıl düşük seviyede bir ekonomik gelişme ve ekonomik büyümeye yol açtığını açıklamaya yardımcı olmaktadır. Gelişmekte olan ve geçiş ülkelerindeki finansal sistemler, onları verimli bir şekilde işlemekten alıkoyan çeşitli zorluklarla karşı karşıyadır. Kredi piyasalarında ters seçim ve ahlâki tehlike problemlerinin çözümüne yardımcı olmak için kullanılan iki önemli araç, teminatlar ve kısıtlayıcı sözleşmelerdir. Gelişmekte olan birçok ülkede hukuk sistemi yetersiz çalışmakta ve bu iki aracın etkin bir şekilde kullanılmasını zorlaştırmaktadır. Bu ülkelerde, iflas prosedürleri genellikle son derece hantal ve yavaştır (Mishkin, 2004).

Piyasanın teminatı etkin bir şekilde kullanamadığı durumlarda, ters seçim sorunu daha da kötüleşecektir, çünkü borç veren, iyi bir krediyi kötü bir krediden ayırmak için borçlunun kalitesi hakkında daha fazla bilgiye ihtiyaç duyacaktır. Sonuç olarak, borç verenler için fonları en verimli yatırım fırsatlarına sahip borç alanlara kanalize etmek daha zor olacak, bu da daha verimsiz yatırımlara ve dolayısıyla daha yavaş büyüyen bir ekonomiye yol açacaktır. Benzer şekilde zayıf gelişmiş bir hukuksal sistem, borçluların kısıtlayıcı sözleşmeleri uygulamasını son derece zorlaştıracaktır. Bu yasal sistemler, borç alanlar adına ahlâki tehlikeyi azaltma konusunda çok daha sınırlı bir yeteneğe sahip olmakta ve bu nedenle borç vermeye daha az istekli olmaktadır. Yine sonuç daha verimsiz yatırım ve ekonomi için daha düşük bir büyüme oranı olacaktır (Mishkin, 2004).

1.6. FİNANSALLAŞMA VE FİNANSAL YAKINSAMA

Finansallaşmanın tanımı 1980'lerin başından 2000'li yıllara kadar hem ulusal hem de uluslararası düzeyde modern ekonomilerin işleyişinde finansal motivasyonun, finansal aktörlerin ve finansal piyasaların artan ağırlığına atıfta bulunan Epstein (2005) ve Krippner (2005) tarafından yapılmıştır (Arestis vd., 2016). Krippner (2005: 174) “finansallaşmayı kârların ticaret ve ticari mal üretimi

⁷ World Bank, Büyüme için Finans: Değişken Bir Dünyada Politika Tercihleri (World Bank ve Oxford University Press, 2001) bu literatürün bir araştırması ve ek referansların bir listesi için.

yerine öncelikle finansal kanallar aracılığıyla tahakkuk ettiği bir birikim modeli” olarak tanımlamaktadır.

Van der Zwan (2014) finansallaşma teriminin kökenlerini ve çeşitli tanımlarını gözden geçirmiş ve modern toplumlarda finansallaşma etiketi altına giren yapısal değişikliklerin üç özelliğini vurgulamaktadır;

I. finansal motivasyonun ve finansal aktörlerin egemen olduğu bir birikim rejimi;

II. bir iş yönetim tarzı olarak ‘hissedar değeri’ nin yükselişi; ve

III. konuttan, emekli maaşlarına ve kamu hizmetlerine kadar günlük yaşama egemen olan bireycilik ve onunla ilişkili piyasa rekabeti kültürü.

Neoklasik Teori’ye göre yakınsama süreci, yakalama sürecinin bir parçası olarak finans ve büyümenin etkin aracılığını kolaylaştırmadaki rolünün ötesinde, bölgesel finans sektörüne bağlı değildir (Moore ve Nagurney, 1989). Ana akım literatür, altta yatan asil-vekil sorunu nedeniyle finansal sürtüşmeleri, piyasa aksaklıklarını ve piyasa bölümlendirmesini hesaba katarak ilerleme sağlamaktadır (Greenwald ve Stiglitz, 2003).

Özellikle kredi tayınlaması, Yeni Keynesyen Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGE) Modelleri’nde konjonktür dalgalanmaları boyunca içsel olarak ortaya çıkmaktadır ve ‘finansal hızlandırıcı’ nedeniyle makroekonomik ve finansal şokları büyütme için çalışmaktadır (Bernanke vd., 1996). Servetin dağılımı dengelenme sürecini önem arz eden bir şekilde etkilemektedir; bununla birlikte, ana akım (Yeni Keynesyenler) mikro temellerinin önemli bir sonucu, krizler sırasında bölgelerin; krediye düzensiz erişim, kredi marjlarında yaşanan farklılıklar ve kredi mevduat priminin değişmesi şeklinde dengeden geçici sapmalar yaşayabileceğidir. Post-Keynesyenler, ana akım (Yeni Keynesyen) modellerde yerleşik olan piyasa aksaklıkları ve kısıtlamaları tartışmamaktadır; ancak bölgesel kredi arz ve talebinin birbirine bağımlı olarak ve bankacılık sektörünün gelişmesi ve likidite tercihinden etkilenmiş olarak görmektedirler (Dow ve Rodriguez-Fuentes, 1997). Az gelişmiş bankacılık sektörlerine sahip bölgelerde yüksek tasarruf ve düşük harcama eğilimi

olduğu için, heterodoks literatüründeki ilk varsayım, finansal yakınsama yerine finansal iraksamadır (Chick ve Dow, 1988).

Post-Keynesyen likidite tercihi teorisine göre sermaye, merkezi finans merkezlerinin gelişiminde daha az gelişmiş bölgelerden daha müreffeh, daha likit ve daha çok finansallaşmış bölgelere, ve kredi koşullarının mekansal kümelenmesinde kendini gösteren kendi kendini güçlendiren bir mekanizma içinde akabilir (Dow 1992; 1999). Finansal serbestleşmeyi ve yakınsamayı teşvik etmek için tasarlanmış çeşitli politikaların uygulanmasına rağmen, ekonomik ve finansal farklılıklar son yıllarda daha belirginleşmiş ve yakınsama olasılığı daha da zor hale gelmiştir (Kitson vd., 2011).

Finansal sistemin tüm veya en azından en önemli unsurlarının birbirini tamamlaması, finansal sistemlerin işlevselliği için gerekli bir koşuldur. Finansal yakınsama özünde, özneler arasında rekabet eden faaliyetlerin ve çıkar alanlarının iç içe geçmesidir. Küresel finans piyasasının farklı sektörlerindeki katılımcılar, aralarındaki bağlantı ve benzerlik temelinde, katılımcıların çabalarını birleştirerek, ortaklaşa olarak bu kuruluşların rekabet gücünü artırmayı amaçlamışlardır. Bu durumda geçiş döneminde, eski yapılandırma tamamen işlevsel olan yeni, tamamen farklı bir yapılandırma ile değiştirilene kadar genellikle yakınsama süreçlerinde meydana gelenler gibi kademeli değişikliklerin kaçınılmaz olarak refah kayıplarına yol açacağı sonucu çıkmaktadır. Bu refah kayıpları (veya bunun olasılığı), bu kayıpları üstlenmek zorunda kalacak olan ekonomik aktörlerin karşıt tepkilerine ve dolayısıyla bir bütün olarak sistemdeki eylemsizliğe ve yola bağımlılığa yönelik eğilimlere neden olmaktadır. Bu nedenle, finansal sistemlerdeki yapısal değişiklikleri anlamak için, yalnızca bireysel unsurların ve alt sistemlerin özelliklerinin üstlendiği değerleri değil, aynı zamanda ve her şeyden önce sistem bileşenlerinin etkileşim ve işleyiş şekillerini de birlikte hesaba katmak gerekmektedir (Schmidt vd., 2001).

Bir değişiklik mekanizması olarak finansal yakınsama, belirli bir finans sektörünün üyelerinin faaliyetlerinin dünya finans piyasasının diğer finans sektörlerinin faaliyetlerine nüfuz etmesi olarak nitelendirilebilir (Rysin vd., 2021). Modern finans piyasalarında finansal yakınsama aşağıdaki etkilerle gösterilmiştir:

i) Yakınsama, finansal piyasanın çeşitli kurumları arasında işlevlerin dağıtılmasını teşvik etmektedir.

ii) Yakınsama, satışlarda bir avantaj yaratıp finans piyasasında rekabeti artırmaktadır.

iii) Yönetim otoriteleri tarafından temsil edilen devlet düzenlemeleri yakınsamayı uyarmaktadır.

Finansal yakınsama ile ilgili ana sonuç, dünyanın finansal derinlik göstergeleriyle β -yakınsamasına sebep olmasının yanı sıra istikrarlı bir finansal gelişmeye neden olduğu ve finansal yakınsamanın, orta gelirli ülkelerde nispeten daha hızlı gerçekleştiğidir. Yine de yakınsama hızı, gelişmekte olan dünya ülkelerinin gelişmiş dünya ülkelerinin finansal gelişme hızına yetişmesi için yeterli olmamaktadır. Bir başka ifade ile β - yakınsaması gerçekleşmekte ancak σ -yakınsaması gerçekleşmemektedir.

Benzer şekilde finansal heterojenlik sadece finansal krizler sırasında finansal bozulma veya finansal gelişme eksikliği nedeniyle azalmakta ve tüm ülke grupları için istikrarlı bir şekilde artan finansal heterojenlik gözlenmektedir. Finansal açıklık, finansal gelişmeyi ve yakınsamayı kolaylaştırmaktadır. Daha yüksek şeffaflık (daha düşük yolsuzluk), daha düşük bankacılık sektörü büyüme oranları ile ilişkilidir. Basitçe, bankacılık sektörünün gelişmekte olan ülkelerde daha önemli olduğu söylenebilir (Veysov ve Stolbov, 2011). Örneğin uzun vadede banka mevduatının banka kredisine oranı yakınsamıyorsa ve banka mevduatının GSYİH'ya oranı yakınsıyorsa, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere belirli bir şekilde finansal kaynak sağladığı söylenebilir (Stolbov, 2008: 201). Her halükârda, ülkelerin yakınsama yolunda olup olmadığını bilmek, makroekonomik politikalar için belirli sonuçlara neden olabilmektedir, çünkü uzun vadede finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi ve yeniliği teşvik ettiği kaçınılmayacak bir gerçektir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANSAL SİSTEMLER VE FİNANSAL PİYASALAR

Bir ülkenin finansal sistemi sıklıkla finansal sektörüyle özdeşleştirilmektedir (Obst vd., 2000). Sektörel bir perspektiften bakıldığında finansal sektör danışmanlık hizmeti ve aracılık hizmetleriyle birlikte diğer sektörlerdeki ekonomik birimlere yatırım yapma ve finansman elde etme fırsatları sunan bir ekonominin parçasıdır. Finansal sistemin başlıca kurucu unsurları bankalar, diğer finansal araçlar ve özellikle organize finansal piyasalar olarak kabul edilen menkul kıymet borsaları ve finansal piyasalardır. Buna karşın genel olarak finansal sistem sermaye ile ve diğer finansla ilgili hizmetlerin arzı ve talebi arasındaki etkileşim olarak karakterize edilmektedir. Finansal sistem, hemen hemen tüm finansal işlemlerin netleştirildiği temel ödeme sistemi ve para, hisse senedi, vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarla birlikte finansal araçları içeren sermaye piyasalarından oluşmaktadır (Schmidt vd., 2002).

Finansal sistem finansal altyapının yanı sıra finansal piyasalar ve finansal araçlardan hanehalkları, hükümetler, ticari şirketler ve yabancılara doğru fon akışından ve aynı şekilde bu ekonomik ajanlardan finansal piyasalar ve araçlara doğru fon akışından oluşmaktadır. Finansal sistem, net tasarruf sağlayanlardan (yani gelirlerinden daha az harcayanlar) net harcama yapanlara (yani gelirlerinden daha fazlasını harcamak veya yatırım yapmak isteyenlere) fon aktarma temel ekonomik işlevini yerine getirmektedir. Herhangi bir finansal sistemin birincil görevi ekonomik kaynakların belirsiz bir ortamda hem ülkeler arasında hem de zaman içinde tahsisini ve dağıtımını kolaylaştırmaktır. Fonları en verimli kullanımlara yönlendiren iyi işleyen bir finansal sisteme sahip olmak, ekonomik gelişme için çok önemli bir ön koşuldur (Haan vd., 2020).

Finansal sistemin önemi hanehalkı tasarruflarının kurumsal sektöre kanalize edilmesi ve firmalar arasında yatırım fonlarının tahsisinden kaynaklanmaktadır. Para

ve finans tek başına ekonomik gelişmeye yol açamamaktadır. Finansal sistem, herhangi bir ülkenin ekonomik kalkınmasını sağlamada önemli bir rol oynamaktadır. Para ve finans piyasaları tek başına olmasa da herhangi bir ülkenin ekonomik kalkınmasında önemli bir rol oynamaktadır (Gomez, 2010). Geleneksel literatürde bu süreci analiz etmek için iki yaklaşım vardır. İlk yaklaşımda ekonomik ajanların finansal piyasalar aracılığıyla nasıl etkileşime girdiği dikkate alınmaktadır. İkinci yaklaşımda ise bankalar ve sigorta şirketleri gibi finansal araçların işleyişi odak noktası olmaktadır (Gale ve Allen, 2000).

Bir finansal sistem, “tüm finansal araçlar ve finansal piyasalar ve bunların hanehalklarına, hükümetlere, ticari firmalara ve yabancılara ve bu firmalardan fon akışına ve ayrıca finansal altyapıya ilişkin ilişkileri” olarak tanımlanmaktadır (De Haan vd., 2009: 5). Tüm finansal sistemler, fonların tasarruf sahibi-borç verenler olarak adlandırılan parası olanlardan, borç alan-harcayanlar olarak adlandırılan para isteyenlere aktığı bir mekanizma sağlamalıdır (Ritter vd., 2014).

Finansal sistem, dört bileşenden oluşan sıralı bir grup olarak tanımlanmaktadır (bunların kendileri karmaşık sistemler olabilir):

I. Endüstriyel finans modelleri: Endüstriyel finans modelleri, firmaların yatırımlarını finanse etme şekilleri ya da yöntemleri olup yatırımın nasıl finanse edildiği, şirketlerin gayrimenkul yatırımı yapmak için ihtiyaç duydukları finansmanı nereden sağladıklarını incelemektedir. Ülkeler içinde düzenlemeler varsa, ulusal olarak spesifik endüstriyel finans modellerinden söz edilebilmektedir. Endüstriyel finans modelleri finansal sektörün temel unsurunu oluşturmaktadır. Finansal sistemler banka temelli veya piyasa temelli olarak ikili şekilde sınıflandırılmaktadır.

II. Kurumsal Yönetişim Sistemi: Bütünsel bir şekilde tanımlanan kurumsal yönetişim sistemi, kurumsal ve örgütsel mekanizmaların bütünü ve bir firmada pay sahibi olan farklı gruplar arasındaki çıkar çatışmalarını çözmek için gerekli kararları almak olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal kontrol, firmanın uzun vadeli başarısı veya başarısızlığı ve arz fazlasının dağılımı ile ilgili olarak grupların geniş kurumsal hedefleri belirleme, yani stratejik konularda kararlar alma kabiliyetini ifade

etmektedir. İçerideki kurumsal yönetişim sistemleri ile dışarıdaki kurumsal yönetişim sistemleri arasındaki farklılık, yararlı bir ayırım sağlamaktadır (Franks ve Mayer, 1995). Dışarıdaki kurumsal yönetişim sistemleri, çok sayıda sermaye piyasası şirketi tarafından karakterize edilen sahiplik seviyesinin düşük olduğu ve birbirine bağlı az sayıda hissedarlık seviyesi olan İngiltere ve ABD gibi piyasa bazlı sistemlerdir. İçerideki kurumsal yönetişim sistemleri ise az sayıda sermaye piyasası şirketi tarafından yüksek oranda mülkiyet sahipliği ve yüksek oranda çapraz pay sahibi olan Avrupa kıtası ve Japonya gibi ülkelerdir.

III. Finansal sistemin kendisi: Finansal piyasalar ve kurumlardan (bankalar, sigorta şirketleri) oluşan ve belli bir yapısal özellik sergileyen ve yasal düzenlemeler ve yasal kurallar ile şekillendirilen sistemlerdir. Finansal sektörün yapısı sermaye piyasalarının önemi, ulusal ve özel bankaların yaygınlığı ve banka dışı finansal kurumların göreceli önemi ile tanımlanmaktadır.

IV. Etkili iş koordinasyonu ve organizasyon sistemi: En etkili iş koordinasyonu ve organizasyon sistemi hâkim kurumsal yapılar, firmalar, işverenler ve çalışanlar arasındaki şirket hukuku ile ilgili ilişkiler ve stratejilerdir. Banka temelli iş koordinasyon sistemlerinin (ses mekanizması) piyasanın (ıkış mekanizmasının) baskın koordinasyon biçimini sağladığı piyasa temelli sistemlerden daha örgütsel (ses mekanizması) bir evrimsel bakış açısına doğru daha çok yakınsadığı tartışılmaktadır. Avrupa'da iki kapsamlı şirket hukuku geleneği tanımlanmaktadır: İngiltere ile ilişkili kurumsal odaklı bir hukuk sistemi ve Alman ve Fransız hukuk geleneği ile ilişkili girişim odaklı bir hukuk sistemi. Kurumsal odaklı hukuk sisteminde, firma tüzel kişilik ve onun yatırımcıları arasındaki ilişki ile özdeşleştirilirken, işletme odaklı sistem daha geniş bir bakış açısına sahiptir ve paydaşların rolünü içermekte ve şirketin fiziksel kimliğine daha fazla vurgu yapmaktadır (Wymeersch, 1994).

Temel borç veren tasarruf sahipleri hanehalklarıdır. Ancak ticari işletmeler ve hükümet (zellikle eyalet ve yerel yönetim), ayrıca yabancılar ve onların hükümetleri de bazen fazla fona sahip olurlar ve bu nedenle fonlarını borç vermek isterler. En önemli borç alan harcama yapanlar işletmeler ve hükümettir (zellikle federal

hükümet). Bunun yanında hanehalkı ve yabancılar da araba, mobilya ve ev satın alımlarını finanse etmek için borç almaktadırlar. Fonlar borç veren-tasarruf edenlerden borç alan-harcayanlara iki yoldan akmaktadır (Mishkin, 2004).

Doğrudan finansmanda borç alanlar, borç alanın gelecekteki gelirleri veya varlıkları üzerinde hak talepleri olan menkul kıymetleri (finansal araçlar olarak da adlandırılır) satarak finansal piyasalarda borç verenlerden doğrudan borç almaktadırlar. Fonlar finansal piyasalardan aktığında, borç alan-harcayanlar, hisse senetleri ve tahviller gibi menkul kıymetler olarak adlandırılan finansal talepleri tasarruf-borç verenlere satmaktadırlar. Bu durumda, borç verenler ve borç alanlar arasındaki bağlantı “doğrudan”dır, çünkü fonlar borç verenlerden borç alanlara ve menkul kıymetler borç alanlardan borç verenlere akmaktadır. Fonlar aracılar aracılığıyla aktığında süreç “dolaylı” olmaktadır. Bunun nedeni, borç verenlerin finansal araçların finansal taleplerini satın almaları ve bu araçların da borç alanların finansal taleplerini satın almalarıdır (Ritter vd., 2014).

Menkul kıymetler, onları satın alan kişi için alacak olmaktadır, ancak bunları satan (ihraç eden) kişi veya firma için borç niteliğindedir. Finansal piyasalar olmadan, yatırım fırsatı olmayan bir kişiden, yatırım fırsatına sahip olan birine fon aktarmak zordur; finansal piyasalar bu nedenle ekonomik verimliliği teşvik etmek için gereklidir (Mishkin, 2004).

Finansal piyasa (faaliyetlerinin özelliklerinden dolayı) birbiriyle ilişkili ancak ayrı bir dizi sektörü temsil etmektedir - bankacılık, sigorta, emeklilik planları, yatırım vb. Finansal piyasa sektörlerinin ilişkisi, öncelikle her sektörün işleyişinin diğer sektörlerin faaliyetleri ile bağlantılı olması gerçeğinde kendini göstermektedir. Örneğin, sigorta kuruluşu bankacılık, yatırım sektörleri vb. ile etkileşim olmadan var olamamaktadır.

Bir tüketici için hayatta kalma mücadelesi, benzer finansal ürünler sunan finans sektörleri arasında şiddetli bir rekabete yol açmaktadır. Ancak belirli finans sektörlerinde artan rekabet, ulusal ve uluslararası finans piyasalarının farklı sektörlerindeki kurumlarının da rekabete girmesine sebep olmaktadır. Finansal

kurumlar arasındaki rekabetin doğası hakkında fikir veren Claessens'in (2008) finansal piyasaların rekabetine ilişkin temel vurgusu finansal hizmetler endüstrisi geliştikçe ve finansal piyasalar ve ürünler daha karmaşık ve küresel hale geldikçe, yeni düzenleyici ve rekabet politikası sorunlarının ortaya çıktığıdır. Finans sektöründeki rekabet politikasının geride kalmasından dolayı rekabet konularına yönelik yaklaşımların ayarlanması gerekmektedir.

Aynı zamanda, farklı finansal piyasa katılımcılarının maliyetleri ve belirli finansal ürünlerin kendi maliyetleri hakkında kamuoyunun bilgi eksikliği nedeniyle finansal piyasalardaki rekabetin ölçülmesi zordur (Bikker, 2012).

2.1. FİNANSAL SİSTEMLERİN FONKSİYONLARI

Finansal sistemler fonların verimli yatırım fırsatlarına sahip olmayan insanlardan bu tür fırsatlara sahip olan insanlara geçmesine izin vermektedir. Bu nedenle finansal piyasalar, genel ekonomi için daha yüksek üretim ve verimliliğe katkıda bulunan verimli bir sermaye tahsisi üretmek için kritik öneme sahiptir. Finansal krizler sırasında finansal piyasalar çöktüğünde, tehlikeli siyasi istikrarsızlığa bile yol açabilecek ciddi ekonomik sıkıntılar ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 2010).

Finansal piyasalar tasarruf sahiplerine ve borç alanlara likidite sunmak; bilgileri bir araya toplamak ve iletmek; ve risk paylaşımına izin vermek suretiyle ekonomik sisteme hizmet etmektedir. Finansal piyasalar ve onları destekleyen kurumsal yapı olmadan sahip olunan varlıkların satılması son derece zor olmaktadır. Likidite finansal sistemlerin önemli bir özelliğidir ve bir varlığın değer kaybı olmaksızın paraya dönüştürülebilme kolaylığını ifade etmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2017).

İyi işleyen finansal piyasalar, tüketicilerin satın alma kararlarını daha iyi zamanlamalarına izin vererek, tüketicilerin refahını da doğrudan iyileştirmektedir. Gençlere ihtiyaç duydukları şeyi satın almaları için fon sağlamak ve sonunda onları satın alma fiyatının tamamını biriktirene kadar beklemeye zorlamadan ihtiyaçlarını

karşulamaktadır. Böylece etkin işleyen finansal piyasalar, toplumdaki herkesin ekonomik refahını arttırmaktadır (Mishkin, 2010).

Finansal sistem, ekonominin en sıkı şekilde regüle edilen sektörleri arasındadır. Finansal sistemlerin işleyişi, tüm gelişmiş ülkelerde yoğun bir şekilde düzenlenmektedir. Hükümetler finansal piyasaları öncelikle bilgi sunumunu teşvik etmek ve finansal sistemin sağlamlığını (istikrarını) sağlamak için denetim altına almaktadır (Mishkin ve Eakin, 2018). Finansal sözleşmelerde ortaya çıkan teşvikler ve asimetrik bilgi sorunlarıyla başa çıkmanın yollarını finansal sistemler sağlamaktadır (Webb ve Brahma, 2013).

Finansal sistemi denetleyenler, finansal piyasalar ve kurumlar için işletme gözetim ve denetimi oluşturarak ve uygulayarak, sistemin güvenliğini ve sağlamlığını korurken rekabeti ve verimliliği artırmayı amaçlamaktadır. Finansal sistemde ayrıca finansal ve finansal olmayan firmaların risklerini yönetmeleri için yeni yollar da geliştirilmiştir. Bankalar, bir dizi finansal ve finansal olmayan hizmet sunan aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve diğer firmalarla birleşmiştir. Finansal hizmetler endüstrisindeki tüm bu birleşme faaliyetleri, ulusal sınırları aşan yeni tür finansal kurumlar yaratmıştır. Çoğunluğu teknolojideki değişimlerle mümkün hale gelen bu gelişmelerin harcama, tasarruf, borçlanma ve borç verme kararlarını etkilediği ya da etkileyeceği beklenmektedir (Burton ve Brown, 2013).

Bireysel tasarruf sahipleri, olası yatırımlar hakkında bilgi toplama, işleme ve üretme yeteneğine sahip olmayabilmektedir. Tasarruf sahipleri, hakkında çok az güvenilir bilgi bulunan faaliyetlere yatırım yapmak konusunda isteksiz olacağından, yüksek bilgi maliyetleri, sermayenin yüksek değerli kullanıma akışını engellemektedir. Bu nedenle, birçok model sermayenin en kârlı firmalara doğru aktığını varsayarken, bu, yatırımcıların firmalar, yöneticiler ve piyasa koşulları hakkında iyi bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır (Bagehot, 1873: 53).

Sağlıklı ve sürekli gelişen bir finansal sistem, ekonomik verimliliğin ve ekonomik büyümenin temelidir. Kısaca özetlenirse; verimlilik ve ekonomik büyümenin temeli olan sağlıklı bir finansal sistem altı bölümden oluşmaktadır.

- Para: Satın alımları için ödeme yapmak ve servet depolamak için kullanılmaktadır.
- Finansal araçlar: Kaynakları ve riski transfer etmek için kullanılmaktadır.
- Finansal piyasalar: İnsanların finansal enstrümanları alıp satmasına izin vermektedir.
- Finansal kurumlar: Finansal piyasalara erişim sağlamakta, bilgi toplamakta ve çeşitli farklı hizmetler sunmaktadır.
- Devlet denetim kurumları: Finansal sistemin sağlıklı ve güvenilir bir şekilde çalışmasını sağlamaya çalışmaktadır.
- Merkez bankaları: Ekonomiyi istikrara kavuşturmak için hizmet vermektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2017).

2.2. FİNANSAL ARACILAR VE İŞLEVLERİ

Incoom'a göre (1998) finansal aracılık, fonların borç verenlerden borç alanlara bir aracı aracılığıyla kanalize edildiği bir mekanizmadır. Her ekonomide, yatırımları veya harcamaları kendi gelirlerini aşan, yatırımları ve harcamaları gelirlerinin altında kalan ekonomik birimler mutlaka vardır. Incoom (1998) ilkinin açık veren ekonomik birimler ve ikincisini fazla veren ekonomik birimler olarak adlandırmıştır. Ayrıca, ekonomik ilerleme ve zenginliğin, fazla veren birimlerin geçici serbest kaynaklarının, açık veren birimlerin geçici ihtiyaçlarını karşılamak için verimli bir şekilde yeniden dağıtılmasıyla elde edildiğini açıklamıştır. Alternatif olarak, bu ekonomik birimler ona göre doğrudan borç verebilmekte ve borç alabilmektedir. Ayrıca bu olguyu 'finansal aracısızlaştırma' olarak adlandırmıştır. Merton (1993) finansal aracılık işlevlerinin geliştirilmiş bir versiyonunu şöyle sıralamıştır:

- Mal ve hizmet alışverişi için ödeme sistemleri sağlamak.
- Ekonomik kaynakları zaman içinde ve coğrafi bölgeler ve endüstriler arasında transfer etmenin yollarını sağlamak.
- Belirsizlikleri yönetmenin ve riskleri kontrol etmenin yollarını sağlamak.
- Ekonominin çeşitli sektörlerinde merkezi olmayan karar alma sürecini koordine etmeye yardımcı olan fiyat bilgilerinin sağlanması.

- Bir finansal işlemin taraflarından birinin diğerinin sahip olmadığı bilgilere sahip olması durumunda asimetrik bilgi ve teşvik sorunlarıyla başa çıkmanın yollarını sağlamak.

DFID (Department for International Development- Uluslararası Kalkınma Departmanı) 2004 çalışma makalesine göre, işlemleri kolaylaştırarak ve kredi ve diğer finansal ürünleri kullanılabilir hale getirerek finansal aracılık, özel sektör gelişimi, ekonomik büyüme ve yoksulluğun azaltılması için çok önemli bir “yapı taşı” olarak görülmektedir. Rapor, finansal aracılığın ekonomik büyümenin sağlanmasında oynadığı beş (5) önemli rolü özetlemiştir. Bu roller, tasarruf seferberliği, risk yönetimi, bilgi edinme, borçluları izleme ve değişimi kolaylaştırmayı içermektedir.

DFID (2004) finansal aracılık tasarruflarının üretken yatırımlar için harekete geçirilerek ve sermaye girişlerini ve yurt dışından gelen havaleleri kolaylaştırarak hem fiziksel hem de beşeri sermayeye yatırımı teşvik etmede ve dolayısıyla üretkenliği ve milli geliri arttırmada yoksulluğu azaltmada önemli bir rol oynadığını vurgulamaktadır. Belge tasarrufların harekete geçirilmesinin belki de finans sektörünün en belirgin ve önemli rolü olduğunu belirtmiştir. Tasarruf olanaklarının veya işlem bankası hesaplarının sağlanmasının, hanehalklarının paralarını güvenli bir yerde saklamasına olanak tanıdığı ve bu paranın üretken kullanıma koyulmasına (yani, bireylere veya işletmelere yatırımı finanse etmek için borç verilmesine, böylece sermaye birikimini teşvik etmesine) imkân sağladığı belgeye eklenmiştir.

2.3. FİNANSAL SİSTEMLERİN UNSURLARI

Tüm finansal sistemler, fonların, tasarruf sahibi-borç verenler olarak adlandırılan parası olanlardan, borç alan-harcayanlar olarak adlandırılan para isteyenlere aktığı bir mekanizma sağlamalıdır. Finansal sistemler ülkeden ülkeye farklılık gösterse de, sürecin gerçekleşebileceği temelde iki temel aktarım mekanizması vardır. Fonlar doğrudan finansal piyasalar aracılığıyla veya dolaylı olarak finansal araçlar aracılığıyla aracı kurumlar aracılığı ile akmaktadır.

Fonlar finansal piyasalardan aktığında, borç alan-harcayanlar, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler olarak adlandırılan finansal alacakları tasarruf sahibi borç verenlere satmaktadır. Bu durumda, borç verenler ve borç alanlar arasındaki bağlantı “doğrudan”dır, çünkü fonlar borç verenlerden borç alanlara ve menkul kıymetler borç alanlardan borç verenlere akmaktadır. Fonlar aracılar aracılığıyla aktığında süreç “dolaylı”dır (Udell, 2014).

2.3.1. Fon Arz Edenler

Birincil piyasada menkul kıymet ihracı, uygun menkul kıymetin seçilmesini ve ardından bunu tasarruf sağlayanlara borç verenlere dağıtılmasını içermektedir. Harcadıklarından daha fazla para alan katılımcılara artı birimler (veya yatırımcılar) denmektedir. Net tasarruflarını finansal piyasalara sağlamaktadırlar (Madura, 2009). Borç verenler genellikle yüksek getiri, likidite, belirli bir değer ve riskin minimize edilmesini talep etmektedir (Webb ve Brahma, 2013).

2.3.2. Fon Talep Edenler

Borç alan-harcamacılar finansal piyasalarda fon toplarken, bunu birincil piyasada menkul kıymet ihraç ederek yapmaktadır. Kazandıklarından daha fazla para harcayan birimlere açık veren birimler veya borç alanlar denir. Kazandıklarından daha fazla para harcayabilmeleri için finansal piyasalardan fonlara erişmektedirler. Birçok kişi bazı dönemlerde finansal piyasalara fon sağlarken, diğer dönemlerde fonlara erişim sağlamaktadır (Madura, 2009). Borçlular genellikle belirli bir zamanda belirli bir vade için nakit; düşük maliyet (faiz oranı); uzun vade talep etmektedir.

2.3.3. Finansal Araçlar

Bir finansal araç, belirli koşullar altında, bir tarafın, gelecekteki bir tarihte, genellikle para olmak üzere değerli bir şeyi başka bir tarafa aktarmaya yönelik yazılı yasal yükümlülüğüdür (Cecchetti ve Schoenholtz, 2017). İkincisi, bir finansal araç bir tarafı, değerli bir şeyi, genellikle parayı başka bir tarafa transfer etmeye zorlamaktadır. Taraf derken bir kişi, şirket veya hükümet kastedilmektedir.

Üçüncüsü, bir finansal araç, ödemenin gelecekteki bir tarihte yapılacağını belirtmektedir. Ödeme gerektiren taşıt kredisi gibi bazı durumlarda tarihler çok spesifik olabilmektedir. Son olarak, bir finansal araç, ödemenin yapılacağı koşulları belirtmektedir. Bazı anlaşmalar, yalnızca belirli olaylar gerçekleştiğinde ödemeleri belirtmektedir. Araba sigortasında ve hisse senetlerinde de durum böyle olmaktadır. Değer saklama aracı olarak kullanılan finansal araçlar:

I. Banka kredileri. Borç alan, gelecekte vadedilen bir dizi ödeme karşılığında borç verenden kaynak almaktadır. Birey ya da şirket olabilen borçlu, bir yatırım veya satın alma yapmak için fonlara ihtiyaç duyarken, borç veren geleceğe değer depolamanın bir yolunu aramaktadır.

II. Tahviller. Tahviller bir çeşit kredidir. Bugün fon elde etme karşılığında, bir şirket veya hükümet gelecekte ödeme yapmayı vadetmektedir. Çoğu banka kredisinden farklı olarak, çoğu tahvil finansal piyasalarda alınıp satılabilir. Banka kredileri gibi, tahviller de borçlu tarafından cari işlemleri finanse etmek ve borç veren tarafından değeri depolamak için kullanılmaktadır.

III. Ev ipotekleri. Bir ev satın almak isteyen çoğu kişinin fonların bir kısmını ödünç alması gerekmektedir. İpotek, gayrimenkul satın almak için kullanılan bir kredidir. Fonlar karşılığında, borçlu bir dizi ödeme yapmayı taahhüt etmektedir. Ev kredi için teminattır. Teminat, bir borçlunun, ödeme yapılmaması durumunda borç verenin çıkarlarını korumak için rehin verdiği belirli varlıkları tanımlamak için kullanılan terimdir. Ödemeler yapılmazsa, borç veren, haciz adı verilen bir işlem olan evi alabilmektedir.

IV. Hisse senetleri. Bir şirketin hisse senedinin sahibi, şirketin küçük bir parçasına sahiptir ve kârının bir kısmına hak kazanmaktadır. Bir firmanın sahibi, operasyonları büyütmek için fon toplamanın bir yolu olarak ve aynı zamanda mülkiyet riskini bir başkasına devretmek için hisse senedi satışı yapmaktadır. Hisse senedi alıcıları bunları öncelikle servet deposu olarak kullanmaktadır.

2.3.3.1. Para Piyasası Finansal Araçları

Para piyasaları kısa vadeli finansal alacakların düzenlendiği ve alınıp satıldığı finansal piyasalardır. Kısa vadeli, bir yıldan kısa vadeleri ifade etmektedir. Para piyasalarına örnek olarak Hazine Bonosu, Mevduat Sertifikaları, Banka Kabulleri, Repo/Ters Repo İşlemleri verilebilir.

2.3.3.2. Sermaye Piyasası Finansal Araçları

Sermaye Piyasaları uzun vadeli finansal taleplerin düzenlendiği ve alınıp satıldığı finansal piyasalardır. Uzun vadeli, bir yıldan fazla olan vadeleri ifade etmektedir. Sermaye piyasalarına örnek olarak hisse senedi (hisse) veya tahvil piyasaları verilebilir.

Kurumsal hisse senetleri/hisse/hisse senetleri ve yatırım fonu hisseleri gibi farklı türde sermaye piyasası araçları vardır. Özkaynağa dayalı finansal araçların temel yasal yönü, onları ihraç eden işletme üzerinde kalan bir hak talebini temsil etmeleridir. Temettü adı verilen hisse senedi araçlarından elde edilen gelir, kârın bir kısmıdır. İşletme herhangi bir kâr elde etmezse, temettü ödenmez. Başka bir deyişle, diğer tüm alacaklılara ödendikten sonra kalan bir gelir varsa, bir temettü ödenmektedir.

Kâr olsa bile, şirket yönetim kurulu, işin genişletilmesi gibi kazançların farklı bir şekilde dağıtılmasının en iyisi olduğuna karar verebileceğinden dolayı temettü ödemesi garanti edilmemektedir. Bununla birlikte, temettü ödememek mutsuz hissedarların hisse senedini satmaya karar vererek fiyatının düşmesine neden olmasına sebep olabileceğinden riskli bir stratejidir. Bu durum büyük miktarda hisse senedi alarak işin kontrolünü ele geçirmek isteyen rakipler tarafından potansiyel düşmanca devralma tekliflerine maruz bırakılmaktadır. Kredi aracılığı, vade dönüşümü, tasarruf araçlarının sağlanması, risk yönetimi ve ödeme hizmetleri ile birincil ve ikincil fonlama piyasasının işleyişinin desteklenmesi dahil olmak üzere finansal piyasalarda kritik işlevleri yerine getiren finansal araçlara finansal kurumlar denmektedir (IMF, BIS ve FSB, 2009).

Finansal piyasalar ve araçlar tasarruf sahiplerinden yatırımcılara fon sağlayan bir diğer önemli kanalı temsil etmekte, bir likidite kaynağı olmakta ve riskin yönetimini ve fiyatlanmasını desteklemektedir. Bu hizmetler, takas ve finansal transferlerin düzenlenmesi şeklinde ve aynı zamanda alım satım, fiyatlandırması ve finansal araçların likiditesi şeklinde finansal altyapı tarafından sağlanmaktadır. Bu prensipte, her tür finansal aracın veya piyasanın potansiyel olarak, sistematik olarak önemli olabileceği anlamına gelmektedir. Bunun yanında finansal araçların önem derecelerinin ekonomik ve finansal ortama bağlı olabileceği ve zamana göre değişebileceği öne sürülmektedir.

2.3.3.3. Merkez Bankaları

Merkez bankası finansal sistemin en tepesinde yer almaktadır ve bir ulusun finansal kurumlarını ve genel finansal sistemini izleyerek sistemin en verimli şekilde çalışmasını sağlayan “bankacıların bankasıdır”. Bir merkez bankasının işlevlerinin çoğunu, genellikle para politikası olarak adlandırılan olası para manipülasyonu ve para arzının anlaşılması oluşturmaktadır. Fiyat artışlarının (enflasyonun) makul ve istikrarlı bir düzeyde tutulması, iyi işleyen bir ekonomi için çok önemlidir, çünkü enflasyon arttıkça insanlar mal ve hizmetlerin gelecekteki değerinden emin olamamaktadırlar. Geçmişte Milton Friedman gibi bazı ekonomistler, para arzını kontrol etmenin enflasyonu (fiyatlardaki artış ve paranın devalüasyonu) kontrol etmeye yardımcı olacağına inanıyorlardı. Ancak para arzını kontrol etmek, bankalar, diğer finansal kurumlar ve finansal piyasaları içerecek olan ekonomi içindeki karmaşık etkileşimler tarafından belirleneceği için kolay değildir. Para talebini manipüle etmenin bir yolu, paranın fiyatını – faiz oranını – değiştirmektir (Webb ve Brahma, 2013).

Merkez bankaları, denetim ve likidite olanaklarının sağlanması yoluyla finansal sistemin istikrarını desteklemektedir. Merkez bankaları ayrıca, ödeme sistemini iyileştirme çabaları için doğal bir odak noktasıdır. Merkez bankası teknik uzmanlık sağlayabilmekte ve uluslararası temas ve etkileşimin odak noktası olabilmektedir. İngiltere merkez bankasını devlet için finansı ayarlayabilmek için kurmuştur. Amerika Birleşik Devletleri Federal Sistemi ise örnek olacak niteliktedir.

ABD ulusal para komisyonu, ABD Merkez Bankasını likidite fiyatlarının artışının önlenmesine ve yaygın finansal krizlerin önlenmesine yardımcı olup olmayacağını bulabilmek için yabancı finansal sistemlerin ve merkez bankalarının çalışmalarını araştırmak üzere kurulmuştur. İstikrarlı bir finansal sistem, bir merkez bankasının makroekonomik zorunluluğunu yürütmesi için gerekli bir şarttır. Merkez bankası makroekonomik görevini, para piyasalarındaki müdahaleler de dahil olmak üzere kendi emrinde tüm araçlarla sürdürmeye çalışmaktadır (Giavazzi ve Giovannini, 2010).

Merkez bankaları, beş özel hedefi takip ederek ekonomik ve finansal sistemlerin oynaklığını azaltmak için çalışmaktadır:

I. Düşük ve istikrarlı enflasyon. Enflasyon belirsizlik yaratarak planlamayı zorlaştırmaktadır. Belirsizlik ise büyüme kanalıyla üretim ve verimlilik üzerindeki olumsuz etkiye neden olmaktadır.

II. Yüksek istihdam ile birlikte yüksek ve istikrarlı reel büyüme hedeflenmektedir. İstikrarlı, öngörülebilir büyüme, istikrarsız, öngörülemeyen büyümeden daha yüksek olmalıdır.

III. İstikrarlı finansal piyasalar ve kurumlar. Bir ekonominin verimli çalışması için istikrarlı finansal piyasalar ve kurumlar bir zorunluluktur.

IV. İstikrarlı faiz oranları. Faiz oranı oynaklığı hem borç verenler hem de borç alanlar için risk oluşturur.

V. İstikrarlı bir döviz kuru. Merkez bankasının görevi sistematik riski yöneterek ve azaltarak genel ekonomik refahı iyileştirmektir.

Merkez Bankası dizayn etmenin bir takım temel ilkeleri bulunmaktadır:

I. Bağımsızlık. Enflasyonu düşük tutmak için para politikası ile ilgili kararlar siyasi etkiden arındırılmalıdır.

II. Hesap verebilirlik ve şeffaflık. Politika yapıcılar hizmet ettikleri halka karşı sorumlu tutulmalı ve amaçlarını, kararlarını ve yöntemlerini açıkça iletmelidir.

III. Politika çerçevesi. Politika yapıcılar, politika hedeflerini ve aralarındaki ödüneşimleri açıkça belirtmelidir.

IV. Komite tarafından karar verme. Bir dizi insanın bilgisini bir araya getirmek, bir bireyin karar vermesine göre daha iyi kararlar ortaya çıkmasına olanak sağlamaktadır (Cecchetti ve Schoentholtz, 2014).

Merkez bankalarının ticari bankalara ve hükümete hizmet sunarken aynı zamanda ekonomiyi ve finansal sistemi istikrara kavuşturmaları gerekmektedir. Bu görevi yerine getirmek için, finansal piyasalarda menkul kıymet alıp satmalarına ve bankalara kredi vermelerine izin verilerek, kendi bilançoları üzerinde kontrol sağlamalarına olanak sağlanmaktadır. Normal zamanlarda, rezervlerin fiyatını yani faiz oranını kontrol etmeyi seçmektedirler. Faiz oranlarındaki hareketler tüm ekonomik sistemi etkilediğinden, faiz oranları üzerindeki kontrol genellikle para politikası yapıcılara enflasyon oranlarını, büyüme oranlarını ve finansal sistemi istikrara kavuşturmak için ihtiyaç duydukları kaldıraç vermektedir. Yüksek faiz oranları, kredi kullanılabilirliğini azaltarak enflasyonu ve büyümeyi yavaşlatmakta; düşük faiz oranları, krediyi daha ucuz ve daha kolay elde edilmesini sağlayarak ekonomik aktiviteyi teşvik etmektedir. Bugün, merkez bankalarının nasıl tasarlanacağını ve ekonomilerini istikrara kavuşturmak için faiz oranlarını nasıl kullanmaları gerektiğini anlatan bir dizi ilke oluşturulmuştur. Ancak merkez bankaları bu işi tek başlarına yapamamaktadır. Sağlıklı bir ekonomik ve finansal sistem oluşturmak için sağlam para politikasının, sorumlu maliye politikası ile birleştirilme zorunluluğu bulunmaktadır (Cecchetti ve Schoentholtz, 2014).

2.3.3.4. Ticari Bankalar

Ticari bankalar müşterilerinden mevduat almaktadır ve daha sonra bu mevduatları müşterilerine kredi vererek yatırım yapmaktadır. Ticari banka ürün ve hizmetleri, bilanço işlemlerini ve bilanço dışı işlemleri içermektedir. Kısaca, bilanço işlemleri varlıklar (örneğin krediler), yükümlülükler (örneğin mevduatlar) ve hissedarların fonlarıdır (hisseler). Bilanço dışı kalemler koşullu yükümlülüklerdir; yani bilançoda görünmeyen işlemlerdir. Son derece rekabetçi bir küresel pazarda, bankalar kredi ve diğer ürün ve hizmetleri sağlamak için gerekli fonları elde etmek için agresif bir şekilde rekabet edebilmektedir.

Banka müşterileri bankalardan kredi talep etmektedir. Bankalar, tahmini kredi talebini karşılayacak fonlara sahip olduklarından emin olmak için gelecekteki kredi talebini tahmin etmeye çalışmaktadırlar. Bankalar kısa vadeli bir planlama döneminde yüz milyonlarca dolar borç verirken, fonların uygunluğunu sağlamak kritik bir konudur. Bunu yapmak için bankalar varlık yönetimi olarak bilinen bir uygulamadan borç yönetimi uygulamasına geçmişlerdir (Viney ve Philips, 2019).

Ticari bankalar, çoğunlukla küçük işletmelerin ve hanehalklarının finansal ihtiyaçlarını karşılamada uzmanlaşmıştır. Çok sayıda küçük bankanın rekabeti ve verimliliği teşvik edeceği ve bunun da firmalar tarafından kamu ve toplum için faydalı olan davranışlarla sonuçlanacağı varsayılmıştır. Aynı zamanda, piyasa ne kadar rekabetçi olursa, bireysel bir firmanın yoğun rekabetin baskısından dolayı başarısız olma riski o kadar büyük olmaktadır. Kamuya en fazla miktarda finansal hizmet en düşük fiyatlarla sağlanacak olsa da, yüksek rekabet ortamında daha fazla banka bataabilmektedir. Aynı zamanda, rekabetçi olmayan bir piyasada daha az banka başarısız olacaktır (Burton ve Brown, 2015). Rekabet eksikliği nedeniyle, bankalar hizmetleri için daha yüksek fiyatlar talep edebilmekte ve daha yüksek kârlar elde edebilmektedir.

2.3.3.5. Uluslararası Finansal Kuruluşlar

Finansal piyasaların uluslararasılaşması, kısmen, sofistike teknoloji tabanlı bilgi sistemlerinin ve ürün dağıtım sistemlerinin gelişmesi nedeniyle gerçekleşmiştir. Bu finansal gelişme, yeni ürünlerin ve pazarların gelişmesine ve fon akışının hacminde ve hızında muazzam bir artışa izin vermiştir. Uluslararası finans piyasaları aracılığıyla küreselleşme, kuralsızlaştırma, teknoloji ve rekabetin birleşimi, finansal kurumlar, araçlar ve piyasalarda muazzam yenilik ve değişimi teşvik etmiştir (Viney ve Philips, 2019).

Uluslararası finansal sistem, uluslararası ödemelerin yapılmasını ve fonların sınırlar arasında akmasını sağlayan çok sayıda kural, gümrük işlemleri, araç, tesis, piyasa ve kuruluştan oluşmaktadır. Son yıllarda, uluslararası finansal sistem muazzam bir büyüme yaşamıştır. Yeni finansal araçlar yaratılmış ve işlem hacmi çok

hızlı bir şekilde artmıştır. Uluslararası finans piyasalarının dönüşümü, teknolojik değişimler, dünya ticaretindeki büyüme ve finansal (sermaye) akımların önündeki engellerin kaldırılması tarafından yönlendirilmektedir.

Ekonomik açıdan bakıldığında, uluslararası finansal sistemdeki gelişmeler finansal piyasaları daha verimli hale getirerek dünyanın her yerinde fonların (finansal sermaye) en yüksek getiriyi elde edebilecekleri yerlere daha kolay akabilmelerine yardımcı olmuştur. Zamanla, kaynaklar daha verimli bir şekilde tahsis edildiğinden, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler artan ekonomik büyümeyi deneyimlemektedir. Daha küreselleşmiş bir ortam da maliyetlere neden olmaktadır. Bir finansal piyasadaki veya bir ülkedeki bir bozulma, diğer ülkeler ve tüm uluslararası finansal sistem üzerinde anında etkilere neden olabilmektedir.

Uluslararası finansal sistem, uluslararası para ve sermaye piyasalarını ve döviz piyasasını içermektedir. Uluslararası para piyasası, vadesi bir yıl veya daha kısa olan kısa vadeli alacakların ticaretini yapmaktadır; uluslararası sermaye piyasası, vadesi bir yıldan fazla olan hisse senetleri, tahviller, yatırım fonları ve ipotekler dahil sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapmaktadır.

Son yıllarda artan finansal akımları kolaylaştırmak için birçok yeni uluslararası finansal ürün oluşturulmuştur. Bunlar, bireylerin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere yatırım yapmasına izin veren çeşitli yatırım fonlarını içermektedir. Uluslararası finansal sistemin önemli bir parçası, ülkeler arasında mal, hizmet ve finansal alacakların (menkul kıymetler) ticareti sırasında yabancı para birimlerinin alınıp satıldığı döviz piyasasıdır (Burton ve Brown, 2015).

2.3.3.5.1. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

BIS'in misyonu uluslararası işbirliği yoluyla Merkez Bankaları'nın parasal ve finansal istikrar arayışını desteklemek ve Merkez Bankaları için bir banka gibi hareket etmektir. BIS, dünya ekonomisi hakkında daha kapsamlı bir kolektif anlayış oluşturmak için farklı bakış açılarının harmanlandığı Merkez Bankaları ve finansal

düzenleyiciler için bir forumdur (BIS, 2017). Merkez Bankaları'na şu olanakları sağlamaktadır:

- Diyalog ve geniş uluslararası işbirliği için bir forum
- Sorumlu yenilik ve bilgi paylaşımı için bir platform
- Temel politika konularında derinlemesine analiz ve anlayışlar
- Sağlam ve rekabetçi finansal hizmetler

BIS performansta mükemmellik, sürekli iyileştirme ve yenilik, dürüstlük, çeşitlilik, kapsayıcılık, sürdürülebilirlik, ve sosyal sorumluluk kültürü gibi temel değerlere sahip bir kuruluştur. BIS kuruluşu 1930 yılında kurulmuş, dünya GSYİH'sının yaklaşık %95'ini oluşturan dünyanın dört bir yanından ülkeleri temsil eden 63 Merkez Bankası'na aittir. Merkez ofisi Basel, İsviçre'dedir. Hong Kong SAR'da ve Meksika'da iki temsilci ofisi vardır. BIS, dünyanın en eski uluslararası bankasıdır. BIS, küresel finansal sistemde önemli bir unsur haline gelecek şekilde gelişmiş ve evrensel olarak Merkez Bankaları'nın Merkez Bankası olarak yeniden derecelendirilmiştir (Hughes ve Palke, 2019).

BIS 1960'dan beri, genişleyen işlevleriyle önemli bir uluslararası parasal kuruluş haline gelmiştir. BIS, birçok uluslararası finansal anlaşma için müteveli olarak hareket etmekte ve anlaşmalara uyumu izlemektedir. Bankacılık düzenlemesi ve denetimi için uluslararası standartların belirlenmesi, müzakere edilmesi ve izlenmesinde çok aktiftir. BIS, finansal kurumlar için uluslararası raporlama standartları oluşturmayı ve ülkelere güvenli ve sağlam finansal uygulamalar geliştirmelerinde yardımcı olmayı amaçlamaktadır. Aynı zamanda üye ve üye olmayan Merkez Bankaları arasında işbirliğini teşvik etmektedir.

BIS, merkez bankaları için bir banka görevi görmenin yanı sıra, merkez bankacılarının aylık olarak danıştığı bir buluşma yeridir. BIS'e yönelik en dikkat çeken eleştiri IMF ile ilgilidir. Eleştirilere göre; IMF uluslararası finans camiasını sorunlu ekonomilerin problemleri hakkında daha önce uyarılmış olsaydı, kriz önlenilebilecek veya en azından hafifletilebilecekti. Genel olarak Asya krizi, IMF'e uluslararası bir finans kuruluşu olarak, özellikle üyelerine yapısal reformlar dayatma ve istikrarlı bir uluslararası finansal sistemi teşvik etme ile ilgili rolünü yeniden

gözden geçirme olanağı tanımıştır. Kriz aynı zamanda küresel finansal istikrarı teşvik etmek için Finansal İstikrar Forumu'nun oluşturulmasına da yol açmıştır.

BIS, “küresel bankacılıkla ilgilenen en önemli dört uluslararası komitenin kurulmasında etkili olmuştur: Basel Bankacılık Denetim Komitesi, Küresel Finansal Sistem Komitesi, Ödeme ve Uzlaşma Sistemleri Komitesi ve Irving Fisher Komitesi” (Lebor, 2013b). Önde gelen komitelerin sekreterlik görevine hizmet etmenin yanı sıra, BIS şu anda dünyanın en büyük altın rezervlerinden birine sahiptir. Ayrıca, “BIS ve Küresel Ekonomi Toplantıları aracılığıyla temsil edilen ülkeler birlikte küresel gayri safi yurtiçi hasılanın yaklaşık beşte dördünü oluşturur ve bu da dünyanın üretilen zenginliğinin büyük bir kısmını oluşturmaktadır” (Lebor, 2013a).

Finansal piyasalar daha da küreselleştikçe, kayıt dışı toplantılar daha fazla önem kazanmış ve daha büyük uluslararası işbirliğine yol açmıştır. Şu anda BIS, gelişmekte olan ekonomilerdeki Merkez Bankaları'yla ilişkilerini genişletmekte ve böylece uluslararası finansal sistemdeki konumunun gücünü arttırmaktadır. Sürekli genişleyen rolü sayesinde BIS, uluslararası finansal düzeni kolaylaştırmaktadır; dolayısıyla, finansal sistemle ilgili ve önemli bir finansal kurum olmaya devam etmektedir (Burton ve Brown, 2015).

2.3.3.5.2. Uluslararası Para Fonu (IMF)

Uluslararası Para Fonu, 1946'da New Hampshire, Bretton Woods'taki 1944 uluslararası finans konferansının bir sonucu olarak kurulmuştur. Uluslararası Para Fonu, esas olarak ödemeler dengesi (BOP), döviz kuru ve uluslararası parasal konularla ilgilenen uluslararası bir finans kuruluşudur (IFI). IMF başlangıçta öncelikle makroekonomik konulara odaklanmıştır. Üye ülkelerin makroekonomik ve döviz kuru politikalarını takip ederek, ülkelerin makroekonomik performanslarını iyileştirmelerine bağlı olarak kısa vadeli kredilerle BOP krizlerini aşmalarına yardımcı olmuştur. Kurumsal ve mikroekonomik konular genellikle Dünya Bankası'nın ve diğer çok taraflı kalkınma bankalarının (MDB'ler) alanı olarak kabul edilmiştir (Sanford ve Weiss, 2004).

IMF'nin üç temel işlevi ve faaliyeti vardır:

- (I) üye ülkelerdeki ve dünya ekonomisindeki finansal ve parasal koşulların gözetimi,
- (II) ülkelerin majör ödemeler dengesi sorunlarının üstesinden gelmelerine yardımcı olacak finansal yardım ve
- (III) teknik yardım ve üye ülkelere danışmanlık hizmetleri.

IMF üyeleri, üyeliğin bir koşulu olarak (Madde IV), “Düzenli olarak döviz düzenlemelerini sağlamak ve istikrarlı bir döviz kuru sistemini teşvik etmek için fon ve diğer üyelerle işbirliği yapacaklarını” kabul etmektedir. Özellikle, “fon, üye ülkelerin döviz kuru politikaları üzerinde sıkı bir gözetim yapacak ve bu politikalara ilişkin olarak tüm üyelere rehberlik etmek için özel ilkeler benimseyecektir.” Ülkeler IMF talep ettiği takdirde; IMF'ye bilgi vermeleri ve IMF ile istişare etmeleri gerekmektedir. IMF personeli, ülkelerin mevcut finansal ve para politikaları, ekonomilerinin durumu, ekonomilerin döviz kuru durumları ve diğer ilgili konular hakkında “Madde IV istişareleri” için her üye ülke ile her yıl toplanmaktadır.

Üye ülkeler, sermaye hesabı veya cari hesap krizleri yoluyla ödemeler dengesi (BOP) zorlukları yaşadıklarında, IMF, uluslararası ödeme durumlarını istikrara kavuşturmak ve ekonomilerin durumlarını tersine çevirmek ve sorunlarının üstesinden gelmek için yeterli politika değişikliklerini benimsemelerine yardımcı olmak için tasarlanmış krediler vermektedir. Bazı durumlarda IMF, ülke ekonomilerinin finansal krize girmesini önlemeye yardımcı olmak ve özel sektör sermayesinin yenilenen girişlerini kolaylaştırmak için kısa vadeli krediler vermektedir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki birçok finansal kriz, uluslararası finans piyasalarının güven eksikliğinin ve genellikle bir krizin başlangıcında meydana gelen, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin “ani durması” veya tersine dönmesinin bir sonucu oluşmuştur. IMF, ülkelerin BOP krizleriyle başa çıkmasına yardımcı olmak için kredi vermektedir, ancak kredi geri ödeme süresi daha uzundur.

IMF'nin teknik yardım ve danışma programları, son yıllarda giderek daha önemli hale gelmektedir. Gerçekten de, bazı analistler artık bunun IMF'nin en önemli işlevi olduğuna inanmaktadır. Spesifik reform türleri durumdan duruma değişiklik gösterse de, IMF teknik yardım operasyonları öncelikle temel uzmanlık alanlarına (esas olarak finansal ve makroekonomik politika yönetimi) odaklanmaktadır. Herhangi bir üye ülke, IMF'den kendisine teknik yardım sağlamasını talep edebilmektedir. Ayrı bir program olmasına rağmen, IMF teknik yardımı Madde IV danışma ve kredi programlarının ayrılmaz bir parçası haline getirmek istemektedir. IMF'nin Teknik Yardım departmanı, IMF'nin kalkınma odaklı stratejisinin uygulanmasında kilit bir rol oynamaktadır.

Birçok alt departman, hükümetin şeffaflığı, uluslararası standart ve kurallara uyum, yerel finansal sistemlerin güçlendirilmesi ve yoksulluğun azaltılması gibi alanlarda yardım talebinin arttığını bildirmektedir. Özellikle maliye politikası ve teknik yardım yönetimi alanlarında talep büyük olmuştur. IMF'nin bir görevi ülkelerin uygun maliye politikaları tasarlamalarına yardımcı olmaktır; bir diğeri ise onları desteklemek ve uygulamak için gerekli kurumları oluşturmalarına yardımcı olmaktır.

Bretton Woods (1944) mimarisi, Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası için çok farklı roller öngörmüştür. IMF, itibari değer sisteminin koruyucusu olarak kurulmuştur ve ülkelerin üstlendikleri taahhütlere uymalarını sağlayarak işleyişini denetlemesi beklenmiştir. Ayrıca, ülkelerin geçici ödemeler dengesi sorunlarıyla "ulusal ve uluslararası refaha zarar vermeyecek" bir şekilde baş etmelerine yardımcı olmak için uygun makroekonomik koşullara bağlı olarak kısa vadeli finansman sağlamaya da hazırdır.

IMF, 190 üye ülkenin sahip olduğu ve işlettiği uluslararası bir kuruluştur. Üyelerinden aldığı kotalara ek olarak, IMF'nin büyük sanayi ülkelerinden gerektiğinde ödemeler dengesi sorunu yaşayan üye ülkelere borç vermek için kredi limitleri vardır. SDR'ler uluslararası rezervlerin arzını desteklemek için IMF tarafından oluşturulan uluslararası bir rezerv varlığıdır (Burton vd., 2015).

2.3.3.5.3. Dünya Bankası (WB)

1944'te kurulan Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası (kısaca süre içinde Dünya Bankası olarak adlandırılmıştır) beş yakın ilişkili kalkınma kurumundan oluşmaktadır. Bu kuruluşlardan Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ve Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) birlikte, gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerine finansman, politika tavsiyesi ve teknik yardım sağlamaktadır. Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Çok Taraflı Yatırım Garanti Kuruluşu (MIGA) ve Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıklarının Çözüm Merkezi (ICSID), gelişmekte olan ülkelerde özel sektörü güçlendirmeye odaklanmaktadır. IFC, özel sektör yatırımlarını harekete geçirmekte ve tavsiyelerde bulunmakta, MIGA, politik risk sigortası sağlamakta (garantiler), ICSID ise yatırım anlaşmazlıklarını çözmektedir (Worldbank, 2021).

Dünya Bankası'nın temel görevi, savaştan zarar görmüş ülkelerde yeniden yapılanmanın ve gelişmekte olan ülkelerde kalkınmanın finansmanıdır. İlk kurulduğu dönemlerde uluslararası sermaye piyasaları nispeten gelişmemiş olduğundan, yerel kaynakların kıtlığı ve dış finansman sağlamanın zorluğu nedeniyle finanse edilemeyen ekonomik açıdan uygun projeleri finanse etmesi bekleniyordu.

Banka finansmanına genellikle proje düzeyinde koşulluluk eşlik etmiştir ve bu durum zaman zaman sektör düzeyine de yayılmıştır, ancak makroekonomik koşulluluk içermemektedir. Dünya Bankası, kredi alan ülkelerin herbirinin kalkınma politikalarına ve beklentilerine ilişkin düzenli değerlendirmeler yapmıştır, ancak bu, kredi verme şartlarını belirlemek amacıyla değil, öncelikle borçlunun kredi itibarını belirlemek içindir (Ahluwalia, 1990).

Dünya Bankası, 190 üye ülkeden oluşan bir kooperatif gibidir. Bu üye ülkeler veya hissedarlar, Dünya Bankası'ndaki nihai politika yapıcılar olan bir Governörler Kurulu tarafından temsil edilmektedir. Genel olarak, valiler üye ülkelerin maliye bakanları veya kalkınma bakanlarıdır. Dünya Bankası Grubu ve Uluslararası Para Fonu'nun Governörler Kurullarının yıllık toplantılarında yılda bir kez toplanmaktadırlar. Governörler, Banka'da yerinde çalışan 25 İcra Direktörü'ne belirli

görevler vermektedir. En büyük beş hissedar bir icra direktörü tayin ederken, diğer üye ülkeler seçilmiş icra direktörleri tarafından temsil edilmektedir.

Dünya Bankası Grup Başkanı, Yönetim Kurulu toplantılarına başkanlık etmekte ve Dünya Bankası'nın genel yönetiminden sorumlu olmaktadır. Başkan, beş yıllık, yenilenebilir bir dönem için İcra Direktörleri Kurulu tarafından seçilmektedir. İcra Direktörleri, Dünya Bankası'nın Yönetim Kurullarını oluşturmaktadır. Normalde, kredi ve garantilerin onaylanması, yeni politikalar, idari bütçe, ülke yardım stratejileri ve borçlanma ve mali kararlar dahil olmak üzere Banka'nın işlerini denetlemek için haftada en az iki kez toplanmaktadır. Dünya Bankası, başkan, yönetim ve üst düzey personel ile küresel uygulamalar, kesişen çözüm alanları, bölgeler ve işlevlerden sorumlu başkan yardımcılarının liderliği ve yönlendirmesi altında her gün faaliyet göstermektedir.

Dünya Bankası Grubu, gelişmekte olan ülkeler için dünyanın en büyük finansman ve bilgi kaynaklarından biridir. Dünya Bankası'nın beş ayrı kurumu, yoksulluğu azaltma, paylaşılan refahı artırma ve sürdürülebilir kalkınmayı teşvik etme taahhüdünü paylaşmaktadır. Dünya Bankası Grubu, kalkınmanın her önemli alanında çalışmaktadır. Çok çeşitli finansal ürünler ve teknik yardım sağlamakta ve ülkelerin karşılaştıkları zorluklara yenilikçi bilgi ve çözümleri paylaşmalarına ve uygulamalarına yardımcı olmaktadır.

Banka, kredilere ek olarak teknik yardım da sağlamaktadır. Geçmişte Dünya Bankası'ndan borç alan birçok ülke yeterince gelişmiş ve artık yardıma ihtiyaç duymamaktadır. Böylece banka yardımlarını diğer yoksul ülkelere yönlendirebilmektedir. Dünya Bankası, gelişmekte olan ülkelerdeki özel işletmelere doğrudan yardım etmek yerine kamu projelerine odaklanmaktadır. Uluslararası Finans Kurumu (IFC), özel girişimler için finansman sağlamaya çalışmaktadır. Yasal olarak Dünya Bankası'ndan ayrı olmasına rağmen, Dünya Bankası'nın küçük işletme gelişimini teşvik ettiği kuruluştur. Uluslararası Finans Kurumu, birçok gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasalarının kurulmasına da yardımcı olmuş, böylece uluslararası sermaye akımlarını çekme kabiliyetini artırmıştır (Burton vd., 2015).

2.3.3.5.4. Basel Komiteleri

Uluslararası finansal sistemin kuralsızlaştırılması ve küreselleşmesi, teknolojideki hızlı ilerlemeler ve sofistike finansal ürünlerin gelişimi ile birleştiğinde, küresel finansal sistemde istikrarsızlık veya başarısızlık potansiyeli bulunan bir ortam yaratmıştır. Bu nedenle, İsviçre'nin Basel kentindeki BIS'de aylık olarak bir araya gelen başlıca sanayileşmiş ülkelerin merkez bankalarının yöneticileri, 1974'te şu anda Basel Bankacılık Denetimi Komitesi olarak bilinen yeni bir daimi komite kurmuşlardır (Viney ve Phillips, 2019).

G-10 Merkez Bankası Başkanları tarafından kurulan Basel Bankacılık Denetim Komitesi, yaklaşık 30 teknik çalışma grubu ve görev gücünden oluşmaktadır. Bununla birlikte, üyeler yalnızca 13 gelişmiş ekonominin düzenleyici kurumlarından, maliye bakanlıklarından ve merkez bankalarından alınmaktadır (BIS, 2021). Basel Bankacılık Denetleme Komitesi bir ülke veya bölgeyi değil, büyük finansal piyasa merkezlerine sahip ülkeler için merkez bankaları tarafından oluşturulan bir grubu temsil etmektedir; bu grup, üyelerini küresel pazarları tehdit eden sorunlardan korumak için çözümler üretmeyi amaçlayan kurallar üzerinde anlaşmak için toplanmaktadır (William, 2012).

Komite, merkez bankalarının yöneticilerine, bankaların sermaye tabanlarının erozyona uğramasından duyduğu endişeyi dile getirdiği ve bunların yeniden inşa edilmesi tavsiyesinde bulunduğu bir bildiri sunmuştur. Komite, bankaların sermayesinin yeterliliği ve uluslararası bankaların sürdürmesi gereken ortak bir asgari sermaye yeterliliği standardının geliştirilmesi üzerinde çalışmaya devam etmiştir. Komitenin çalışmalarının en önemli amacı, uluslararası ilişkilerin sağlamlığını koruyacak bir çerçeve geliştirmektir. Bu aynı zamanda, bireysel bankaların kendi portföy seçimlerini yapmalarına ve uluslararası piyasalarda bankalar arasında daha büyük bir rekabet eşitliğini teşvik etmelerine izin verecektir (Viney ve Phillips, 2019).

2.3.3.5.5. Diğer Finansal Kurumlar

Finansal piyasalarda finansal kurumların dışında finansal olmayan kuruluşlar da vardır. Ayrıca bu kurumlar da finansal piyasalarda etkili bir rol oynama eğilimindedirler. Başlıca banka dışı finansal kuruluşlar şunlardır:

Yatırım Bankaları: Yatırım bankaları, finansal hizmetler ortamının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır ve faaliyetlerinde giderek daha karmaşık hale gelmişlerdir. Birleşmeler ve satın almalar, büyük perakende bankaların yatırım bankacılığı operasyonlarını işlerine entegre etmelerine yol açtığından, tanımlama giderek farklılaşmıştır. Yatırım bankalarının geleneksel faaliyeti aracılık taahhüdü ve satış garantisidir. Bu bir müşteri için finansal menkul kıymetler (borç senedi veya hisse senedi) ihracının finansal piyasaya getirilmesidir. Bu menkul kıymetler daha sonra yatırımcılara satılmaktadır (Webb ve Brahma, 2013).

Yatırım bankaları, aracılık işlemlerinin tüm yönlerine dahil olmaktadır:

- müşterilere finansman ihtiyaçları konusunda tavsiyelerde bulunmak;
- yeni bir konunun yönetimi, özellikle yasal yönleri;
- asıl sorunu üstlenmek;
- yeni sayının alıcılara dağıtılması.

Yatırım bankaları, aşağıdakiler de dahil olmak üzere birçok farklı faaliyete dahil olmuştur:

- ikincil piyasa tüccarları;
- finansal veri satan danışmanlar;
- birleşme ve devralmalarda aracılar/danışmanlar/anlaşma yapıcılar;
- yüksek net değerli bireyler için yatırım danışmanları;
- komisyoncular;
- emeklilik fonu için para yöneticileri (Webb ve Brahma, 2013).

Hayat Sigortası Şirketleri: Hayat sigortası şirketleri, insanları ölümün finansal sonuçlarına karşı sigortalamaktadır. Fonlarını, ölüm istatistiklerine dayanan

periyodik ödemeler (primler olarak adlandırılır) şeklinde almaktadırlar. Sigorta şirketleri, bu yıl gelecek yıl ve hatta bundan on ya da yirmi yıl sonra ne kadar para ödemek zorunda kalacaklarını yüksek derecede aktüeryal doğrulukla tahmin edebilmektedir. Uzun vadede güvenli, tutarlı en yüksek verimi hedefleyerek buna göre yatırım yapmaktadırlar. Bu nedenle varlıklarının yüksek bir yüzdesi uzun vadeli şirket tahvilleri ve uzun vadeli ipotekler şeklindedir, ancak ipotekler genellikle konuttan ziyade ticari mülkler üzerindedir (Webb ve Brahma, 2013).

Bireysel Emeklilik Fonları: Hayat sigortası şirketlerine benzemektedir, kısa vadeden ziyade esas olarak uzun vade ile ilgilenmektedir. Birkaç kısa vadeli belirsizlikle karşı karşıya kaldıkları için, esas olarak uzun vadeli şirket tahvilleri ve yüksek kaliteli hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar (Webb ve Brahma, 2013).

Devlet ve Yerel Yönetim Emeklilik Fonları: Devlet kurumları tarafından finanse edilmeleri dışında, özel emeklilik fonlarıyla aynı işlevi görmektedirler.

Ticari ve Tüketici Finansmanı Şirketleri: İnsanlara araba satın almaları ve tatil yapmaları için ve işletme şirketlerine işletme sermayelerini ve ekipmanlarını finanse etmeleri için borç para verme konusunda uzmanlaşmışlardır. Birçoğu bir imalat firmasına aittir ve esas olarak perakendecilerin ve müşterilerin o firmanın ürünlerini satın almasına yardımcı olmak için borç para vermektedir. Hanehalkı finansmanı gibi diğerleri, çoğunlukla küçük tüketici kredileri vermektedir. Fonlarını öncelikle kendi kısa vadeli bonolarını (ticari senet) kısa bir süre için yatırım yapacak fonları olan ticari firmalara satarak elde etmektedirler (Webb ve Brahma, 2013).

2.4. YASAL KURUMSAL DÜZENLEMELER

Veriler, banka girişi ve banka faaliyetlerine ilişkin daha sıkı düzenlemelerin finansal aracılık maliyetini artırdığını göstermektedir. Enflasyon ayrıca banka marjları ve genel giderler üzerinde güçlü ve olumlu bir etki yaratmaktadır. Bunun yanında ekonomik özgürlük veya mülkiyet haklarının korunmasına ilişkin ulusal göstergeleri kontrol ederken banka düzenlemeleri önemsiz hale gelirken, bu

kurumsal göstergeler bankalar arası net faiz marjlarını ve genel giderleri güçlü bir şekilde açıklamaktadır.

Birkaç güçlü bankanın rekabeti engellediği ve verimlilik için zararlı etkileri olan bir ortam yarattığını işaret ettiği yönünde ortak bir görüş bulunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, yoğunluğun yüksek olması, rekabetçi olmayan ve dolayısıyla verimsiz bir pazarın önemli bir işaretidir. Alternatif olarak, “etkin yapı” teorisi, daha etkin bankaların daha düşük maliyetlere sahip olduğunu ve daha büyük pazar payı elde ettiğini öne sürmektedir (Demsetz, 1973; Peltzman, 1977).

2.5. FİNANSAL PİYASALAR VE ÇEŞİTLERİ

Finansal piyasalar, finansal araçların alınıp satıldığı yerlerdir. Ekonominin merkezi sinir sistemi olan finansal piyasalar, bilgiyi piyasaya hızlı aktarmakta ve tepki vermekte, kaynakları tahsis etmekte ve fiyatları belirlemektedir. Bunu yaparken finansal piyasalar, hem firmaların hem de bireylerin faaliyetleri için finansman bulmasını sağlamaktadır. Finansal piyasalar iyi çalıştıklarında yeni firmalar kurulmakta ve mevcut firmalar büyümekte; yeterli birikimi olmayan kişiler araba ve ev almak için borçlanabilmektedir.

Bu piyasalar, kaynakların en iyi şekilde kullanılabilir olmasını sağlayarak ve işlem maliyetlerini mümkün olduğunca düşük tutarak, ekonomik verimliliği teşvik etmektedir. Finansal piyasalar gerektiği gibi işlemeyi bıraktığında, kaynaklar artık mümkün olan en iyi kullanımlara yönlendirilmemekte ve herkes bundan zarar görmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2011).

2.5.1. Birincil ve İkincil Piyasalar

Birincil piyasa, tahvil veya hisse senedi gibi yeni menkul kıymet ihraçlarının, fonların ödünç alan şirket veya devlet kurumu tarafından ilk alıcılara satıldığı bir finansal piyasadır (Mishkin, 2004). Finansal araçlar önceden belirlenmiş fiyatlar/faiz/vade seviyelerinde satılmaktadır ve yeni borç ihraçları genellikle finansal araçları satmak için kullanılan yatırım bankaları tarafından yoğun bir şekilde

pazarlanmaktadır. Borçlar genellikle sabit bir vade ile satılmaktadır ve belirli bir faiz oranı ile birlikte belirlenmektedir. İhraççı tarafından vade sonuna kadar veya vade sonunda tam olarak ödenmektedir. Hisse senedi birincil piyasaya satılmaktadır ve hisse başına bir fiyatla birlikte belirlenmektedir (alıcılar ayrıca ihraç edilen toplam miktarın da farkındadır) (Webb ve Brahma, 2013).

Bu finansal araçların alınıp satıldığı ikincil piyasalar, finansal araçları daha likit hale getirmektedir; yani, finansal aracın ilk alıcısı, finansal aracı ikincil piyasada nakit olarak satabilmektedir. Hisse senetleri ikincil piyasada işlem görmektedir ve hisse fiyatı, sahibinin piyasada bir hisseyi (veya hisse senedini) satabileceği fiyat olmaktadır. İhraç eden şirket için sermaye arttırımına yardımcı olmamaktadır hisse senedi – kârlar/zararlar o pazardaki alıcılar ve satıcılar tarafından karşılanmaktadır.

İkincil piyasa, daha önce ihraç edilmiş (ve dolayısıyla ikinci el) menkul kıymetlerin yeniden satılabileceği bir finansal piyasadır (Mishkin, 2004). İnsanların mevcut menkul kıymetleri alıp satabilecekleri piyasalardır. İkincil piyasalardaki fiyatlar haberlerde duyulan fiyatlardır. Hisse senetleri ve diğer menkul kıymetler için ikincil piyasaların organizasyonu hızla değişmektedir. İki tür finansal piyasa vardır: merkezileşmiş borsalar ve tezgah üstü (OTC) piyasalar. Merkezileşmiş borsalar sermaye piyasası işlemlerinin yapıldığı borsalardır. Tezgah üstü piyasalar ise belirli bir sabit yerde faaliyet göstermeyen piyasalardır - daha ziyade işlemler telefon, banka havalesi ve bilgisayar ticareti yoluyla gerçekleşmektedir (Saunders ve Cornett, 2012).

2.5.2. Para ve Sermaye Piyasaları

Geniş anlamda para piyasaları, bir yıl veya daha kısa vadeli borçlanma senetleri veya enstrümanlarının alım satımını yapan piyasalardır. Para piyasalarında, kısa vadeli fon arz fazlası olan ekonomik ajanlar, kısa vadeli ihtiyaçları veya fon sıkıntısı olan ekonomik ajanlara (yani para piyasası araçları satmaktadırlar) borç vermektedir (Saunders ve Cornett, 2012) (yani para piyasası araçları satın almaktadırlar). En önemli para piyasası segmentleri, teminatsız mevduat piyasaları

(bir geceden bir yıla kadar değişen çeşitli vadelere sahip) ve vadeleri bir geceden bir yıla kadar değişen teminatlı repo piyasalarıdır (genellikle repo olarak adlandırılır).

Sermaye piyasaları, bir yıldan uzun vadeli özkaynak (hisse) ve borç (tahvil) araçlarının alım satımını yapan piyasalardır. Sermaye piyasası menkul kıymetlerinin (veya fon kullanıcıları) başlıca tedarikçileri şirketler ve hükümetlerdir. Hanehalkı, bu menkul kıymetler için fonların ana tedarikçileridir. Bu araçlar, daha uzun vadeleri nedeniyle, işlem yaptıkları ikincil piyasalarda para piyasası araçlarına göre daha geniş fiyat dalgalanmaları yaşamaktadır. Sermaye piyasası araçlarının hisse senetleri, ipotekler, şirket tahvilleri, hazine bonoları, devlet tahvilleri, banka ve tüketici kredileri olduğu görülmektedir (Saunders ve Cornett, 2012).

2.5.3. Hisse Senetleri Piyasaları

Hisse Senetleri Piyasaları şirketler için finansman elde etmenin çeşitli yollarından biridir. Bunun ötesinde, hisse senetleri ve borsalar finans dünyası ile reel ekonomi arasında merkezi bir bağlantı oluşturmaktadır. Hisse senedi fiyatları, piyasaya dayalı bir ekonominin işleyişi için temel teşkil etmektedir. Hisse senetlerini çıkaran şirketlerin değerini bize bildirmekte ve diğer tüm fiyatlar gibi kıt yatırım kaynakları tahsis etmektedirler. Hisse senedi piyasasında en değerli görülen firmalar büyüme için finansman bulabilecek firmalardır. Kaynaklar en değerli kullanımlara aktığında, ekonomi daha verimli çalışmaktadır.

Borsa kapitalist ekonomide çok önemli bir rol oynamaktadır. Borsada belirlenen fiyatlar, kaynakların dağılımına yön veren şirketlerin piyasa değerini bize söylemektedir. Hisse senedi piyasası değeri yüksek olan firmalar, yatırımcıların ödüllendirildiği firmalardır, bu nedenle büyümek için ihtiyaç duydukları kaynakları toplamak için daha fazla zamanları olmaktadır. Buna karşılık, hisse değeri düşük olan firmalar faaliyetlerini finanse etmekte zorlanmaktadır. Hisse senedi fiyatları temel değerleri doğru bir şekilde yansıttığı sürece, bu kaynak tahsis mekanizması iyi çalışmaktadır. Sinyaller doğrudur ve yatırım kaynakları sosyal açıdan en faydalı kullanımlara akmaktadır. Ancak zaman zaman, hisse senedi fiyatları temel amacından önemli ölçüde sapmaktadır. Pek çok ekonomist, piyasaların makul ölçüde

verimli olduğuna ve fiyatların temel değerleri yansıttığına inansa da, yatırımcı psikolojisindeki değişikliklerin fiyatları çarpıtabileceği ihtimalini değerlendirmekte fayda vardır (Cecchetti ve Schoenholtz, 2014).

Hisse senedi piyasalarının birincil işlevi, tasarrufların reel sektör için finansmana dönüştürülmesi için bir mekanizma olarak hizmet etmektir. Teorik bir perspektiften bakıldığında, hisse senedi piyasaları, yurtiçi tasarrufları harekete geçirerek ve yatırım miktarını ve kalitesini artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Daha iyi tasarruf mobilizasyonu tasarruf oranını arttırabilir ve eğer borsalar tasarrufları daha yüksek getirili yatırım projelerine tahsis ederse, tasarruf sahiplerine aktarılan artan getiri oranı, tasarrufları daha cazip hale getirecektir (El Wassal vd., 2013).

Hisse senedi piyasaları, yatırımcıların farklı şirketlerin performansını karşılaştırmak için daha fazla ve daha iyi bilgi talep etmesi nedeniyle muhasebe ve vergi standartlarını da iyileştirebilmektedir. Sonuç olarak, rakip şirketler arasında kapsamlı karşılaştırmaları kolaylaştırmak için bu bilgileri sağlamanın şirketin çıkarına olacağı açıktır. Borsaların gelişimi ile ilgili literatür, bir ülke ne kadar gelişmişse, borsasının o kadar sağlam olacağını bulmuştur (La Porta vd., 1997; Rajan ve Zingales, 2003b; La Porta vd., 2006). Mishkin (2002) finansal liberalizasyonun şeffaflığı ve hesap verebilirliği desteklediğini, bunun da ters seçim ve ahlaki tehlikeyi azalttığını savunmaktadır. Finansal açıklık bu nedenle, hisse senedi piyasalarında borçlanma maliyetini düşürme eğilimindedir ve bu da nihayetinde hisse senedi piyasalarının likiditelerini ve büyüklüğünü arttırmaktadır.

Claessens vd. (2001), özelleştirme programlarının ve doğrudan yabancı yatırımın borsa gelişimine katkıda bulunduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, Perotti ve Oijen (2001) özelleştirmenin siyasi riskin azaltılması yoluyla hisse senedi piyasası gelişimi üzerinde dolaylı pozitif bir etkiye sahip olduğunu iddia etmektedir. Naceur vd. (2007) gelir, tasarruf oranı ve finansal aracılık gelişimi gibi makroekonomik faktörlerin borsa gelişiminin önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir. El Wassal'ın (2005) bulguları, ekonomik büyüme, finansal serbestleşme ve yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi piyasalarının genişlemesinde en önde gelen

faktörler olduğunu göstermektedir. Yani, borsa gelişimi öncelikle ticaret aracılığı yoluyla bankacılık sektörünün gelişimi ile desteklenmektedir. Ancak borsalar geliştikçe yatırımların finansmanında finansal kuruluşlarla rekabet etmeye başlamaktadır.

Genel olarak, borsa gelişiminin altında yatan ekonomik faktörlerin yelpazesi kabaca ekonomik gelişme düzeyi, söz konusu ekonominin büyüklüğü, finansal açıklık düzeyi, enflasyon oranı, özelleştirme, yurt içi tasarruf, bankacılık sektörünün gelişimi ve ekonomik büyüme olarak ifade edilebilir (El Wassal, 2013).

Literatürde hisse senedi piyasalarının gelişimini etkileyen dört ana faktör grubu olduğu savunulmaktadır: arz faktörleri, talep faktörleri, kurumsal faktörler ve ekonomik politikalar. Arz faktörleri ekonominin büyüklüğü, ekonominin yapısı, ekonomik gelişmenin aşaması ve ekonomik büyüme beklentileridir. Talep faktörlerini ekonomik büyüme ve yeterli kişi başına gelir seviyesi oluşturmaktadır. Kurumsal faktörler içerisinde düzenleyici ve yasal çerçeve, piyasa altyapısı ve çerçevesi, banka sektörü finansal gelişmesi, politik istikrar, eğitim bulunmaktadır. Ekonomik politikaları ise para politikası, mali/vergi politikası, yabancı yatırımcının katılım politikası oluşturmaktadır.

Son olarak, borsa gelişimine ilişkin üç ilke çok önemlidir. Birincisi, borsa gelişimi zor, karmaşık, çok yönlü ve uzun vadeli bir süreçtir. Yatırımcılar için hisse senetleri standart finansal varlıkların en risklisidir, şirketler için ise hisse ihracı fon sağlamanın en maliyetli yoludur. İkinci olarak, borsa gelişimi, bir finansal sistemin gelişim sürecinin bir parçasıdır. Hem gelişmiş hem de dengeli bir finansal sistemin yokluğunda borsa geliştirilemez. Üçüncüsü, bir borsanın gelişimi öncelikle bir özel sektör faaliyetidir. Yine de, bir piyasanın gelişmesi için hükümetin destekleyici rolü çok önemlidir. Gelişmiş ülkelerdeki hisse senedi piyasalarının deneyimi, bir hisse senedi piyasasının gelişiminin sağlam kurumsal yapılardan izole edilemeyeceğini göstermektedir (El Wassal, 2013).

2.5.4. Tahvil Piyasaları

Uluslararası tahvil piyasası, yabancı para cinsinden tahvil ihraçları için bir piyasadır, ülkelerarası sınırlar içerisinde işlem görmektedir. Tahvil piyasaları 1980'den bu yana gerçekleşen sermaye piyasalarının uluslararasılaşmasında da önemli bir rol oynamıştır (BIS, 1991). Uluslararası tahvil piyasası özellikle özel sektör borçlanmalarını iç piyasalardan uzaklaştırmada başarılı olmuştur. Kamu sektörü ihraçları, dünya tahvil piyasalarının sermaye miktarının üçte ikisinden fazlasını oluşturmaktadır, ancak hükümetler uluslararası sektörleri çok sınırlı bir şekilde kullanmaktadır (Benzie, 1992). Uluslararası tahvil piyasasının varlığının altında yatan iki temel faktör, sermayenin ulusal sınırları aşan akımı ve aracılardan borç aldıkları ve yatırım yaptıkları para birimi gibi terimleri değiştirme arzudur.

Tahvil getirileri ve fiyatlarının incelenmesi, uluslararası ve ulusal tahvil piyasalarının 1980'lerin ikinci yarısında daha yakından entegre olduğunu göstermektedir. Finansal piyasalar daha da küreselleştikçe, uluslararası tahvil piyasası, tahvil piyasasına sunulan fon arzını arttırarak ve yatırımcılara sunulan tahvil dizisini arttırarak yerel tahvil piyasasında giderek daha önemli bir rol oynamaktadır. Uluslararası tahvil piyasası, Eurobond ve yabancı tahviller için birincil ve ikincil piyasalardan oluşmaktadır (Burton ve Brown, 2013).

2.5.5. Spot Piyasalar

Spot piyasalarda, finansal araçlar anında işlem görmektedir ve spot fiyat, bir menkul kıymetin veya finansal aracın o anki teslim fiyatıdır. Spot piyasalar, finansal menkul kıymetlerin alım satımının anlık olarak gerçekleştiği piyasalardır (Burton ve Brown, 2013). Bu nedenle, bir spot piyasanın benzersiz özelliği, menkul kıymetler için anında ve eşzamanlı nakit değişimi veya genellikle ödemeye karşı teslimat olarak adlandırılmaktadır.

Spot işlemler, menkul kıymet varlığının alıcısının yakın gelecekte (yatırımcının elde tutma süresi boyunca) değerinin artacağına inandığı için gerçekleşmektedir.

Varlığın değeri beklendiği gibi artarsa, yatırımcı varlığı kâr için daha yüksek fiyattan satabilmektedir (Saunders ve Cornett, 2012).

2.5.6. Türev Piyasalar

Türev, değeri dayanak varlık olarak adlandırılan başka bir finansal aracın değerine bağlı olan - bu değerden türetilen bir finansal araçtır. Türev ürünler, sözleşmede tanımlandığı gibi belirli koşulların yerine getirilmesi durumunda, bir tarafın gelecekte bir hizmeti gerçekleştirmeyi veya bir finansal aracı teslim etmeyi kabul ettiği bir sözleşme tarafından oluşturulan şarta bağlı bir talebi temsil etmektedir (William, 2012). Türev ürünler forward, future, swap ve opsiyon olmak üzere dört ayrı finansal araçtan oluşmaktadır.

2.5.6.1. Forward İşlemleri

Forward'ların temel özellikleri:

- iki taraf, önceden belirlenmiş bir tarihte, belirli bir fiyat karşılığında bir gerçek varlığı veya finansal varlığı takas etmeyi kabul etmektedir;
- iki taraf arasındaki özel anlaşmalar – pazarlığa açık değildir,
- ikincil piyasaları yoktur; tarafların özel ihtiyaçlarına göre finansal araçlar özelleştirilmiştir;
- resmi olmayan iletişim network (OTC) piyasalarında işlem görmektedirler.

Forward anlaşması, bankalar tarafından sunulan standartlaştırılmamış, tezgah üstü bir üründür ve faiz oranı riskine maruz kalma durumlarını yönetmek için kullanılmaktadır. Forward anlaşması (FRA), belirli bir tarihte temsili bir anapara tutarına uygulanacak bir faiz oranına (kabul edilen oran) uygulanmaktadır. Vade sonunda kararlaştırılan oran, belirlenmiş bir referans faiz oranı ile karşılaştırılacaktır. Bir taraf diğer tarafa iki oran arasındaki farkı tazmin edecektir. Borçlanma riskinden korunmada, ödeme tarihinde referans oran kararlaştırılan orandan yüksekse, banka müşterisini tazmin edecektir; tersi durumda müşteri bankayı tazmin etmek zorundadır (Viney ve Phillips, 2019).

2.5.6.2. Futures İşlemleri

Bir vadeli işlem sözleşmesi, dayanak varlığa ilişkin hem hak hem de yükümlülüklerle ilgilenmektedir. Vadeli işlem sözleşmesinin alıcısı, dayanak varlığı, örneğin hazine bonolarını gelecekteki bir tarihte alma hak ve yükümlülüğüne sahiptir. Sözleşmenin satıcısı, hazine bonolarını gelecekte belirli bir tarihte teslim etme hak ve yükümlülüğüne sahiptir. Hazine bonolarının devredileceği fiyat, vadeli işlem borsasında sözleşme satıcısı tarafından alıcısına satıldığında müzakere edilmektedir (Udell, 2014).

Taraflar arasında, bir tür finansal varlığın önceden belirlenmiş bir nakit miktarıyla, gelecekteki bir tarihte değiş tokuş edilmesi için yapılan bir anlaşmadır. Bir vadeli işlem sözleşmesi, işlem görecektir varlığın miktarını, teslim tarihini ve varlıkların ödeme ve teslimat sürecini belirtmektedir. Vadeli işlem sözleşmesi gerekli tüm detayları belirtmektedir: teslim edilecek mal, vade tarihi ve fiyat. Bununla birlikte, çoğu durumda teslimat fiilen gerçekleşmemekte ve vadeli işlem sözleşmesinin alıcısı ve satıcısı, sözleşme vadesinden önce pozisyonlarını kapatmaktadır (Webb ve Brahma, 2013).

2.5.6.3. Swap İşlemleri

Swaplar, işletmelerin ve finansal kurumların faiz oranlarına, para birimlerine ve kredi riskine maruz kalmalarını önlemelerine olanak tanımaktadır. Swaplar, faiz oranları, döviz kurları veya kredi riskindeki hareketlerin gelecekteki yönü hakkında özel beklentileri olanlar tarafından spekülasyon için de kullanılabilir. Swap, sözleşmenin iki tarafını içermektedir. İki tarafın belirli bir faiz oranı riskini yönetmek için takasa girmesi durumunda, bir takasın doğrudan bir takas olduğu söylenebilir. Swap taraflarından birinin bir finansal kuruluş olması durumunda, takasın aracılı bir takas olduğu söylenmektedir. Swapların çoğu aracılı takaslardır. Faiz oranı takasları, takas sözleşmesinin her bir tarafı aracılığıyla bir dizi faiz oranı nakit akışının ödenmesini içermektedir (Viney ve Philips, 2019).

Para swapı, kredi riski swapı, emtia swapı ve hisse senedi swapı dahil olmak üzere birçok swap türü vardır. En yaygın swap türleri faiz oranı swaplarıdır. Tüm swaplar aynı ilkeye sahiptir: bir tür riskin diğeriyle değıştirilmesi, böylece (genellikle) şirketlerin riske maruz kalmalarını manipüle etmelerine ve yönetmelerine olanak tanımaktadır. Bununla birlikte, swap piyasası, tarafların daha hızlı fon toplamasına da yardımcı olmaktadır. Swap piyasası, büyük şirketler, uluslararası finans kuruluşları ve hükümetler tarafından kullanılmaktadır ve uluslararası tahvil piyasasının önemli bir parçasıdır (Webb ve Brahma, 2013).

2.5.6.4. Opsiyon İşlemleri

Opsiyon sözleşmesi, opsiyon alıcısına belirli bir mal veya finansal enstrümanı önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli bir tarihte veya bu tarihten önce satın alma veya satma yükümlülüğü getirmemekte ancak hak vermektedir. Opsiyon sözleşmesinde belirlenen fiyat, kullanım fiyatıdır. Kullanım fiyatı, opsiyon alıcısının belirtilen emtia veya finansal enstrümanı satın alabileceği veya satabileceği bugün belirlenen fiyatın kendisidir (Burton ve Brown, 2013). Benzer şekilde, bir opsiyon alıcısı, kullanım tarihinde fiziki piyasa fiyatının opsiyon sözleşmesinin kullanım fiyatının altında olması durumunda alım hakkını kullanmayacaktır (Viney ve Philips, 2019).

Opsiyon sahibine, belirli bir tarihte veya bu tarihten önce sabit bir fiyattan dayanak varlığı alma veya satma zorunluluğu getirmeyen ancak hak veren bir sözleşmedir. Call opsiyon sahibine, önceden belirlenmiş bir tarihte veya daha önce belirli bir fiyattan dayanak varlığı satın alma hakkı vermektedir, ancak yükümlülük vermemektedir. Opsiyon sahibine, önceden belirlenmiş bir tarihte veya öncesinde belirli bir fiyattan dayanak varlığı satma yükümlülüğü değil, hakkı vermektedir (Webb ve Brahma, 2013).

2.5.7. Döviz Piyasaları

Döviz piyasaları, yabancı para birimi cinsinden finansal işlemlerin yapıldığı her zaman ve her yerde mevcuttur. Döviz piyasaları, bir para biriminden diğeri

değer alışverişini kolaylaştırmakta ve piyasa katılımcılarının yabancı para birimleri alıp satmasına olanak tanımaktadır. Döviz piyasalarında;

- mal ve hizmetlerde uluslararası ticaretle bağlantılı finansal akışlar
- yatırım ve fonların ödünç alınmasını içeren sınır ötesi sermaye işlemleri
- gelecekteki döviz kurlarındaki olumlu hareketlerden kazanç sağlamayı amaçlayan spekülasyon işlemleri
- Merkez bankası işlemlerinden kaynaklanan döviz satın alıp satmak için önemli bir talep söz konusudur.

Döviz piyasalarının birincil işlevi, uluslararası ticareti ve yatırımı kolaylaştırmaktır (Viney ve Philips, 2019). Uluslararası ödemeler dengesi, ulusal sınırların ötesinde yapılan tüm ödemelerin bir muhasebe kayıdır. Ödemeler dengesindeki bir açık, arzdan daha fazla döviz talebi yaratmakta ve döviz değerinde değerlenmeye yol açmaktadır. Ödemeler dengesindeki fazlalık, talepten daha fazla döviz arzı yaratmakta ve döviz değerinde değer kaybına yol açmaktadır. Enflasyon oranındaki farklı hareketler, zevklerdeki değişiklikler ve verimlilikteki farklılıklar döviz kurlarındaki uzun vadeli hareketlerden sorumludur. Döviz kurlarının kısa vadeli oynaklığı, en iyi uluslararası yatırımları arayan küresel yatırımcılardan kaynaklanmaktadır.

Döviz kurları piyasa güçlerine cevap vermekte serbestse, döviz kurlarındaki hareketler hem açıkları hem de fazlaları ortadan kaldırmaktadır. Sabit döviz kurları ile, açık veren bir ülke, döviz piyasasındaki değer kaybını önlemek için müdahale etmekte ve kendi parasını satın almaktadır. Uluslararası rezervlerini bu amaçla kullanmakta, ancak bir ülkenin rezervleri bittiğinde süreç sona ermektedir. Devalüasyon korkuları bir ülkenin parasının spekülasyon olarak devalüasyonuna yol açtığına, uluslararası finansal krizler sabit oranlar altında gelişme eğiliminde olmaktadır (Udell, 2014).

2.6. ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMLER VE ÇEŞİTLERİ

Bir finansal sistem, fonların borç verenler ve borç alanlar arasında hareket ettiği bir dizi finansal kurum ve piyasa olarak ele alındığında bu fon akışını

kolaylaştıran kurum ve piyasalar, tasarruf ve yatırımı teşvik eden finansal araç ve teknikleri geliştirmektedir. Finansal sistem aynı zamanda merkez bankalarının ve ihtiyatlı düzenleyicilerin finansal sistemdeki katılımcıların faaliyetlerini etkilediği çerçeveyi de sağlamaktadır. En önemlisi bir merkez bankası, para politikası girişimleri aracılığıyla faiz oranlarının seviyesini, ekonomik aktiviteyi ve iş performansını etkilemektedir. Bir ülkede ekonomik büyümeyi ve gelecekteki üretken kapasiteyi kolaylaştırmak için bir finansal sistem esastır. İşletmelere finansman sağlanması, artan üretkenliğe, artan istihdama ve daha yüksek bir yaşam standardına yol açması gereken ekonomik büyümenin gerçekleşmesine izin vermektedir. Modern, sağlam ve verimli bir finansal sistem, daha sonra bir ekonomide üretken sermayeye yatırım için mevcut olan tasarruf birikimini teşvik etmektedir (Viney ve Philips, 2019).

Uluslararası finansal sistem, uluslararası ödemelerin yapılmasını ve fonların sınırlar arasında akışını sağlayan düzenlemeler, kurallar, araçlar, olanaklar, krediler ve kuruluşlardan oluşmaktadır. Uluslararası finansal sistem, mal, hizmet ve finansal araçlardaki, ticaretteki artış, teknolojik gelişmeler ve sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması nedeniyle son yıllarda muazzam bir büyüme yaşamıştır. Uluslararası Finansal Sistem, uluslararası para ve sermaye piyasaları ile döviz piyasasından oluşmaktadır.

Ekonomik açıdan bakıldığında, uluslararası finansal sistemdeki gelişmeler finansal piyasaları daha verimli hale getirmiştir çünkü fonlar (finansal sermaye) dünyanın her yerinde en yüksek getiriye sağlayacakları yere daha kolay akabilmektedir. Zamanla, kaynaklar daha verimli bir şekilde tahsis edildiğinden, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler artan ekonomik büyümeyi deneyimlemişlerdir. Sonuç olarak, dünya çapındaki yaşam standartları, aksi durumda olacağından daha fazla yükselmelidir (Burton vd., 2010). Son yıllarda artan finansal akımları kolaylaştırmak için birçok yeni uluslararası finansal ürün yaratılmıştır.

2.6.1. Uluslararası Banka Temelli Finansal Sistemler

Finansal gelişmenin iktisadi büyümedeki rolüyle ilgili tartışmaların yanı sıra, finans- büyüme yazınında uzun bir süredir banka temelli ve piyasa temelli finansal sistemlerin nispi önemi üzerine de tartışılmaktadır (Goldsmith, 1969; Allen ve Gale, 1999; Demirgüç-Kunt ve Levine, 2001b). Stiglitz'e göre (1985) bedavacılık sorunu, bazı ekonomik birimlerin diğer birimlerin araştırmalarından herhangi bir maliyete katlanmadan faydalanması alıcı ve satıcı sayısı çok (atomistik) piyasaların yapısal bir sorunudur. Bedavacılık sorununun varlığı göz önünde bulundurulduğunda ekonomik birimlerin bilgiyi hızlı bir şekilde elde edebildikleri gelişmiş finansal piyasalarda, bireysel yatırımcılar firmaları araştırmak için kaynak ayırmaktan vazgeçebilmektedir. Böyle bir durumda bankalar yerine finansal piyasaların daha fazla gelişmiş olması, finansal sistemin bilgi edinme işlevini zayıflatacaktır. Bu durum neticesinde ise yenilikçi projelerin tespiti azalacak ve iktisadi büyüme olumsuz etkilenecektir.

Literatürün büyük çoğunluğu bankaların dış finansman sağlamada piyasalara kıyasla karşılaştırmalı bir üstünlüğü olduğunu savunmaktadır. Kurumsal finansa, finansal faaliyetlerin organizasyonunun büyüme için kurumsal yönetim ve bir firmanın dış kaynak yaratma yeteneği aracılığıyla etkilediği görülmektedir (Boyd ve Prescott, 1986). Diamond (1984) bir başka önemli makalede, finansal araçların "yetkilendirilmiş denetleyiciler" gibi davranarak asimetrik bilgi problemlerinin üstesinden geldiklerini ileri sürmüştür.

Bankalar sık sık firmalarla kısa ya da uzun vadeli ilişkiler kurmakta ve mevcut firma genişlemesinde nakit akışı kısıtlarını ekonomik büyümeye ilişkin olumlu sonuçlarla kolaylaştırmaktadırlar (Hoshi vd., 1991). Bankalar finansman gereken yeni kurulmuş firmalara dış kaynak sağlamada etkilidir. Bankalar bilgi ve işlem maliyetlerini azaltmak için mevcut firmaların genişlemesini ve yenilerinin oluşturulmasını teşvik edebilmektedirler. Ancak banka temelli görüş yalnızca bankaların dış finansman akışını kolaylaştırmak için önemli olduğunu savunmamaktadır. Banka temelli bakış açısı, piyasaların rolünü eleştirerek bankaların karşılaştırmalı üstünlüklerini vurgulamaktadır. Diğer taraftan Boot vd.'ne

göre (1993) bankalar, elde ettikleri bilgileri yatırım sürecinde kullanarak bu tarz olumsuzlukları azaltabilmektedirler.

Banka temelli görüş bankaların pozitif rolünü; şirketler ve yöneticiler hakkında bilgi edinme ve böylece sermaye tahsisatını ve kurumsal yönetişimi iyileştirme (Diamond, 1984; Ramakrishnan ve Thakor, 1984), kesitsel, dönemler arası yönetim ve likidite riski ve dolayısıyla yatırım verimliliğini ve ekonomik büyümeyi arttırmak (Allen ve Gale, 1999; Bencivenga ve Smith, 1991) ve sermayeyi ölçek ekonomilerinden yararlanmak için seferber etmek (Sirri ve Tufano, 1995) aracılığı ile vurgulamaktadır. Banka temelli bir sistemde, yatırım ve kişi başına gelir daha yüksek ve gelir eşitsizliği daha düşüktür. Banka temelli sistemler, geniş tabanlı sanayileşme için daha elverişlidir. Firma sahibi yöneticiler, özel faydalardan yararlanmak için yatırım kârlılığını azaltabileceğinden, firmalara borç vermek ahlaki tehlikelerle doludur. Banka gözetimi, aracılık problemini kısmen çözerken, piyasa finansmanına hiç karışmamaktadır (Chakraborty ve Ray, 2002).

Banka temelli görüş piyasa temelli sistemlerin eksikliklerini de vurgulamaktadır. Örneğin Stiglitz (1985) iyi gelişmiş pazarların hızlı ve halka açık bilgi verdiğini ve bilgi edinmek için bireysel yatırımcıların isteklerini azalttığını savunmaktadır. Bankalar firmalarla uzun vadeli ilişkiler kurduklarından ve kamu piyasalarında bilgileri hemen açıklamadıklarından bu sorunu hafifletmektedirler. Almanya'daki çalışmalarda genellikle bankaların hangi tip hisselerle sahip olduklarına yoğunlaşmaktadır. Japonya'daki çalışmalarda sıklıkla bir şirketin bir ana bankası olup olmadığına odaklanılmaktadır.

Gerschenkron (1952) ve Rajan ve Zingales (1998a) güçlü bankaların atomistik piyasalara göre firmaları borçlarını daha fazla ödemeye daha etkili bir şekilde zorlayabileceklerini vurgulamaktadır. Bankalar sürekli finansman gereken yenilikçi faaliyetlere dış kaynak sağlama konusunda daha etkilidir, çünkü bankalar proje geliştikçe ek finansman sağlama konusunda yurtdışından daha kolaylıkla finansman sağlayabilmektedirler (Stulz, 2000).

Kontrol odaklı finansmanın egemen olduğu banka temelli finansal sistemler, daha yoğun ortaklık yapıları olan ve daha az likit finansal piyasaları teşvik etmektedir. Bu piyasalarda finansörler ve işletmeler arasındaki ilişki uzun vadeli ve süregelen bilgi, toplantı ve tavsiye alışverişine dayanmaktadır. Tekrarlanan ve uzun süreli ilişki bilgi asimetrisini ve kurum maliyetlerini azaltmaktadır.

Banka temelli sistemlerde finansal piyasalar küçüktür ve likit değildir, borsada işlem gören firmaların payları küçüktür, zamanlararası risk paylaşımı vardır, mülkiyet ve kontrol ise yoğundur. Banka temelli sistemlere sahip ülkeler normal olarak, özellikle risk sermayesi için daha az gelişmiş finansal piyasalara sahip olmaları ile karakterize edilmektedir.

Banka temelli sistemlerdeki tasarruflar öncelikle bankalar ve diğer tasarruf kuruluşları aracılığıyla kısa ve uzun vadeli krediler şeklinde aktarılmaktadır. Genellikle hükümetler banka kredilerini desteklemekte ve merkez bankasının müdahalesi yoluyla çeşitli finans türlerinin maliyetlerini aktif olarak etkilemektedir. Bankalar, banka odaklı sistemlerde toplam yurt içi finansal varlıkların payını daha yüksek tutmaktadır. Ayrıca bankacılık sektörünün borç verme faaliyeti de daha çok kurumsal finansmana yöneliktir.

Menkul kıymetler piyasaları ve bankacılık sistemi, firmaların finansman sağlama yeteneklerini, özellikle daha düşük finansal gelişme seviyelerinde, farklı şekillerde etkilemektedir. Her ikisinin de gelişmesi, sözleşme ortamı tarafından öngörüldüğü takdirde, dış finansmana erişimi iyileştirmektedir. Bankacılık sektörünün gelişimi daha çok kısa vadeli finansman kaynaklarının mevcudiyeti ile ilgilidir (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 2000).

Banka temelli sistemler 19. yüzyılda Almanya ve 20. yüzyılın ikinci yarısında Japonya gibi, hükümetlerin endüstriyel kalkınmada doğrudan rol aldığı ülkelerde daha güçlüdür. Banka kredisi önemli bir finansman kaynağı olarak rol aldığından, birçok gelişmekte olan ülke, kıt kaynakları sosyal olarak üretken kullanımlar için koruma ihtiyacı nedeniyle, krediyi tamamen piyasa güçlerine bırakmak konusunda isteksizdir. Başlıca müdahale türleri şunlardır: bankalar için kredi gereksinimleri ve

kotaları, yeniden finansman planları, tercihli faiz oranlarında krediler, kredi garantileri ve kalkınma finansmanı kurumları tarafından verilen krediler. Bu tür programlar, Güney Kore gibi ülkelerin finansal derinleşmesinde ve büyümesinde önemli roller oynamıştır (Lagua, 2019).

Sonuç olarak, banka temelli sistemi savunanlara göre piyasa temelli sistem, kurumsal yönetim ve yatırım projeleri hakkında bilgi edinme konularında yetersiz kalmaktadır. Diğer taraftan banka temelli sistemi savunanlara göre; bankalar piyasaların sahip olduğu temel olumsuzluklara sahip değildir. Bankalar kurumsal yönetimin sağlanması ve firmaların araştırılması konularında finansal piyasalara göre daha iyi çalışmaktadır.

2.6.2. Uluslararası Sermaye Piyasası Temelli Finansal Sistemler

Piyasa temelli sistemi savunanlara göre bankalar kaynak tahsisinde yeterince etkin çalışmazken, sermaye piyasası temelli finansal piyasalar kaynak tahsisinde bankaların sergilemiş olduğu olumsuzluklara sahip değildir. Piyasa temelli görüşe göre, fon veren firmalar da piyasaların avantajlarını vurgulamaktadır ve yenilikçi girişimleri teşvik etmektedir. Ayrıca likit piyasalarda, değerli bilgiler elde eden araçlar, bu piyasalarda işlem yaparak hızlı bir şekilde kâr elde edebilmekte ve bu da piyasa katılımcılarını firmalar hakkında bilgi edinmeye teşvik etmektedir (Allen ve Gale, 1999).

Bu nedenle piyasa temelli sistemi savunanlar iyi işleyen pazarların yeni ve mevcut firmaların büyümesini, bilgi edinme ve kurumsal kontrolü teşvik ettiğini savunmaktadır. Yoğun ve likit piyasalarda yatırımcı portföy odaklı ve finansörler ile firmalar arasındaki ilişki kısa vadeli ve spot işlemlerdeki gibidir. Çıkış ve etki kurumsal kontrolün temel mekanizmasıdır. Piyasa temelli görüşün savunucuları piyasa temelli sistemlere göre banka temelli sistemlerin avantajlarını vurgulamaktadır. Bankaların piyasa gücü bankaların kârdan büyük bir pay alması nedeniyle firmaların kârlı projeler yürütme teşviklerini azaltmaktadır (Rajan, 1992). Piyasa temelli sistemlerin avantajları şu şekilde sıralanabilmektedir:

I. Piyasa temelli sistemler girişimcilik için rekabeti teşvik ederek banka temelli sistemlerden daha fazla istek yaratmaktadır.

II. Bankacılar piyasa temelli sistemin iç yüzünü bilen kimseler olmaları nedeniyle etkisiz kurumsal kontrolörler olma eğilimindedir. Banka temelli sistemlerde, bankacılar genellikle hisse bilgilerine sahiptir ve diğer hissedarların hisselerini yönlendirebilmektedir. Dolayısıyla bankacılar diğer dış yatırımcılara karşı yöneticilerle işbirliği yaparak rekabeti yavaşlatabilir ve etkili kurumsal kontrolü engelleyebilirler (Hellwig, 1998; Wenger ve Kaserer, 1998).

III. Piyasa temelli sistemlerin borsalarında hisse senetleri ve tahviller ve elde tutulan kârlar en önemli yatırım finansmanı biçimleridir, banka kredileri ise genellikle kısa vadeli düzenleme amaçlarına hizmet etmektedir. Bu sistemde çok sayıda likit ve yoğun finansal piyasalar, çok geniş kapsamlı finansal araçlar bulunmaktadır.

IV. İzleme fonksiyonları; ticari bankalar, yatırım bankaları, derecelendirme kuruluşları ve girişimciler gibi farklı uzmanlık kuruluşları tarafından sağlanmaktadır.

Piyasa temelli sistemlerin en belirgin örnekleri ABD ve İngiltere'nin finansal sistemleridir. Boyd ve Smith (1996; 1998) ekonomik büyümenin olumlu etkileriyle birlikte piyasa temelli modeller geliştirmişlerdir. Perotti ve Von Thadden (2003) hissedarların paylarının artmasıyla birlikte, baskın yapının riskli kurumsal stratejilerle ve daha yüksek kârlarla hisse senedi piyasaları lehine doğru ilerleyeceğine işaret etmektedir.

Piyasa temelli görüş, piyasaların risk yönetimi, bilgi yayma, kurumsal kontrol, sermaye dağılımı ve güçlü bankalarla ilişkili sorunlarının azaltılmasındaki olumlu rolünü vurgulamaktadır (Levine ve Zervos, 1998). Ayrıca piyasaların yeniliği ve uzun vadeli büyümeyi teşvik eden temel finansal hizmetler sunduğunu da vurgulamaktadır. Son yıllardaki çalışmalarda, piyasa temelli bir sistemin ekonomik büyüme için daha iyi olduğu ileri sürülmüştür (Holmstrom ve Kaplan, 2001). Piyasa temelli bir sistem, teknoloji veya piyasa çevrelerinde hızlı değişim olduğunda ortaya çıkan yüksek riskli projeleri finanse etmede daha iyidir.

Finansal sistemler, hisse senedi piyasalarının da bankalardan daha aktif ve verimli hale geldiği yüksek gelirli ülkelerde daha piyasa temelli olma eğilimindedir. Anglo Sakson hukuk sistemi geleneğine sahip ülkelerde, hissedar haklarının güçlü bir şekilde korunduğu, iyi muhasebe standartlarına ve düşük yolsuzluk seviyelerine sahip oldukları görülmektedir. Açık mevduat sigortasının bulunmadığı ülkelerde, finansal sistemler geliri kontrol ettikten sonra bile daha piyasa temelli olma eğilimindedir (Levine, 1999).

Banka düzenleme ve denetleme kurulları, firma düzeyinde ahlaki tehlike sorunlarını çözmektedir. Daha düşük pazarlanabilir teminata ve daha yüksek teşvik sorunlarına sahip firmalar bankalardan borç alırken, daha zengin firmalar aracısız piyasa finansmanına güvenmektedirler. Bu nedenle, Boot ve Thakor'un (1997) işaret ettiği gibi, yatırımcılar daha yüksek gözlemlenebilir niteliklere sahip firmaların sermaye piyasasından borç almasıyla birlikte, yatırımcılar ex post ahlaki tehlike sorunlarıyla karşı karşıya kaldıklarında, banka kredilerinin önemli olması muhtemeldir (Chakraborty ve Ray, 2002).

Bazı yazarlar, piyasa finansmanının bir firma için nasıl uygun teşvikler yarattığını da vurgulamıştır. Scharfstein'da (1988) hisse senedi piyasaları, düşük performans gösteren firmaların düşmanca devralmaları yoluyla kurumsal yönetimi teşvik etmektedir. Rajan ve Zingales (1998b; 1999) piyasa finansmanının, firmaları değerli yatırımlar yapmaya yönlendiren fiyat sinyallerini ilettiğini iddia etmektedir. Banka temelli görüşün savunduğunun aksine, ilişki temelli banka finansmanı, zayıf nakit akışlarıyla karşı karşıya kalan firmaları yanlış yönlendirilmiş yatırımlar yapmaya yönlendirebilmektedir. Finans iki ana nedenden dolayı büyüme ve gelişme ile ilgilidir. Daha iyi geliştirilmiş finansal sistemler, acente sorunlarını daha iyi çözmektedir. Bu, firmaların daha ucuz oranlarda borç almalarını ve daha fazla yatırım yapmalarını sağlamaktadır. Ancak finans, yapısal dönüşümde de rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin temel özelliği, ikili yapılar olmalarıdır - modern imalat faaliyetlerinin yaygın köylü çiftçiliği ve küçük işletme üretimi ile bir arada var olmasıdır. Geleneksel sektörden modern sektöre geçiş her zaman basit değildir: imalat faaliyetleri genellikle iyi gelişmiş finansal sistemlerin yokluğunda ortaya çıkmayabilecek toplu yatırımlar gerektirmektedir (Chakraborty ve Ray, 2002).

Kurumsal finans literatüründe olduğu gibi, banka finansmanı ile piyasa finansmanı arasında yatırım projelerine katılımlarına göre farklılıklar bulunmaktadır. Bankalar genellikle daha ‘uygulamalı’, proje seçimi, firmaları izleme ve gelecek vadeden girişimcileri belirleme ile ilgilenmektedir. Öte yandan, alınıp satılabilir menkul kıymetlerin, satın alınması veya piyasa finansmanı yoluyla yapılan yatırım, bir firmanın yatırım kararlarına müteakip çok az katılımı, daha çok emsallere uygun yapılan bir işlemdir. Her iki finans türü için de üstlendikleri rolü haklı çıkarmak için girişimci düzeyinde ahlaki tehlike tanıtılmalıdır. Spesifik olarak, Holmstrom ve Tirole’un (1997) aracılık problemi dinamik bir ortama uyarlanmaktadır. Dış finansman sağlayan girişimciler, özel faydalardan yararlanmak için yatırımlarının başarı olasılığını kasıtlı olarak azaltmaktadır. Finansal araçlar ise girişimcileri izlemekte ve (kısmen) aracılık sorununu çözmektedir. Ancak izleme maliyetli olduğu için banka finansmanı piyasa finansmanından daha pahalıdır.

Banka temelli bir sistemdeki politika reformları, büyüme oranını yükseltmekte ve geleneksel sektörün boyutunu küçültmektedir; piyasaya dayalı bir sistemde büyümeyi arttırmaktadır, ancak bu tür politikalar aracılı finansmanın maliyetlerini de düşürmedikçe geleneksel sektörü etkilenmeden bırakmaktadır. Her iki finansal rejimde de geçici bir yeniden dağıtım politikası, geleneksel sektörün büyümesi, dağılımı ve göreceli boyutu üzerinde kalıcı etkilere sahip olmaktadır (Chakraborty ve Ray, 2002).

Kıyası piyasa temelli sistemlerde finansal piyasalar büyük ve likittir, borsada işlem gören firmaların payları büyüktür. Piyasa temelli sistemler, banka temelli sistemlerin aksine finansal aktörler arasında birbirine daha az finansal bağlılığa sahipken, daha fazla borç alacak eşleşmesine ve tasarruf sahiplerinden yatırımcılara daha fazla doğrudan finansman yatırımına sahiptir (Houben ve Bats, 2017).

2.6.3. Finansal Hizmetler

Finansal hizmetler görüşü, banka temelli ve piyasa temelli tartışmanın önemini en aza indirmektedir. Finansal düzenlemelerin - sözleşmeler, pazarlar ve araçlar yoluyla piyasa kusurlarını düzeltmek ve finansal hizmetler sağlamak için ortaya

çıkıldığını vurgulamaktadır (Merton ve Bodie, 1995; Levine, 1997). Potansiyel yatırım fırsatlarını değerlendirmek, kurumsal kontrol uygulamak, risk yönetimini kolaylaştırmak, likiditeyi artırmak ve tasarruf hareketliliğini kolaylaştırmak için finansal düzenlemeler ortaya çıkmaktadır. Bu finansal hizmetleri az ya da çok etkili bir şekilde sağlayarak, farklı finansal sistemler ekonomik büyümeyi az ya da çok desteklemektedir. Bu görüşe göre asıl problem bankalar veya piyasalar değildir. Temelde ulaşılmak istenen hedef, araçların ve piyasaların sağlam finansal hizmetler sağladığı bir ortam yaratmaktır. Kavramsal olarak, finansal hizmetler görüşü hem banka temelli hem de piyasa temelli görüşler ile tamamen tutarlıdır. Bununla birlikte, finansal hizmetler görüşü, daha iyi işleyen bankalar ve piyasaların nasıl yaratılacağına analitik bir ışık tutarak banka temelli ve piyasa temelli tartışmaya gölge düşürmektedir. Bankalar ve piyasalar finansal hizmetler sağlamada tamamlayıcı rol oynayabilmektedir (Boyd ve Smith, 1998; Huybens ve Smith, 1999).

Ülkeleri, finansal gelişmenin seviyelerine göre ayırt etmek, ülkeler arası ekonomik büyüme farklılıklarını açıklamaya yardımcı olmaktadır. Finansal hizmetler görüşüyle aynı görüşü savunmaktadır. Ayrıca, hukuksal sistemin görüşünü desteklemede ve büyümeyi teşvik etmede finansal hizmetlerin seviyesinin öncü bir rol oynadığı tespit edilmiştir.

Levine vd.'nin (2000) finansal aracılıkla ilgili makalesine göre finansal aracılığın gelişmesi ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak önemli ve büyük bir etki yaratmaktadır. Makalenin en önemli politik sonuçları şu şekildedir:

(I) Teminatlı alacaklıların firmalara karşı taleplerinin bugünkü değerini tamamını almalarına yüksek öncelik veren yasalara,

(II) Devlet sözleşmeleri dahil olmak üzere sözleşmeleri titizlikle uygulayan yasal sistemlere ve

(III) Yüksek kalite üreten muhasebe standartlarına ve kapsamlı ve karşılaştırılabilir kurumsal finansal tablolara sahip ülkeler, daha iyi gelişmiş finansal araçlara sahip olma eğilimindedir (Levine vd., 2000).

Sonuç olarak Levine vd. (2000) genel finansal gelişme seviyesinin ve yasal belirleyicilerinin finansal olarak dışarıya bağımlı endüstrilerin daha hızlı büyümesine ve bu endüstrilerde yeni kuruluşların kurulmasına yardımcı olduğunu göstermektedir. Ülkelerarası regresyonlar, iyi gelişmiş finansal sistemlere ve daha etkin yasal sistemlere sahip ülkelerde sermayenin daha verimli bir şekilde tahsis edildiğini göstermektedir. Piyasa veya banka temelli görüşler için destek bulamamıştır. Bunun yerine, ülkeleri genel finansal gelişme ve hukuksal sistem üsünlüğüne göre ayırdetmenin, ülkeleri banka temelli veya piyasa temelli olup olmadıklarına göre ayırdetmekten daha yararlı olduğunu bulmuştur.

2.7. FİNANSAL SİSTEMLERİN KARŞILAŞTIRILMASI: AB, OECD VE APEC ÜLKELERİ

2.7.1. AB Ülkelerinde Ekonomik Entegrasyon ve Finansal Sistem

AB'nin inşasının temel itici güçlerinden biri, mallar ve hizmetler açısından ortak bir pazarın potansiyelini ortaya çıkarma umudu ve ortak bir para biriminin getirilmesiydi. EMU'nun 1999'da kurulmasıyla birlikte, Euro'nun, ekonomik refahın kilit bir itici gücünden bahsetmeye gerek kalmadan, Avrupa'da ekonomik entegrasyon ve yakınsama için bir katalizör haline gelmesi beklenmekteydi. Ortak pazarın işleyişini güvence altına almak için, ekonomik ve sosyal uyum temel gösterge haline gelmiş ve ilk başlardan beri AB'nin hedefi olmuştur. Ayrıca kriz dönemleri finansal piyasanın sadece büyümenin itici gücü olarak görülmemesi gerektiğini, aynı zamanda modern finansal sistemlerin birbirine bağlı yapısı nedeniyle potansiyel olarak istikrarı bozan bir risk faktörü olarak görülmesi gerektiğini vurgulayan araçlar olmuşlardır.

Tek Pazar Programının (SMP) oluşturulmasının ana nedenlerinden biri, Avro Bölgesi finans piyasalarının rekabet gücünü arttırmaktır. SMP'ye ek olarak, tek para biriminin piyasaya sürülmesinden dolayı büyük makroekonomik etkiler beklenmekteydi; ancak, dengesiz ekonomik gelişme (işsizlik, işgücü verimliliği, GSYİH büyümesi şeklinde) şoklara ve aynı zamanda oynaklığın hisse senedi piyasası yoluyla yayılması ve kredi piyasasında likiditenin kuruması şeklinde

finansal şoklara yol açmaktadır. Verimlilik ve risk ölçütleri, finansal kurumların rekabet gücünü tanımlayan iki nicel belirleyici olarak kabul edilmektedir.

Avrupa Birliği finans sisteminin en önemli aktörü kredi kurumlarıdır. AB finans sistemi büyük ölçüde banka temelli olsa da ekonomi giderek banka dışı kuruluşlar tarafından finanse edilmektedir. Euro bölgesinde banka dışı kuruluşların sahip olduğu toplam varlıklar 2008 yılında 23 trilyon Euro'dan Haziran 2019'da 45 trilyon Euro'ya yükselmiştir. Banka dışı kuruluşların hızlı büyümesi Euro bölgesi reel ekonomisinin finansmanında genişleyen rolünü ortaya çıkarmaktadır. Banka dışı kuruluşlar, borçlanma senetlerinin satın alınması yoluyla finansal olmayan şirketlere net finans akışı sağlamaktadır (Guindos, 2020).

Avrupa borç piyasaları, riski ve maliyetleri düşürerek Euro cinsinden borç çıkarmaktadır (Soriano ve Dobon, 2009). Bu borçlanma türü sayesinde çevre ekonomilerin risk primi önemli ölçüde düşerek çevre ülkelerin kamu finansmanı için birim maliyetlerinin merkez ülkelerinkine yakınsamasına neden olmuştur. Diğer yandan Avrupa Birliği ülkelerindeki bankalar büyük sermaye akımlarını çevre ülkelere (Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya) kanalize ederek dengesizlikler yaratmıştır. Avrupa'da çok sayıda borsa vardır ve firmalar aynı anda farklı borsalarda listelenmektedir. Bu durum aynı hisse senedi için farklı fiyatlara yol açmaktadır. Finansal yakınsama çabalarına rağmen, bazı ülkelerdeki yapısal farklılıklar Avrupa finansal sisteminin düzgün işlemlerini aksatan bir engel oluşturmaktadır. Krizler sırasında, özellikle belirsizliğin daha fazla olduğu ülkelerde oynaklık artmaktadır ve zayıflıklar ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, büyüme dönemlerinde finansal sisteme uyum çok daha kolaydır (Fritsche ve Kuzin, 2011).

Yeni Basel Anlaşması ile (Basel III), kredi kuruluşlarının ödeme gücünün ve dolayısıyla finansal gücünün önemli ölçüde güçlenmesi beklenmektedir. Bu finansal güç, kredi kuruluşlarına olası piyasa dalgalanmaları konusunda daha fazla bağımsızlık sağlayarak finansman maliyetlerini azaltmaktadır. Yeni sermaye gereksinimleri ile kredi kurumları, ucuz finansmanı güvence altına almak için artık bu dalgalanmalara bağımlı olmayacaktır. Basel III'de öngörülen yeni düzenlemelerin kredi kuruluşlarının kârlılığı üzerinde büyük etkisi olacağı beklenmektedir. Öncelikle

minimum hacimli kısa vadeli ve uzun vadeli likidite uygulanması, likit varlıkların daha düşük getiriler sunması nedeniyle getirileri azaltmaktadır. Finansal bulaşma bankalar arasında olduğu kadar bankalar ile reel ekonomi arasında da mevcuttur. Alter ve Beyer (2013) ve Popov ve vanHoren (2013), sendikasyon kredileri piyasasında banka kredilerinin kriz sonrası toparlanmasının, bu piyasada faaliyet gösteren bankaların çevre ülkeler tarafından ihraç edilen devlet borçlarından dolayı büyük bilanço risklerine sahip olması nedeniyle sınırlandığını göstermiştir.

2.7.2. OECD Ülkelerinde Finansal Sistem ve Yapısal Değişim

OECD ülkeleri mevcut banka yönetişimi ve denetimi modeline kolayca veya zahmetsizce ulaşamamıştır. Çoğu ülkede 1970'lerin başında geçerli olan finansal sistemler, finansal kurumlar tarafından yürütülen işlerin fiyatları veya miktarları üzerindeki kontroller, piyasa erişimindeki kısıtlamalar ve bazı durumlarda, rakip borçlular arasında finansman dağıtımına ilişkin kontroller ve piyasa güçleri üzerindeki önemli kısıtlamalarla karakterize edilmiştir.

Finansal hizmetlerin arzındaki kısıtlamaları kaldırarak yapılan deregülasyonlar çoğu ülkede finans sektörünün büyüklüğünde ve içine çektiği kaynakların hacminde artışlara yol açmıştır. Finans sektörünün toplam istihdamdaki payı 1970'lerin sonlarından bu yana neredeyse tüm ülkelerde artmıştır, finans sektörüne yapılan yatırım özellikle İngiltere, ABD ve Lüksemburg'da güçlü bir şekilde artmıştır. Deregülasyonun önemli bir faktör olmadığı ülkelerde bu eğilimlerin varlığı, teknolojik gelişmeler ve finansal inovasyon gibi daha geniş faktörler, finansal büyümeyi açıklamada önemli olmuştur. Son yıllarda OECD ülkelerinde finans sektöründeki yapısal dönüşümü karakterize eden üç geniş eğilim olduğu söylenebilir.

İlki rekabetin artması olmuştur. Rekabetin beklenen faydaları, mevcut hizmetlerin çeşitliliği ve kalitesindeki gelişmeler, maliyetlerdeki düşüşler ve verimlilikteki artışlardır. İkinci önemli yapısal eğilim, finansman aracılığında artan menkul kıymet kullanımını olan “menkul kıymetleştirme” olmuştur. Pek çok ülkede, para piyasası fonları- yüksek likiditeye sahip, kısa vadeli veya değişken faiz oranlı yüksek kaliteli varlıkları olan yatırım fonları- özellikle bankalardaki cari hesap

mevduatları üzerinde faiz oranı kontrolü olan ülkelerde geleneksel vadesiz mevduatlara ciddi rakipler olarak ortaya çıkmıştır (örneğin ABD ve Fransa).

Menkul kıymetleştirme ile yakından bağlantılı olan, yatırımcıların portföy risklerini yönetme kabiliyetini arttıran, gittikçe karmaşıklaşan türev piyasalarının gelişimi olmuştur. Üçüncü geniş eğilim, finansal piyasaların artan uluslararasılaşmasıdır. Uluslararası finans piyasalarında cirodaki büyüme ile yakından ilişkili olarak, kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılan eldeki varlıkların artan çeşitliliği olmuştur. Finansal piyasalardaki bu hızlı değişikliklere rağmen, finansal sistemlerin yapısal özellikleri yatırım için finansman kaynağı olarak menkul kıymetler piyasaları, hisse senedi piyasaları, bankalar ve diğer finansal kuruluşların önemi ülkeler arasında göreceli olarak, bir dizi önemli farklılıklar göstermektedir.

Finansal yapılar ülkeler arasında farklı kalsa da, alternatif finansman biçimlerindeki kısıtlamalar gevşetildiğinden zaman içinde birbirine yakınsadıklarına dair bazı kanıtlar vardır. Özellikle, İngilizce konuşulan bazı ülkelerde iş yatırımlarının borç finansmanına daha fazla güvenmeye doğru bir değişim olurken, hisse senedi piyasaları Japonya'da ve bankaların geleneksel olarak işletmelere finansman sağlamada daha merkezi bir role sahip olduğu bir dizi kıta Avrupa ülkesinde daha büyük önem kazanmıştır (Edey ve Hviding,1995).

2.7.3. APEC Ülkelerinde Ekonomik Kalkınma ve Finansal Sistem

Ekonomik kalkınmanın farklı aşamalarda olması esas olarak piyasa ekonomisinde modern ekonomik büyümenin başlamasının farklı zamanlamalarda olmasından kaynaklanmıştır. Japonya ekonomik kalkınmayı 1985'te başlatırken, diğer Doğu Asya ekonomileri bunu İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra arka arkaya başlatmışlardır; Hong Kong, Kore, Tayvan ve Singapur, Yeni Sanayileşen Ekonomiler (YSE'ler) kalkınmayı 1960'larda başlatmış, ardından orijinal ASEAN üyeleri (Tayland, Malezya, Filipinler ve Endonezya) bunu 1970'lerde takip etmiş ve bunu 1980'lerin başından itibaren Çin takip etmiştir.

Doğu Asya ekonomileri 1987'den sonraki on yılda, küreselleşme zorluğuna ülke bazında ve bütün bölge olarak başarılı bir şekilde yanıt vermişlerdir. Bu ülkelerin büyük çoğunluğu (Japonya hariç) 1989-1992'de Çin ve Hong Kong ve 1990-94 Filipinler olmak üzere, yüzde 6-8 oranında hızlı ve istikrarlı bir büyüme elde etmiştir. Doğu Asya ülkelerinin hızlı ekonomik büyümeleri Dünya Bankası'nın raporunda (1993) "Doğu Asya mucizesi" olarak tanımlanmıştır. Hızlı ekonomik büyümenin birincil mekanizması, sanayileşme; ithalat yoluyla yeni ürünleri iç piyasaya sunmak, ithalatı ikame etmek için yerli üretimi geliştirmek ve ürünlerini yurt dışına ihraç etmektir (Yamazawa, 1990; 1992). Bu ekonomik gelişme, erken başlayanlardan sonraki takip edenlere, Japonya'dan YSE'lere, asıl ASEAN üyelerine, Çin'e ve ardından Kamboçya, Laos, Myanmar Birliği Cumhuriyeti, Vietnam'a (CLMV) aktarılmıştır.

Aynı ekonomik büyüme sıralamasına giyim, ayakkabı, tekstil ve ev elektroniği gibi emek-yoğun imalatlardan çelik ve makine gibi daha fazla sermaye ve teknoloji yoğun olan imalatlara kadar tanık olunmuştur. Geç gelenler erken başlayan ülkeleri yakaladıkça, erken başlayan ülkeler pazar paylarını düşürerek ithalat yapmaya başlamışlardır.

Doğu Asya ekonomilerinin başarılı endüstriyel gelişimi birçok temel faktöre dayanmaktadır. Dünya Bankası Raporu (Worldbank,1993) bu temel faktörleri yüksek tasarruf oranları, iyi iş etiği, eğitime önem verilmesi ve ihtiyatlı makro-ekonomik politika yönetimi olarak listelemiştir. Ayrıca hükümetler de gelecek vadeden endüstrilere finansal destek sağlayarak gelişen endüstrilerin yakınsamasına rehberlik etmişlerdir. Ülkelerin endüstrileşmedeki potansiyel avantajlarının, endüstrileşmeye erken başlayan ülkelerin deneyimlerinden kaynaklandığı apaçık ortadadır ve ekonomik gelişme reel olarak gerçekleşmektedir. Ülkelerin birbirine coğrafi yakınlığı da ekonomik büyümede ülkeleri başarıya götüren ayrı bir faktör olarak vurgulanmalıdır. ASEAN dışında resmi bölgesel entegrasyon olmamasına rağmen Doğu Asya ekonomileri arasında çok yüksek ticaret yoğunluğu yaşanmıştır. Ekonomik olarak yakalama yerli firmalar tarafından sağlanmış, ancak endüstrileşmeye erken başlayan ekonomiler doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) aracılığıyla bu yakalamaya yardımcı olmuşlardır.

Doğu Asya ekonomileri, 1980'lerin ortalarında yaşanan gerilemeden dolayı mağdur olmuşlardır. Petrol ve diğer birincil ürünlerin fiyatları, ikinci petrol şokundan sonra 1980-82'de zirveye ulaşmış ve ardından keskin bir düşüş göstermiştir. Malezya, Singapur ve Endonezya, 1984-86'da ihracat kazançları düştüğü için ekonomik büyümelerinde ciddi bir gerileme yaşamışlar, hatta sıfır büyüme göstermişlerdir. Ancak, 1980'lerin sonlarına doğru güçlü bir şekilde toparlanmışlar ve 1990'larda 1997'ye kadar hızlı büyümeye devam etmişlerdir. Japon ekonomisi 1980'lerin ilk yarısında yüzde 3 civarında büyümüş, ancak 1987-91'de yüzde 4-6 büyümüştür. Japonya'nın yurtiçindeki üretimi kısa sürede dünya pazarında daha az rekabetçi hale gelmiş ve ihracatı düşmüştür. İthalat artmış ve cari hesap fazlası, 1987-90 için rekor düzeydeki 13 trilyon Yen'den (94 milyar ABD doları) yarıdan fazla düşmüştür. Otomobil ve elektronik alanındaki Japon üretici firmalar üretim kapasitelerini yurtdışında Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Doğu Asya'ya kaydırmışlardır. Doğu Asya'nın Japonya'ya ihracatı 1986 ile 1991 yılları arasında iki katına çıkmıştır. Doğu Asya ülkeleri ayrıca 28 milyar ABD doları tutarında Japon doğrudan yabancı yatırımını 1986-90 dönemi için kendi ülkelerine almışlardır. Japonya böylelikle Doğu Asya komşularının hızlı sanayileşmesini teşvik etmiş ve 1987'den beri hızlı büyümelerine katkıda bulunmuştur.

Asya-Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC), Asya-Pasifik ekonomileri arasındaki artan karşılıklı bağımlılığa yanıt olarak 1989 yılında kurulmuştur. Başlangıçta gayri resmi bir diyalog grubu olan APEC, o zamandan beri bölgede açık ticareti ve temelde ekonomik işbirliğini teşvik etmek için birincil araç haline gelmiştir. Bilindiği kadarıyla, bugüne kadar hiçbir çalışma, hem Avustralya, Asya ve Kuzey Amerika'nın gelişmiş pazarlarını hem de Asya ve Güney Amerika'nın yükselen pazarlarını kapsayan geniş APEC üye ekonomileri yelpazesindeki sermaye piyasası bağlantılarını incelememiştir. Bu önemlidir, çünkü küresel etkilerin APEC'i etkilemesi beklenirken, bölgesel etkilerin sosyal, kültürel, ekonomik, politik ve coğrafi bağlantılar nedeniyle yaygın olması beklenmektedir. Yani, APEC gibi gruplar özellikle gelişmekte olan piyasaların, kısmen dünya ekonomisinden ayrılmış ancak bölgesel gruplara tamamen entegre olmuş piyasaların durumu hakkında bilgi sağlamaktadır.

APEC hisse senedi piyasaları, hisse senedi getirilerinin hem ralliler hem de çöküşler yaşadığı ve bu etkilerin daha küçük bölgesel gruplarda daha keskin bir şekilde hissedildiği birkaç gelişmekte olan piyasa krizini vurgulamaktadır. Örneğin, 1995 Meksika Pesosu krizi, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmakla ilişkili risklerin temelde yeniden değerlendirilmesini sağlamış piyasalarda ve Latin Amerika piyasalarında hisse senedi getirilerinde çarpıcı düşüşler yaşanmıştır. Ancak, Asya'nın yükselen piyasaları başlangıçta etkilenmemiştir. Asya ülkelerini etkileyen 1997-1998 Asya krizleri şeklinde hızla yayılan Asya hisse senedi piyasalarının umutlarının yeniden değerlendirilmesine yol açan, 1997 ortalarında Tayland bahtının dalgalanması olmuştur. Bu örnekte, Asya hisse senedi piyasaları yıllık hisse senedi getirilerinde önemli düşüşler yaşarken (Kore % 20.49, Filipinler -% 14.57 ve Tayland -% 60.22), Latin Amerika piyasaları (Şili% 8.82, Meksika 30.94% ve Peru 24.30%) Meksika krizinden sonra toparlanma sonucu yükselmiştir (Haziran 1997'de sona eren yıl için tüm hisse senedi getirileri). Bu rakamlar, APEC hisse senedi piyasalarında bulunan güçlü bölgesel etkilere işaret etmektedir (Worthington ve Higgs, 2004). Üstelik, kilit finansal sistemlerin göstergelerinde görülen önemli heterojenlik ikili DYY akımlarını engelliyor görünmektedir.

Genel olarak, bölgeden giden ve bölgeye gelen sermaye akımları, yatırım riskinin çeşitlendirilmesini sağlamakta, yeniliği teşvik etmekte ve finansal piyasalardaki büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda, diğer ülkelerin finansal liberalizasyon ve uluslararası portföy çeşitlendirme güdüleriyle bağlantılı olarak Asya ülkelerine yoğun kısa vadeli sermaye girişleri, onların finansal sistemlerini çok kırılgan hale getirmiştir. Asya bankacılık sektörlerine yönelik kısa vadeli fonlar, bu ülkelerdeki uzun vadeli banka-müşteri ilişkisi ile uyumlu değildir. Gerçekten de, bu ülkelerden fonlar çekildiğinde, ilişki temelli finansal sistem kolayca çökebilir ve Asya krizinde de bu gerçekleşmiştir (Park ve Song, 2001).

Fintech, finansal hizmetlerin sağlanması ve bunlara erişimin desteklenmesi veya etkinleştirilmesi için teknolojinin kullanımı olarak tanımlanmaktadır. Fintech genellikle yenilikçi girişimler ve kitle fonlama platformlarıyla ilişkilendirilirken, aynı zamanda mevcut ve geleneksel finansal hizmet firmaları tarafından internet ve mobil bankacılık gibi teknoloji kullanımını da içermektedir. Fintech, finansal tabana

yayılmadaki boşlukları kapatmak için bir dizi fırsat sunmaktadır. Fintech özellikle maliyetleri ve işlemsel friksiyonları azaltma, verimliliği ve rekabeti artırma, bilgi asimetrisinin üstesinden gelme ve daha önce ekonomik olarak dışlanmış kişileri resmi finans sektörüne getirerek daha geniş ekonomik büyümeyi destekleme becerisine sahiptir (IMF, 2017).

Fintech endüstrilerinin Hong Kong, Singapur ve özellikle Çin ana pazarlarındaki mevcut yükselişi, yakın gelecekte Asya finans merkezlerine yönelik yatırım ve endüstri ilgisinde önemli bir değişikliğin sinyallerini vermektedir. Fintech yalnızca finansman yeteneklerine ve sermaye piyasalarının olgunluğuna (ABD ve Avrupa'nın gelişmiş ekonomilerinde daha erişilebilir olan) dayanmakla kalmaz, aynı zamanda medya, telekomünikasyon ve altyapı gibi ilgili endüstrilerdeki firmaların ve aktörlerin ve yenilikçi faaliyetleri ve fikri mülkiyet haklarını destekleyen düzenleyici çevrenin derinliği ve olgunluğu ile şekillenmektedir. Bunlar, Singapur ve Hong Kong finans merkezlerinde iyi bir şekilde kurulmuştur ve son yıllarda birçok Çin şehrinde büyük ilgi görmüştür. Büyüyen internet endüstrisi ve Alibaba ve Tencent gibi dev teknoloji firmalarıyla bir arada var olan yeni firmaların, ödeme sistemlerinin ve finansman platformlarının hızla ortaya çıkışı, Çin'de Fintech için çok canlı bir pazar yaratmıştır (Cassis ve Wójcik, 2018). Asya'daki gelişmiş ve gelişmekte olan pazarların karışımı, Singapur ve Hong Kong'daki önde gelen küresel finans merkezleri ve Hindistan, Çin, Güney Kore ve Japonya'daki bilgi teknolojisi çözümlerine, veri analizi, telekomünikasyon ve piyasa alanlarına odaklanan Fintech, Asya'da finansal yenilik ve daha geniş ekonomik değişim için çok fazla potansiyel sunmaktadır.

Teknoloji, sadece finansal okuryazarlıkta tamamlayıcı çabalarla kalmayıp aynı zamanda finansal kurumların kırsal ve uzak bölgelerdeki finansal hizmetlerinin genişlemesine katkı sağlayarak daha düşük bir maliyetle daha geniş bir coğrafi bölgeye hizmet sunmalarını sağlayarak daha fazla finansal katılım için fırsatlar açmaktadır. Teknolojiye dayalı finansal yenilikler burada kalmaya devam etmektedir ve uluslararası kuruluşlar tarafından finansal yeniliklerin tanıtımına verilen daha fazla odaklanma, finansal yeniliklerin artan önemini yansıtmaktadır. Ekonomilerin neyi, ne zaman benimseyeceklerini ve yenilikçi finansal teknolojileri nasıl

benimseyeceklerini bilmeleri gerekmektedir. Farklı ekonomilerin finansal tabana yayılma konusunda farklı yaklaşımları olsa da, kanıta dayalı ve bölgesel kapasite geliştirme paketine sahip olmak, ekonomik koşulları ve finansal gelişme önceliklerini dikkate alan uygun finansal tabana yayılma stratejileri geliştirmelerine yardımcı olmaktadır.

2.8. TARİHSEL SÜREÇTE FİNANSAL SİSTEMLER: SEÇİLMİŞ ÜLKE DENEYİMLERİ

2.8.1. Hollanda Cumhuriyeti

Hollanda iyi bir finansal sistemi, on yedinci yüzyılın başlarında geliştiren ilk ülkedir. Küçük bir ülke olmasına rağmen, ülke on yedinci yüzyılın önde gelen politik ve ekonomik gücü haline gelmiştir ve ekonomik liderliği on sekizinci yüzyıla kadar devam etmiştir. Hollanda Cumhuriyeti ya da Birleşik Eyaletler, İspanyol Hollanda'nın kuzey eyaletlerinin İspanyol Habsburg yönetimine karşı isyan ettiği ve on yedinci yüzyıla kadar uzayan uzun yıllar süren savaşın sonunda İspanya'dan bağımsız olarak on altıncı yüzyılın sonlarında doğmuştur. Hollanda bağımsızlığından önce, İspanyol Hollanda'daki eyalet hükümetleri; dünyada ilk olarak, İspanya'nın üst düzey yöneticilerinin gelir taleplerine cevap olarak ve vergi yüklerini hafifletme aracı olarak yıllık gelirler verildiğinde (Tracy, 1985) kalıcı bir kamu borcu piyasası geliştirmiştir. Bu vergi düzenlemesi olarak adlandırılmıştır. Aynı zamanda, İspanyol Hollanda sınır ötesi zor para hareketlerine gerek kalmadan, ticareti finanse etmek için pazarlık edilebilen uluslararası borsa bonoları piyasasında mükemmelleşmiştir (Van der Wee, 1963; Neal, 1990). Hollanda isyanı, Birleşik eyaletlerdeki kamu borcu ve para piyasası yeniliklerini sürdürmüştür. Yeni cumhuriyetin Güney Hollanda'daki azınlıklara toleransı ile birleştiğinde isyan, aynı zamanda hem sermaye hareketlerinin hem de finansal uzmanlığın Hollanda şehirlerine, özellikle de Amsterdam'a girişine neden olmuştur (De Vries ve Woude, 1997: 669).

Hollanda'da iki ek ve büyük finansal yenilik 1609 yılında gelmiştir. Bunlardan bir tanesi, tüccarlar için bir döviz bankası olan Wisselbank veya Bank of Amsterdam olmuştur; ikincisi ise devlet banka parasıdır. Bu para altından daha değerli olmuştur.

Yerel Hollandalı özel bankalar (kassiers) ve bir süre sonra ticari bankalar diğer Hollanda şehirlerinde de kurulmuştur.

İnovasyonun ikincisi ise, Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin 1609'da sermayesini kalıcı hale getirmeye karar vermesi ve sahip olduğu şirketlere tüm işlemlerini dağıtmak yerine, temettü ödemeli, takas edilebilir hisse senetleri ihraç etmeye karar vermesiyle yaratılan hisse senetleri piyasası olmuştur. İspanya ile savaş, on yedinci yüzyılın başlarında zayıflamış ve Wisselbank parasının yardımıyla ve örnekleriyle Hollanda florini değer bakımından istikrarlı hale gelmiş ve on sekizinci yüzyılın sonuna kadar değerini korumuştur (Neal, 1990; Hart vd., 1997; De Vries ve Woude, 1997). On yedinci yüzyılın başlarında Hollanda Cumhuriyeti, modern bir finansal sistemin temelini kurmuştur. Güçlü kamu maliyesi, sabit para, bankalar, merkez bankası ve tahvil ve borsa piyasaları oluşturulmuştur. Bu oluşumları “ilk modern ekonomi” olarak tanımlanan büyük kalkınma ve refah dönemi takip etmiştir (De Vries ve Woude, 1997), “Altın Çağ” ve “Zenginlerin Utancı” (Schama, 1988). Hollanda Cumhuriyeti, on yedinci yüzyılın ortalarında güçlü ekonomisinden elde ettiği egemen siyasi gücü uzun süre koruyamamıştır. Ancak Hollanda serveti birikmeye devam etmiş, Hollandalı sermaye tüm dünyaya geri dönmüş ve Hollanda finansal uzmanlığı başka ülkelere öncülük etmiştir.

2.8.2. Büyük Britanya

On yedinci yüzyılın sonunda ve on sekizinci yüzyılın ilk on yılında iyi bir finansal sistem geliştirmiştir. Yüzyılın sonlarında ilk sanayi devrimini gerçekleştirmeye, dünya çapında bir imparatorluk kurmaya ve on sekizinci yüzyılın büyük bir bölümünde on sekizinci yüzyılda lider olan Hollanda Cumhuriyeti'nin yerine geçmeye çalışmıştır. Muhteşem Devrim'den sonra, Hollanda'da finans uzmanlığı doğrudan İngiltere'ye tanıtılmıştır. Önceki hükümdarların kararsız finansal davranışları nesiller boyu sürdükten sonra İngilizler, Hollanda ekonomik ve finansal gücünden mahrum bırakılmışlar ve bu finansal gücü aşmayı ümit etmişlerdir. Bu yüzden ülkelerinin finans ve para sisteminin kontrolünü kraldan parlamentoya geçirmişlerdir. Hollandalı finansmanı benimseyen İngilizler de bunu iyileştirmişlerdir. İngiltere Merkez Bankası, 1694 yılında kamu borcu ile sermaye

olarak kullanılan, iskonto, mevduat ve senet bankası olarak kurulmuştur ve dolayısıyla merkez bankasının modern kavramına Amsterdam Wisselbank'tan daha yakın olmuştur. Metalik para birimi madeni para birimine çevrilmiş ve banknot gibi banka varlıkları metalik tabana dönüştürülebilir hale getirilmiştir. İngiltere böylece istikrarlı bir para elde etmiştir (Capie, 2001a; 2001b).

Döviz bonusu içinde yerel para piyasası ortaya çıkmıştır. Daha önceleri, İngiliz Doğu Hindistan Şirketi, Hollandalı mevkidaşının sermayesini kalıcı hale getirerek ve mevkidaşına karşı işlem görebilen hisse senedi ihracı yaparak şirket hisselerinde aktif bir hisse senedi piyasası oluşturmuştur (Neal, 1990). Bu gelişmeler bir İngiliz “finansal devrimi” (Dickson, 1967) ve İngiliz devletinin savaş kazanmasını ve bir imparatorluk kurmasını sağlayan “gücün değişimleri” olarak tanımlanmıştır (Brewer, 1990). Bankacılık sistemi, ilk sanayi devriminde sanayileşen alanların sermaye açıklarını finanse etmek için İngiliz tarımının sermaye fazlalarının geri dönüştürülebildiği Londra para piyasası aracılığıyla birbirine bağlanmıştır (Pressnell, 1956).

İskoçya'da büyük bankacılık şubeleri ve bank not çıkarma özgürlüğü ile ortaklıklar, yüzyılın başlarında bankacılık ayrıcalıklarına sahip olan birçok kuruluşa katılmıştır (Cameron vd., 1967; Checkland, 1975). Neal'ın (1990) on sekizinci yüzyıl Londra ve Amsterdam sermaye piyasalarına ilişkin çalışması, bu gelişmelerin İngiltere'ye, özellikle de Hollanda'lı kamuoyundan ve diğer kıta finans merkezlerinden sermaye akışını teşvik etme biçimini belgelemektedir. Önde gelen İngiliz şirketlerinde (Doğu Hindistan, Güney denizi ve İngiltere Merkez Bankası) hisse senetlerinin toplamı yüzde ortalamasının yüzde 20'sine ulaşmış ve yabancılar da İngiliz ulusal borcunun yüzde 14'ünü ellerinde tutmuşlardır. Neal, çalışmasında Kuzey Denizi'ndeki iki pazarın, aynı menkul kıymetler için neredeyse eşdeğer fiyatlar ve fiyat değişimleriyle birbirine oldukça entegre olduklarını göstermiştir (Neal, 1990: 101-115, 147). Yüzyılın sonunda, Fransız Devrimi ve Napolyon Savaşları sırasında, Neal bu pazarların ve kurumların kıtadan İngiltere'ye uçuş sermayesi aktarma yeteneklerinin oradaki sanayi devriminin devam etmesini sağladığını savunmaktadır.

Uluslararası sermaye piyasası entegrasyonu nedeniyle, savaş çabalarını finanse etmek için ağır borç alan İngiliz hükümeti özel yatırımları etkilememiştir. Bu iki modern finansal sistemin alışverişiyle gerçekleşmiştir, büyük olasılıkla o zamanki iki sistem hem Hollanda Cumhuriyeti hem de İngiltere'deki borçluların ve yatırımcıların avantajına Kuzey Denizi'nde birbirleriyle bağlantı kurarak var olmuştur. Bu sistemler iyi bir finansal sistemin beş temel bileşenine sahiptir. O zaman bile, İngiliz finansal sistemine sermaye piyasası hakimdir (Llewellyn, 1992; Buckle ve Thompson,1998).

2.8.3. Amerika Birleşik Devletleri

On sekizinci yüzyılın sonunda, yeni bağımsız ABD'de iyi bir finansal sistem geliştirilmiştir. O yıllarda, dünya nüfusunun yarısı kadarıyla Avrupa'nın egemen olduğu bir dünya sisteminde ABD küçük bir ülkeydi. Bir yüzyıl sonra, dünya nüfusunun yaklaşık yüzde 5'ine sahip olan Amerika Birleşik Devletleri, bir başka yüzyılın bitiminden sonra sürdürdüğü konum olan dünyanın en büyük ekonomisi haline gelmiştir. Finansal küreselleşmenin sadece Kuzey denizi ile ayrılmış iki ülkeyi değil belki de bir okyanusla ayrılmış kıtaları birbirine bağlaması gerektiği düşünülürse tarih bir gecikmeyle karşı karşıya kalmamıştır. Bunun nedeni, ABD' nin 1790'lı yılların başlarında, Hollanda Cumhuriyeti ve Büyük Britanya'nın geçmiş deneyimlerine benzer bir finansal devrim yaratmasıdır (Sylla, 1999b).

Anayasa'da 1789'da toplanan yeni federal hükümetin hazinesinin ilk sekreteri (1789-95) Alexander Hamilton olmuştur. İlk olarak, Hamilton, ithalat vergileri ve kongre tarafından izin verilen yerel tüketim vergileri ile federal gelir tahsilat sistemini kurmuş ve arazi satışlarından elde edilmesi beklenen gerçekleşmesi uzun süren gelirler için bir umut olmuştur. Buna devam ederken, 1790'da Hamilton Amerikan Devrimi'nden kaynaklı ulusal borcun asıl değerini yeniden yapılandırma planını teklif etmiş ve kongre de bu planı kabul etmiştir. Borç, yeni federal hükümet tarafından üstlenilen devlet borçlarını ve önceki hükümetin ödeyemediği faiz içeren borçları içermiş, yeniden yapılanma, değişken faiz oranları olan üç yeni federal menkul kıymet ihracı şeklini almıştır. Yeni menkul kıymetler, gelir sistemi

tarafından tahsil edilecek sabit para cinsinden, anapara ve faiz olarak ödenebilirdi. Bu hükümler, 65 milyon dolarlık iç borç için de geçerlidir.

Başta Fransız hükümeti ve Hollandalı yatırımcı olmak üzere yabancılara borçlu 12 milyon dolar, Hollandalı bankacılardan gelen taze kredilerle uzatılmıştır (Perkins, 1994). Hamilton 1790'da, İngiltere Merkez Bankası'ndan modellenmiş bir takım yenilikçi özelliklere sahip, büyük bir sermaye içeren (10 milyon dolar) şube imkânları olan ve (yüzde 20) devlet mülkiyetli olan ABD bankasını önermiştir. İngiltere Bankası gibi, devletin bankası olmalıdır ve özel sektör bankacılığı ile de ilgilenmelidir. O zamanlar ülkede sadece üç banka ve küçük devlet kurumları vardır.

Kongre, banka önerisini 1791 yılının başlarında kabul etmiştir. Banka ilk halka arzını o yılın temmuz ayında gerçekleştirmiştir. Banka 1791'in sonunda Philadelphia'da açılmış ve 1792'den itibaren başka şehirlerde şubeler kurulmuştur. Şubeleriyle federal bankanın ABD bankacılığına hâkim olacağından korkan devletler, 1790'lı yıllarda hızla kendi bankalarının lisansı için harekete geçmişlerdir. Bankası olmayan bir ülkenin 1782'den önce, hızla genişleyen bir bankacılık sistemiyle yirmi yıl sonra 1802'de otuzbeş lisanslaşmış bankası bulunmaktadır (Fenstermaker, 1965: 111). Banka önerisi yürürlüğe girdiğinde, Hamilton daha sonra, hem altın hem de gümüş cinsinden yeni bir ABD dolarını tanımlayan bir rapor hazırlamış ve bir para birimi bazında para basmak için darphane kurmayı önermiştir. Yeni federal borçlanma senetleri 1790'da gecikmiş, ardından 1791'in ortasındaki bankanın hisse senetleri ortaya çıkmıştır. Pek çok yeni ve son derece kaliteli menkul kıymet, Philadelphia, New York ve Boston'un gayri resmi ticaret pazarlarına enerji vermiştir. Ticaret çok kuvvetli gerçekleşmiştir.

New York Eyaleti, spekülasyonları sona erdiren bir yasa çıkarmış ve komisyoncuların Mayıs 1792'de Wall Street'te buluşmasına ve iç mekân ticareti için bir anlaşma yapmasına yol açmıştır. New York Borsası'nın başlangıcı bu olay olmuştur. Daha sonra, 1789-1792 arasında, ABD, ilkel bir finansal sisteme sahip iflas etmiş bir ülkeden; borçlarını karşılayan ve Hollandalılar ve İngilizlerin geliştirmiş oldukları gibi modern bir finansal sistemle donatılmış bir ülkeye dönüştürülmüştür. Sonuçlar, 1790-1850 döneminde ABD büyümesinin hızlanmasında "finansın öncü"

olduğunu göstermiştir. ABD örneğinde, ABD endüstriyel ve ulaştırma devrimlerinden ve on dokuzuncu yüzyılın batı hareketinden önce ABD'nin önde gelen ekonomi olduğu modern bir finansal sistem bulunmaktadır. ABD'ye 1790 döneminde yabancı yatırımcılar tarafından küçük de olsa bir sermaye girişi olmuştur. Ancak ayrıntılı veriler Hamiltonian Federalistleri'nin finansal devrimini kapsayan bir dönem olan 1789 ve 1803 yıllarındaki bu holdinglerin kıyaslanan tahminleri, yabancı yatırımcıların varlıklarını 17-18 milyon dolar olan 1789'daki tutardan 48-52 milyon dolara arttırdıklarını göstermiştir.

Devrim Savaş borçlarının Fransa ve Hollanda'ya borçlu olduğu görülmüştür (Wilkins, 1989: 50). Wilkins'in verilerinin ima ettiği portföy sermayesinin girişi, ABD Hazine ve 1803 yılındaki toplam ABD menkul kıymet ihracı yerli ve yabancı ellerde bulunan miktarlarla oldukça tutarlı olmuştur. Yabancı yatırımcılar, ABD ulusal borcunun yüzde 53'ünü ve ABD Merkez Bankası'nın yüzde 62'sini 1803'te ellerinde tutmuşlardır. Neredeyse tamamı 1789'dan sonra ihraç edilen halka açık ve özel menkul kıymetlerde toplam 122 milyon dolar bulunmaktaydı. Yabancı yatırımcılar bu menkul kıymetlerin neredeyse yarısını ellerinde tutmuşlardır (Sylla, 1997).

Gelişmekte olan bir pazarın modern konsepti, yabancı yatırımcılar arasında güven yaratılmasını sağlamasıdır. Güvenin bileşenleri arasında finansal açıdan sorumlu hükümetler, istikrarlı para ve sağlam yerli finansal kurumlar, piyasalar ve araçlar bulunmaktadır. Bir ülkenin likiditesini arttıracak iç piyasa ve tahvil piyasaları olduğunda o ülkenin menkul kıymetlerine duyulan güven artmaktadır. 1980'lerin başında, ABD, hisse senetleri ve şirket tahvilleri için en büyük (mutlak anlamda) ve en gelişmiş ikincil piyasalara sahiptir.

2.8.4. Fransa ve Almanya

İngiltere'den sonra, Fransa ve Almanya on dokuzuncu yüzyılın sonlarında ve yirminci yüzyılın başlarında küreselleşme çağında lider yabancı borç veren ülkeler olmuşlardır. Ancak o zaman bile, bu iki büyük ve nispeten zengin Avrupa ülkesi, uluslararası borç vermede bir başka büyük ülke olan Büyük Britanya'nın, hattâ

Hollanda'nın bile arkasında kalmışlardır. Dahası Hollandalılar ve İngilizler, Fransa ve Almanlardan çok önce yabancı borç verenler ve uluslararası yatırımcılar olmuşlardır. Bu iki soruyu ortaya çıkarmaktadır. Fransızlar ve Almanların gecikmelerinin arkasındaki sebep nedir? İki ülke neden on dokuzuncu yüzyılın sonlarının finansal küreselleşmesinde önemli roller oynamıştır? Her iki soru da on dokuzuncu yüzyılın ortasına kadar ne Fransa ne de Almanya'nın, Hollanda'nın iki yüzyıl önce geliştirdiği Büyük Britanya'nın bir yüzyıl önce ve ABD'nin yarım yüzyıl önce geliştirdiği iyi bir finansal sistemin bileşenlerini geliştirememesiyle bağdaştırılmaktadır.

Fransa örneğinde, İngiltere 1700'lerde finansal devrimini sürdürürken, ülkenin kamu maliyesi kaotiktir ve John Law'un 1720'deki planının çöküşü Fransız halkını bir yüzyıl ya da daha fazla süre için kağıt para ve bankacılıktan alıkoymuştur (White, 2001; Murphy, 1997). Bununla birlikte, 1815'te Napolyon Savaşlarının sona ermesinden sonra, Fransa'nın kamu maliyesi ve para birimi sabitlenmiş ve Fransa Merkez Bankası, 1800'den itibaren varlığını sürdürmüştür. Birleşik Devletler ve Büyük Britanya'da var olan geniş kapsamlı bankacılık sistemleri gibi bir sistem yoktur. Paris'te borsa vardır, ancak çoğunlukla devlet borcu olmak üzere birkaç menkul kıymet bulunmaktadır.

Fransa'nın on dokuzuncu yüzyılın başlarındaki nispi finansal geri kalmışlığı, devletin bankacılık ve menkul kıymetler piyasası gelişimi üzerindeki sıkı kontrolleri ve sınırlamaları nedeniyle ortaya çıkmıştır (Cameron vd., 1967). Kredi piyasasının yerine geçenlere dikkat çeken son zamanlardaki araştırmalar, Fransa'nın gecikmesini telafi etmek için geliştirdiği; noterler tarafından düzenlenen kredilerin, ülkenin finansal gelişmedeki nispi geri kalmışlığını doğrulamaya hizmet ettiğini doğrulamaktadır (Hoffman vd., 2000).

Almanya örneğinde, ülke elbette ondokuzuncu yüzyılın ortasına kadar ya da 1871'e kadar hukukta birleşmiş değildir. ABD finansal devrimine 1790'da başladığında, her biri kendi yöneticisine sahip yüzlerce ayrı Alman devleti vardır. On dokuzuncu yüzyılın başlarında (önceden olmasa da), büyük Alman devletlerinin istikrarlı kamu maliyesi ve istikrarlı parası vardır. Prusya Bankası, 1846'ya kadar

kurulmamıştır. Almanya’da çeşitli özel bankacılar ve diğer kamu ve özel finans kurumları vardır. Ancak Fransa’da olduğu gibi, devlet sınırlı olarak bankacılık gelişimini kontrol etmektedir. Menkul kıymetler piyasalarının gelişmesi yavaştır ve ondokuzuncu yüzyılın ilk yıllarındaki piyasalar, özel bankacılık kurumlarına bağımsız finansman kaynaklarından daha fazla bağlı olmuşlardır. Hem Fransa hem de Almanya’da finansal sistemler 1850’lerde daha modern bir hâl almaya başlamıştır. Demiryolları gibi büyük işletmelerin sermaye ihtiyaçları ve iki ülkenin Büyük Britanya’nın gerisinde kaldığına dair artan algı, değişimin nedenlerini sağlamıştır. Fransız lider Louis Bonaparte, 1851’de İmparator Napolyon III’ü ilan ettikten sonra, hızlı ekonomik kalkınmayı teşvik ederek otoriter rejimini haklı çıkarmaya çalışmıştır.

Bonaparte desteğiyle, anonim Credit Mobilier bankası 1852’de kurulmuş ve ticari ve yatırım bankacılığını birleştirmiştir. Credit Mobilier 1868’de başarısız olmasına rağmen, Fransa’nın içinde ve dışında bir etkisi olmuştur. Örnek olarak Fransız Credit Mobilier ile Almanlar benzer kurumlar kurmuşlardır (Landes, 1965; Cameron vd., 1967; Born, 1983; Kindleberger, 1984).

On dokuzuncu yüzyılın ortalarında, Fransa ve Almanya böylece iyi bir finansal sistemin eksik unsurlarını tamamlamışlardır. Finansal sistemleri sermayeyi daha etkin bir şekilde harekete geçirirken, iki ekonomi daha hızlı büyümüş ve finansörleri diğer ülkelerde büyük miktarda sermaye yatırmaya başlamışlardır. Almanya’da ise 1931’deki bankacılık krizi sonrasında mevcut Alman finansal düzenleme rejiminin temelleri kurulmuştur. 1980’lerin başında, Alman finansal sistemi zaten büyük ölçüde ticari bankaların etkisi ile şekillenmiştir. Bankalar, özellikle uluslararası bankalar, kurumsal finansın ana kaynağı olmuştur. Bankalar ve banka finansmanı, en azından o dönemde “azgelişmiş” olarak tanımlanabilecek sermaye piyasalarından daha önemlidir. Çeşitli düzeylerde hükümet ve çeşitli türdeki kurumlar tarafından temsil edildiği gibi, devlet, birçok bankanın sahibi ve düzenleyici otorite olarak önemli bir rol oynamıştır - ama aynı zamanda büyük ölçüde pasif - rol oynamıştır. O zaman bile, düzenleme sistemi zaten oldukça liberaldir.

Kurumsal yönetim üç özellik ile karakterize edilmiştir. Bu etkiler bankaların üzerinde güçlü bir etki, şirket düzeyinde yasal olarak belirleme zorunluluğu, ve yönetim kurulunun çeşitli “paydaş grupları” karşısında büyük ölçüde özerk olmasıdır. Hem yasal olarak hem de gerçekte firmaların yönetişimini etkileme hakkına sahip oldukları kabul edilmiştir. 1980’li yılların başlarında Alman finansal sisteminin, bankaların egemen olduğu bir “içeriden kontrol sistemi” olarak nitelendirilmesi oldukça uygun olmuştur (Berglöf, 1990; Franks ve Mayer, 1995a).

Öte yandan, Fransa’da tüm finansal sistem, İkinci Dünya Savaşı’ndan bu yana çoğunlukla devlet tarafından biçimlendirilmiş ve kontrol edilmiştir. Zamanın Fransız ekonomik sisteminin bir parçası olarak, ‘ekonomi karması bankaların’ faaliyetleri hükümetin belirlediği öncelikler ve hedefler tarafından büyük ölçüde şekillendirilmiştir. Bankalara, hepsi planlama sisteminin ayrılmaz bir parçası olan ve mülkiyet yapılarının kesinliği ne olursa olsun, devlet tarafından büyük bir etkiye maruz kalan büyük işletmelerin finansman görevi verilmiştir. Rolü her bakımdan önemsiz olan sermaye piyasası, özünde devlet bütçesini ve devlete ait büyük işletmeleri finanse etmek için bir araç olarak hizmet etmiştir. Bu sistemin belirttiği şartlara uygun olarak devlet, finansal sektöre yönelik düzenleyici rejimde güçlü bir konuma sahiptir ve finansal düzenlemede aktif bir rol oynamıştır.

Öncelikle, hem kanunlar hem de gelenekler tarafından belirlenen Fransız şirketlerinin üst düzey yöneticilerinin oynadığı rol ve eğitildikleri ve işe alındıkları sistem nedeniyle, Fransa’daki kurumsal yönetim düzenlemeleri devlet tarafından şekillendirilen genel sistemin önceliklerine ve hedeflerin ilerletilmesine yöneliktir. Kurumsal yönetim ve kurumsal stratejinin hissedarların çıkarlarına veya çeşitli paydaş gruplarının çıkarlarına hizmet etmesi beklenmemiştir; bunun yerine, devletin genel çıkarlarını desteklemesi beklenmektedir. Banka temelli finansal sistemlerde bankacılık sektörünün bir diğer özelliği de yoğunlaşma ve önemli devlet mülkiyetidir. 1982 yılında Fransa’da, örneğin, en büyük on bankanın yedisi devlet kontrolündedir (Hagg ve Hornell, 1987).

Ayrıca, yatırım fonlarının ve diğer dolaylı stok tutma araçlarının mevcudiyeti sınırlı kalmaktadır. Genel olarak, Alman yatırımcıların doğrudan yatırım

yapabilecekleri sınırlı bir enstrüman yelpazesi vardı. Tahvil piyasaları hisse senedi piyasalarından daha önemlidir. Alım satımı yapılan borç ve senetlerin çoğu federal, eyalet veya yerel yönetimler, devlet kurumları, bankalar ve diğer araçlar tarafından verilmektedir.

Alman sanayi firmalarının Alman pazarlarında ihraç ettiği borç miktarı çok küçüktür ve ödenmemiş tahvillerin yüzde 0,5'inden daha azını oluşturmaktadır. Evrensel Bankalar ise mevduat almak, kredi ve ipotek vermek, menkul kıymet ihraçlarını taahhüt etmek ve hisse senetleri dahil menkul kıymetlere doğrudan yatırım yapmak dahil olmak üzere çok çeşitli faaliyetlerde bulunmaktadır. Ticari bankalar Deutsche Bank, Dresdner Bank ve Commerzbank olmak üzere üç büyük bankayı, bölgesel bankaları, yabancı bankaların şubelerini ve özel bankaları içermektedir. Bunların yanında makroekonomik açıdan, Fransız bankalarının yabancı kuruluşlardan gelen rekabet karşısında temel güçlü yönleri şu şekildedir:

- OECD'deki en büyük bankalardan bazılarının varlığı, zaten kazanılmış uluslararası statü;
- sektörün nispeten yoğunlaşmış yapısı; ve
- çok sayıda UCITS (1988'de Avrupa UCITS'nin %50'si). Müşteri ilişkileri ile ilgili olarak, Fransız bankalarının özelliklerinin;
- kapsamlı bir şube ağı (Örneğin Birleşik Krallık, Hollanda veya İtalya'dan daha kapsamlı);
- benzersiz bir banka kartı sistemi (tek bir ağ); ve
- yatırım ve yeni alanlarda kabul görmüş bilgi birikimi ödeme sistemleri (ev bankacılığı Birleşik Krallık'ta her 40 müşteriden birine ve Hollanda'da 350 müşteriden birine karşılık 27'de bir müşteriye sunulmaktadır) olduğu görülmektedir (Beduc vd., 1992).

2.8.5. Japonya

Japonya ekonomisinin yüksek büyüme safhasında (1945-74), Japonya'da fiyat mekanizmasının sadece ikincil bir rol oynadığı rasyonel bir sermaye tahsis sistemi kullanılmıştır. Japonya'nın mevcut bankacılık ve finansal sistemi uzun vadeli

kalkınmasının doğrudan bir sonucudur ve kurumlar, politikalar, modeller ve performans bakımından beş aşamaya ayrılmıştır. Japonya, 1850'lere kadar neredeyse tamamen batı ekonomik gelişme döngüsünün dışında kalmıştır.

Bir asır önce küreselleşme döneminde hızlı bir şekilde büyük bir ekonomik ve politik güç haline gelmiştir ve daha sonra bir yüzyıl içinde dünyanın ikinci büyük ulusal ekonomisi haline gelmiştir. Bu Japonya'yı belki de burada incelenen vakalardan en ilginç kılan şeydir. Bu nasıl gerçekleşmiştir? Önemli sebepler arasından birinin Japonya'nın, dünyanın pek çok ülkesinden farklı olarak, iyi bir finansal sisteme başvuran finansal bir devrim yaşayan ülke olması olduğu bilinmektedir. Meiji devriminden sonra yönetimi 1868'de izolasyonist Shogun rejimi devrıldıktan sonra, 1870'lerde hem cesur girişimler yapılmıştır, hem de modern bir finansal sistem kurma konusunda yanlış başlangıçlar yapılmıştır. Bu cesur girişimde, pirinçle ödenen feodal harçların parayla ödenen devlet tahvillerine çevrilmesi de vardır. Bu bir menkul kıymetler piyasası yaratmıştır ve 1878'de yeni şeylerin ticareti için kurulan Tokyo ve Osaka hisse senetleri piyasası kurulmuştur. Bankalar, büyük miktarda devlet tahvili satın almış ve karşılığında tutmaları gereken rezervlere dikkat etmeden büyük miktarda banknot çıkartmışlardır. Fiat parası ve banka tarafından oluşturulan para 1876'dan 1881'e kadar enflasyonun artmasına neden olmuştur (Tamaki, 1995).

Maddi olarak, Japonya 1880'lerde zengin bir ülke haline gelmiştir. Yokohama Specie Bank, 1880 yılında kurulmuştur, ve ülkenin ihracatını finanse ederek nakit biriktirme görevi göz önüne alındığında, zamana göre nakde dönüştürülebilir bir para birimi oluşturulabilmesi beklenmiştir. Specie Bankası'nın operasyonları akıllıcadır. Bu banka Japon ihracatçılarına, mal ihracı sırasında hükümetin getirdiği Japon para birimi cinsinden ödeme yapmıştır, daha sonra yabancı alıcılar için nakit tahsilât bonolarını çıkarmış ve yabancı şehirlerde kurduğu şubelerde toplamış ve nihayet nakdi hükümete havale etmiştir (Tamaki, 1995; Sylla, 1999a). Böylece finansal yenilikler ihracatı ve hükümetin nakit birikimini teşvik etmiştir. 1881'de, Masayoshi Matsukata, Japonya'nın maliye bakanı olmuştur. Matsukata, Japonya'nın ABD'deki Hamilton'la karşılaştırılabilir finansal devriminde rol oynamıştır (Rosovsky, 1966; Sylla, 1999a).

Japonya Merkez Bankası'nı 1882'de kurmuştur. Ayrıca, 1870'lerin enflasyonist aşırılıklarına son vermek için finansal tasarruf ve deflasyon rejimi kurmuştur. 1885 yılına kadar kâğıt para dolaşımı yeterince azalmıştır ve hükümetin nakit birikimleri, Japonya Merkez Bankası'nın gümüşe çevrilebilir banknotları tanıtması için yeteri kadar artmıştır. Japonya Merkez Bankası paraları, 1885'te piyasaya sürüldüklerinde Japonya'nın para dolaşımının yüzde 2'sidir; 1897 yılına kadar yüzde 75'e kadar yükselmiştir. Bu değişikliklerle birlikte Matsukata, Japonya'nın bankacılık sisteminin reformlarını da başlatmıştır (Sylla, 1999a).

Elde edilen finansal ve parasal istikrarla Japonya, şirket kuruluşları bağlamında 1885 ve 1890 arasında üçe katlanmıştır. Kredi krizi sırasında (1889), Japonya Merkez Bankası bu şirketlere ve Japon menkul kıymet piyasalarına yardım etmenin bir yolunu bulmuştur. Bankanın tüzüğü, menkul kıymetlere borç vermeyi yasaklamıştır, ancak yüksek kaliteli kamu ve özel menkul kıymetlerin kapsadığı faturaların "özel indirimi" ile piyasa likiditesi artırılmıştır. Yenilik, şirketlerin kredi krizi sırasında bankalara geri ödeme yapmalarını sağlamış ve böylece bankaları şirket hisselerini almaya teşvik ederek şirketler, bankalar ve Japonya Bankası arasındaki bağları güçlendirmiştir (Morikawa, 1992). Her ne kadar bu, modern Japonya'nın güçlü banka-firma ilişkilerinin kökenini gösterir gibi görünse de, artık menkul kıymetler piyasalarının ve özsermaye finansmanının, 1880'lerden 1920'lere kadar bağımsız firma finansmanı kaynakları olduğu bilinmektedir (Miwa ve Ramseyer, 2000a; 2000b; 2001).

Çin-Japon 1894-95 savaşından sonra Çin tarafından ödenen altın tazminatının desteğiyle, Japonya altın standardını benimsemiş ve uzun vadeli kredi bankalarının sistemine geçmiştir. Maliye bakanlığının denetiminde olmasına rağmen, bu bankalar anonim şirketlerdir. Bakanlık tarafından devlet borçları ile satın alınan yeni bankalar, altyapıya ve diğer yatırımlara yatırım yapmışlardır (Cameron vd., 1967). Bir zamanlar, dünyanın önde gelen ekonomileri tarafından korunan altın standardında olan Japonya, yurtdışından borçlanma konusundaki isteğini kaybetmiş ve yabancı yatırımcılar için hızla gelişen bir pazar haline gelmiştir. Londra sermaye piyasasında 1897-1910 yılları arasında toplam 80 milyon İngiliz Sterlini olan on adet Japon devlet kredisi sağlanmıştır; bu yıllarda Paris, New York ve Almanya pazarlarında da

benzer bir artış yaşanmıştır (Suzuki, 1987; Tamaki, 1995). Paolo vd. (2000) altın standardının kabul edilmesiyle Japonya'nın dış pazarlarda borç alabileceği koşulları çarpıcı biçimde iyileştirdiğini göstermiştir. Bu kazancın çıkarımı, 1897'den önceki üç yüz yıl boyunca Japonya'nın finansal (ve ekonomik) gelişmesinden dolayı altın standardının benimsenmesini mümkün ve başarılı kıldığındandır.

Tüm ülkeler, Japonya'nın neden ekonomisini modernize etme ve zengin batılı ülkeler grubuna dahil olmama konusunda tek ülke olduğunu merak etmektedir. Bu cevabın önemli bir parçası Rousseau (1999) tarafından zaman serisi kanıtlarıyla desteklendiğinden; Japon tarihinin başlarında, Meiji döneminde, Japonya'nın Batılı liderlerinki gibi sofistike bir finansal sistem geliştirdiğinden dolayıdır.

Meiji 1870 yılında fakir ve nispeten yalıtılmış bir ülke olan Japonya'nın, gelişmekte olan bir pazar haline gelmesini ve yirminci yüzyılın başlarında hızla büyüyen bir ekonomik ve politik güç olmasını sağlamıştır. Japonya, finansal kalkınmanın ekonomik büyümenin ve küresel ekonomide önemli bir oyuncu olarak katılımın temeli olabileceği için önemli bir tarih dersi almıştır. Yirminci yüzyıldan önce iyi bir finansal sistemin tüm unsurları mevcutken, Japonya'nın ekonomik başarısı Batı'nın egemen olduğu modernleşmenin egemenliği için bir istisna gibi görünmekte ve finansal gelişmenin ekonomik modernleşmeyi desteklemedeki kilit rolünü daha da doğrulamaktadır.

Yaklaşık 1920'lere kadar Japon finansal sisteminin ilginç bir özelliği, çoğunlukla devlet düzenlemelerinden arındırılmış olmasıdır. Hisse senetleri veya tahviller finansman banka kredisi kadar önemlidir. Bankacılık ve menkul kıymetler işletmeleri arasında herhangi bir ayırım yapılmamıştır. Bununla birlikte, bir dizi finansal panik ve II. Dünya Savaşı, finansal sistemin niteliğini tamamen değiştirmiştir (Ueda, 1994: 90). Bankacılık krizine cevaben kabul edilen 1927 Bankacılık Kanunu, devlete kapsamlı düzenleyici yetkiler vermiştir. Ancak, bu yetkiler ilk olarak 1930'ların ortalarında Maliye Bakanlığı'na bağlı etkili bir yakın banka düzenleme sistemi kurulduğunda askeri seferberlikle birlikte kullanılmıştır.

Kapsamlı bir lisans sisteminin kurulması, finansal sisteme girişi kontrol ederek ve mevcut kurumları yeni şubelerin kurulması gibi birçok eylem için devlet onayına bağımlı hale getirerek devlet etkisini güçlendirmiştir (Sohn, 1998). 1930'ların ortalarından itibaren halka açık menkul kıymetler özel menkul kıymetler üzerinden önceliklendirilmiştir. Tahviller için teminat gerekliliği ve bankanın hakim olduğu bir Tahvil Komitesi'nden izin alınması gerekliliği dahil yeni menkul kıymet ihracına ilişkin kontroller getirilmiştir.

Sonunda, savaşla ilgili endüstriler için yalnızca yeni menkul kıymetler meselelerine izin verilmiştir (Adams, 1964). Japonya'da II. Dünya savaşından sonra hissedarların korunması ve holdinglerin ve bankaların gücünü zayıflatmak amacıyla Glass-Steagall hareketine benzer bir hareket getirilmiştir. 1970'lerde ise Japonya'da ortalama ticari banka kredisinin yüzde 80-90'ı şirketlere gitmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİNANSAL GELİŞME ÖLÇÜTLERİNİN FİNANSAL YAKINSAMAYA ETKİSİ: AB, OECD VE APEC ÜLKELERİ DENEYİMİ

Finansal yakınsama literatürü incelendiğinde daha çok entegrasyon içindeki ülkeler arasında finansal yakınsama olduğu gözlenmektedir. Literatür finansal yakınsamayı banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere iki ana alanda incelemiştir. Finansal yakınsamanın oluşmasında finansal gelişme ölçütlerinin çok büyük önemi olduğundan literatür, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir ilişki sunarak, arzın öncülük ettiği ve talebin takip ettiği hipotezlere işaret etmektedir.

3.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Yakınsama ile ilgili literatür incelendiğinde gelir yakınsamasına ilişkin çok sayıda çalışma olmasına rağmen, finansal yakınsamaya ilişkin çalışmaların küreselleşmenin yaygınlaşmasının hızlandığı 1980'li yıllarda ilk kez literatürde yer almaya başladığı ve çok az sayıda çalışmanın bulunduğu görülmektedir. Finansal yakınsama literatürü öncelikle dünyanın önde gelen finansal sistemlerinin finansal entegrasyonu ile bağlantılıdır (King ve Wadhvani, 1990; Joen ve Von Furstenberg, 1990; Arshanapalli ve Doukas, 1993; Eun ve Shim, 1989; Kasa, 1992). Bu bağlantı, finansal entegrasyonun, finansal olarak daha az gelişmiş ülkelerde finansman arzını arttırdığı varsayımına dayanmaktadır. Bu süreç daha az gelişmiş finansal piyasalarla başlayan ülkelerde ulusal finansal sistemlerin büyüklüğündeki - yurtiçi GSYİH'ya göre - bir genişlemede yansıtılabilir (Giannetti vd., 2002a; 2002b). Ayrıca, AB bağlamında, farklı finansal sistemler, 1993'te ortak pazarın ve 1999'da Euro bölgesinin yaratılmasının ardından bir yakınsama eğilimi sergileyebilir (Calcagnini vd., 2000). Finansal Entegrasyonun ilk örnekleri genellikle OECD ülkeleri ve AB ülkeleri ile ilgilidir (Bianco vd., 1997; Murinde vd., 2004; Van den Berghe vd., 1999).

Finansal sistem gelişmesi ile tasarruf, yatırım ve ekonomik büyüme arasında ilişki söz konusudur. Finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test eden çalışmalar 1980'lerden sonra artsa da çalışmaların başlangıcı Schumpeter'in 1911'de finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetin - tasarrufları harekete geçirme, projeleri değerlendirme, riski yönetme, yöneticileri izleme ve işlemleri kolaylaştırma - teknolojik yenilik ve ekonomik gelişme için gerekli olduğunu savunduğu "The Theory of Economic Development" a kadar dayanmaktadır. Bu çalışmalar, hem borsa hem de bankacılık sektörü gelişiminin büyüme üzerinde güçlü pozitif etkiye sahip olduğunu büyük ölçüde doğrulamaktadır (Levine ve Zervos, 1998; Beck vd., 2000; Levine vd., 2000; Bekaert vd., 2001; Beck ve Levine, 2004). Beck vd. (2000) ve Levine vd. (2000) finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisine ilişkin daha detaylı analizler yapmaktadır.

Goldsmith'in (1969) ve McKinnon'ın (1973) ampirik çalışmaları da birkaç ülke için finansal gelişme ve ekonomik gelişme arasındaki yakın bağları göstermektedir. Literatürde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemek için iki farklı yöntem kullanılmıştır. Birinci yöntem finansal gelişme göstergeleri ile ekonomik performans arasındaki ilişkileri daha genel olarak araştırmaktadır (King ve Levine, 1993a; 1993b; Atje ve Jovanovic, 1993; Levine ve Zervos, 1998; Rajan ve Zingales, 1998a; Harris, 1997). İkinci yöntem daha spesifik olarak finansal serbestleşmenin ekonomik performans üzerindeki etkisine odaklanmaktadır (Bayoumi, 1993; Henry, 2000; Kim and Singal, 2000; Bekaert and Harvey, 2000). Ekonomistler arasında finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki rolü konusunda önemli bir tartışma olmuştur, ancak teorik akıl yürütme ve ampirik kanıtlar dengesi, finansın sosyo-ekonomik gelişmede merkezi bir rolü olduğunu göstermektedir (Levine, 1997; 2005).

Ampirik literatürde, finansın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini belirlemek bazen zor olmuştur. Örneğin konuyla ilgili bazı erken dönem ampirik literatür, yasal kökenlerin ekonomik büyüme için yalnızca finans üzerindeki etkileri aracılığıyla önemli olduğu şeklindeki sorunlu tanımlayıcı varsayımı gerektirmektedir. Ancak sonraki makaleler, fikir birleştirmeye yönelik daha incelikli ve daha ikna edici yaklaşımlar denemişlerdir (Rajan ve Zingales, 1998a; 1998b). Hackethal ve

Schmidt'in (2000) çalışmalarının sonuçlarında, ülkelerin finansal sistemlerindeki ve kurumsal yönetim sistemlerindeki farklılıkların sermaye yapılarını etkileyen baştaki varsayımlarıyla büyük ölçüde tutarlı olduğu gözlemlenmiştir. Serbest piyasa finansmanı, borç ve hisse senetlerinin dağılık mülkiyetini ve dolayısıyla finansal araçlar için likit piyasaları teşvik etmektedir. Yoğun ve likit piyasalarda yatırımcı portföy odaklıdır ve finansörler ile firmalar arasındaki ilişki kısa vadeli ve spot işlemlere benzemektedir. Pazar temelli stilize bir sistemde hisse senedi piyasaları, hisse senedi ihraçları ve tahviller ve elde tutulan kârlar, yatırım finansmanının baskın biçimleridir, banka kredileri ise tipik olarak kısa vadeli ekonomiyi yumuşatma amaçlarına hizmet etmektedir.

Yakınsama literatüründe finansal sistemler öncelikle piyasa ve banka temelli finansal sistemler olarak ikiye ayrılmıştır. Bu literatürde özellikle ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya arasındaki farklar ve piyasa ve banka temelli sistemler arasındaki ayırım büyük ilgi görmüştür (Ryzbczinski, 1985; Dosi, 1990; Berglöf, 1990; Rajan ve Zingales, 1995; 1998; Grabel, 1997; Schaberg, 1999). Banka ve piyasa temelli sistemlerin farklı ekonomik ve kurumsal dinamiklere yol açtığı görülmüştür. Daha sonra bazı çalışmalarda Fransa ve İtalya gibi ülkelerin ne banka ne de piyasa temelli olmadığı ispatlanmıştır. Finansal sistemler hakkındaki tartışmadaki iki kutuplu (banka ve piyasa temelli), tek boyutlu vurgu eksik olmaktadır çünkü çoğu gelişmiş ve gelişmekte olan ülke Fransız ve İtalyan örneğine çok daha yakın olabilmektedir (Cobham ve Serres 2000).

Zaman geçtikçe finansal yakınsama ile ilgili iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Bir yandan, bazı bilim adamları küreselleşme, deregülasyon, ekonomik entegrasyon, düzenlemelerin uyumlaştırılması ve kurumsal yönetim kurallarının finansal sistem özelliklerinin yakınsamasına yol açtığını iddia etmişlerdir. Bununla birlikte bir dizi çalışma, Avrupa kıtası finansal sistemlerinin Anglo-Sakson sistemlerine daha çok benzediğini ve banka temelli ve piyasa temelli sistemler arasındaki klasik ayırımın geçmişe göre finansal gelişmişlikle daha az ilişkili olduğunu doğrulamaktadır (Allen ve Gale, 2000; Rajan ve Zingales, 2003a; 2003b; Hölzl, 2003). Bu görüşe göre, finansal yapılar, piyasaların ve yatırım bankalarının hakim olduğu Anglo-Sakson modelinin unsurlarını, ticari bankaların baskın olduğu kıta Avrupası sistemlerinin

özellikleriyle birleştiren bir modele doğru yakınsamaktadır. Tamamlayıcı unsurların konfigürasyonu olarak finansal sistemler kavramına dayalı olarak, finansal sistemlerin yakınsamasının en iyi şekilde kurumsal değişimin yola bağlı süreci olarak kavramsallaştırılması önerilmektedir. Evrimsel perspektifin finansal sistemler üzerindeki anlamı şudur ki, ne en uygun olanın hayatta kalmasına dair basit bir evrimsel argüman kullanan teoriler ne de kurumsal bir kemikleşme perspektifiyle ilgili teoriler, finansal sistemlerin dönüşümlerini analiz etmek için fazla rehberlik sağlayamamaktadır. Ulusal ve firma düzeyindeki kurumlar arasındaki karşılıklı bağımlılıkları açıkça dikkate alan çok düzeyli bir kurumsal analiz gereklidir (Hölzl, 2003). Genellikle ‘işlevselci yaklaşım’ (Levine, 1997) olarak adlandırılan yeni finansman yaklaşım, başlangıç noktası olarak bilgi asimetrileri ve maliyet konularını ele almaktadır. Temel iddia, firmalar ve yatırım projeleri hakkında bilgi toplamanın maliyetli olmasıdır (Hölzl, 2003).

Son yıllarda finansal yakınsama konusunun gündemde olmasının ve güncelliğini kaybetmemesinin bir diğer sebebi son otuz yılda, liberalleşme, yenilikçilik ve küreselleşme nedeniyle finansal yapı ve kurumlarda önemli değişikliklere tanık olunmasıdır. Bu olaylar, ulusal finansal sistemler arasındaki farklılıkların ve benzerliklerin incelenmesini geçmişe göre daha önemli hale getirmiş ve finansal sistemleri karşılaştıran geniş bir literatür oluşturulmuştur (Demirgüç-Kunt vd., 1996b). Dahası, 1980 ile 2005 arasında, dünya ülkelerinin çoğu, ekonomik büyümenin ve reel sektör yakınsamasının sağlanmasında önemli olduğu kanıtlanmış serbest piyasa politikalarını benimsemiştir (Balcerowicz, 2006; Rodrik, 2006; 2011; Shleifer vd., 2009). Serbest piyasa reformları, ekonomilerin finansal sektörlerini de etkilemiş, ancak finansal yakınsamanın, en azından OECD ülkelerinde reel sektör yakınsamasıyla birlikte gerçekleşip gerçekleşmediği belirsiz kalmıştır.

Finansal sistemler, ülkelerin ekonomik refahına katkıda bulduklarında “işlemektedir”. Ulusal sistemlerin her birinin kendi kontrol ve dengeleri, çatışmaları, güçlü yanları ve zayıf yönleri olduğu, ancak kendi finansman modelleri, kurumsal yönetim ve finans sektörü yapılandırmasında tutarlı olduğu için, finansal sistemler hakkında sistemik bir bakış açısına gerek olduğu farkedilmiştir. Tamamlayıcılık belirli bir sistemin (ağ, üretim süreci veya finansal sistem) unsurlarının bir niteliği

olduğu ve sistemlerin tekli unsurlarının sistemin genel performansını etkileyecek şekilde etkileşime girmesi durumunda ortaya çıktığı şeklinde belirtilmektedir. Daha sonra bu metafor finansal sistemleri tanımlamak için kullanılmıştır. Öte yandan, literatürün başka bir kolu, entegrasyona ve küreselleşmeye rağmen yerel finansal piyasaların heterojen kaldığını vurgulamaktadır. Örneğin, IMF, sanayileşmiş ülkeler için bir finansal gelişme endeksi oluşturmuştur (IMF, 2016): bu gösterge, 1995 ile 2004 arasında önemli değişiklikler olmaksızın, gelişmiş ülkeler arasında büyük farklılıklar olduğunu göstermektedir.

Rekabetin, tüm finansal sistemlerin en verimli sisteme yakınsamasını sağlamak için olduğu varsayılmaktadır. Bazı yorumcular, piyasa temelli sistemin daha yüksek bir evrimsel düzlüğe sahip olduğunu ve banka temelli sistemden özünde üstün olduğunu iddia etmektedirler (Easterbrook, 1997; Hansmann ve Kraakman, 2002). Bununla birlikte, sıradan kanıtlar bile, gelişmekte olan ve geçiş ülkelerinin, tam teşekküllü banka temelli veya piyasa temelli bir sisteme kolayca benzeme şansının düşük olduğunu göstermektedir.

Finansal sistemlerin yakınsaması literatürde geleneksel olarak üç tür gösterge kullanılarak incelenmiştir: fiyat temelli, haber temelli ve miktar temelli ölçütler. Fiyata dayalı ölçütler, coğrafi kökenlerinden kaynaklanan finansal araçların fiyatlarındaki veya getirilerindeki farklılıklara bakmaktadır. Bu yaklaşım genellikle tek fiyat yasasının geçerliliğini test etmeyi amaçlamaktadır. Haber temelli göstergeler, ortak faktörlerin - örneğin, yeni kamuya açık bilgilerin mevcudiyeti - varlık fiyatı dinamikleri üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Miktar temelli ölçütler, yatırım fırsatlarına yönelik talep ve arzın karşılaştığı sürtünmelerin etkilerini ölçmek için değerlendirmeye alınan ölçütlerdir. Bir dizi kurumsal yatırımcının sınır ötesi varlıkları hakkındaki istatistikler, pazara erişim kolaylığı ile ilgili istatistikler örnek olarak verilebilir (Baele vd., 2004).

Son yaşanan finansal krizden (2008) önceki dönemde AB'deki şirketler daha çok banka kredilerine güvenmişlerdir. Kriz sonrası dönemde menkul kıymetler alternatif bir finansman kaynağı haline gelmiş yatırım aracı olarak tercih edilmiştir. Alternatif finansal enstrümanlarının kullanımında artış yaşanırken, banka

kredilerinin miktarında ise küçük bir düşüş olmuştur (Barucci ve Colozza, 2017). Literatürün bankalar üzerine odaklanmasına rağmen, son finansal kriz, banka dışı finans kuruluşlarındaki (NBFI'ler) sorunların altını çizmiştir. NBFI'lerin verilerinin kapsamı, bankalarınkinden çok daha azdır. Veritabanı, emeklilik fonu varlıklarını GSYİH'ya, yatırım fonu varlıklarını GSYİH'ya, sigorta şirketi varlıklarını GSYİH'ya, sigorta primlerini (hayat) GSYİH'ya ve sigorta primlerini (hayat dışı) GSYİH'ya dahil eden NBFI'lerin GSYİH'ya toplam varlıklarını içermektedir (Demirgüç-Kunt vd., 2012). Finansal erişim verilerinin bir kısmı, yeni oluşturulan Küresel Finansal Erişim Göstergelerinden veya —Global Findex'tendir (Demirgüç-Kunt ve Klapper, 2012). Global Findex, bireylerin ülkeler arasında ve zaman içinde finansal ürünlerin kullanımını tutarlı bir şekilde ölçen ilk halka açık gösterge veritabanıdır. Global Findex küresel finansal erişim politikalarının potansiyel etkisini izlemek için kullanılabilir ve dünyanın her yerindeki yetişkinlerin nasıl tasarruf ettikleri, ödünç aldıkları ve ödeme yaptıkları konusunda daha derin ve daha incelikli bir anlayışa olanak sağlamaktadır.

Finansal kurumlar için, finansal gelişme ile ilgili ampirik literatürde en çok ilgi gören değişken, GSYİH yüzdesi olarak özel sektöre mevduat bankası kredisi olarak tanımlanan özel kredidir. Bir yandan özel sektör kredisinin GSYİH'ya oranı (finansal derinlik) ile diğer yandan uzun vadeli ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı gösteren geniş bir literatür vardır (Demirgüç-Kunt ve Levine, 2008; Aghion vd., 2004; Bahadır ve Valev, 2015; Dekle ve Pundit, 2016; Veysov Stolbov, 2011). Finansal istikrarsızlığın alternatif bir göstergesi, aşırıya vurgu yapan “aşırı” kredi büyümesidir. Gelişmiş bir finans sektörüne sahip bir ekonomide kredi büyümesi de gelişmiştir. Kredi büyümesi olmadan, finans sektörleri derinlikten yoksun olacak veya finansal hizmetlere iyi erişim sağlayamayacaktır. Kredi büyümesi önemlidir ve bir miktar istikrarsızlıkla bağlantılı olsa bile gerçekten gerekli olabilmektedir. Ancak kredideki çok hızlı büyüme, bankacılık krizleriyle ilişkili en güçlü ortak faktörlerden biridir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1997; Kaminsky ve Reinhart, 1999). Örneğin IMF (2004) gelişmekte olan piyasalardaki kredi patlamalarının yüzde 75'inin bankacılık krizleriyle sonuçlandığını tespit etmiştir. Tipik olarak, kredi genişlemeleri, genellikle sermaye girişleriyle birlikte, gelecekteki gelir ve varlık fiyatlarına ilişkin aşırı iyimser beklentilerle beslenmektedir. Zamanla, hanehalkları

ve firmalar önemli miktarda borç biriktirirken, gelir borca paralel yükselmeyecektir. Gelir veya varlık fiyatlarındaki düşüş, daha sonra takipteki kredilerde ve temerrütlerde bir artışa yol açmaktadır. Sorun ciddiye, ülke bir bankacılık krizi yaşamaktadır.

Drehmann vd. (2011) makalesinde, bankalar için döngüsel sarmalı düzenleyici sermaye tampon gereksinimlerinin düzeyini belirlemek için farklı değişkenlerin performansını inceleyerek, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı ile onun uzun vadeli geriye dönük eğilimi, sermaye birikiminin bir göstergesi olarak en iyi performansı göstermektedir. Aynı zamanda bu değişken, tipik olarak bankacılık krizlerine yol açan bankacılık sistemindeki kırılmalıkların oluşumunu yakalamaktadır. Aşırı kredi büyümesi değişkeninin bir avantajı, gözlemlemenin ve izlemenin görece kolay olmasıdır. Ayrıca, diğer bazı ölçütlerden farklı olarak (örneğin, performans göstermeyen kredi oranlarını içerenler), ileriye dönük bir istikrarsızlık ölçüsüdür. Bu ölçütün bir dezavantajı, finans sektörü sorunlarının tam anlamıyla bir krizde belirginleştiği durumları kendi başına yakalayamamasıdır. Böyle durumlarda kredi büyümek yerine reel olarak azalmaktadır. Bu nedenle, finansal istikrarsızlığın tahmin edilen aşırı kredi büyüme göstergesini, finansal istikrarsızlık durumları için kredi düşüşlerini dahil ederek nihai gerçekleşen olarak değiştirmek önemlidir.

Finansal yakınsamaya ilişkin ilgili literatür Tablo 1'de özetlenmiştir. Metodoloji, finansal sektörler ve kullanılan değişkenler ve bulgular açısından değerlendirilen literatür tarih sırasına göre incelenmiştir.

Tablo.1 Finansal Yakınsamaya İlişkin Literatür Özeti

Yazar Adı	Ülkeler	Yıllar	Metodoloji	Sektörler	Bulgular
<i>Calcagnini vd.,2000</i>	8 AB ülkesi ve ABD	1960-1999	Panel Veri Analizi	Bankacılık sektörü	Birkaç değişken hariç diğerlerinde yakınsama var.
<i>Aghion vd., 2004</i>	71 ülke	1960-1995	GMM tahmincisi	Bankacılık Sektörü	Yakınsama var.
<i>Murinde vd., 2004</i>	7 AB ülkesi	1972-1996	Panel Veri-Dinamik GMM sabit etkiler modeli	Bankacılık ve Hisse senedi piyasası	Piyasa temelli sisteme doğru yakınsama var banka temelli için yok.
<i>Tomova, 2005</i>	12 AB ülkesi	1994-2002	Sabit etkili Panel Veri Analizi	Bankacılık sektörü	Yakınsama var.
<i>Bems, 2007</i>	7AB ülkesi	1972-1996	Dinamik Panel Veri	Doğrudan Sermaye Akımı	Yakınsama var.
<i>Hristov ve Rozenov, 2009</i>	10 AB ülkesi	1999-2008	Zamanla Değişen Parametre Modeli	Bankacılık sektörü,Tahvil piyasası	Karışık sonuçlar var.
<i>Fung, 2009</i>	57 Ülke	1961-2001	Dinamik Panel GMM Sabit Etkiler Modeli	Bankacılık sektörü	Finansal açıdan gelişmemiş olanlar hariç diğerlerinde yakınsama var.
<i>Hermann ve Winkler, 2009</i>	AB 16 ülke, Asya 11 ülke	1994-2006	Uygulanabilir Genelleştirilmiş EKK Modeli	Bankacılık sektörü	Yakınsama var.
<i>Heimonen, 2010</i>	5 Gelişmiş ülke	1978-1996	Kointegrasyon ve ADF birim kök testi	Hisse Senedi Piyasaları	Karışık sonuçlar var.
<i>Veysov ve Stolbov, 2011</i>	102 ülke	1980-2009	Panel Veri, Sabit Etkiler Modeli	Banka,sermaye,tahvil piyasası	Sigma yakınsaması yok beta yakınsaması var.
<i>Antzoulatos vd.,2011</i>	38 Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	1990-2005	Philips ve Sul yakınsama klüpleri.	Bankacılık, sigorta,hisse senedi,bono piyasası.	Finansal sistemler yakınsamıyor.
<i>Canarella vd.,2011</i>	EU 11 ülke	2001-2010	Birim kök testleri	Bankacılık Sektörü	Yakınsama var.
<i>Bruno vd., 2012</i>	G7 ve OECD nin 23 ülkesi	1980-2005	Sabit etkiler, Rassel Etkiler ve OLS ve Panel Standart hataları düzeltme modeli	Bankacılık, sigorta tahvil ve bono piyasası, hisse senetleri piyasası	Yakınsama var.
<i>Apergis vd.,2011</i>	50 ülke	1970-2003	Phillips and Sul, 2007	Bankacılık Sektörü	Yakınsama yok.Yakınsama klüplerinde ise var.
<i>Asongu,2012</i>	11 Orta ve Batı Afrika Ülkesi	1981-2009	Panel Veri-GMM, Arellono Bond IV	Bankacılık sektörü	Yakınsama var.

<i>Yaseen, 2012</i>	Körfez Ülkeleri	2002-2007	Panel Veri-Dinamik Model	Bankacılık Sektörü	Bazı değişkenlerde yok genellikle banka değişkenlerinde var.
<i>Ibrahim, 2013</i>	29 Asya ve Pasifik ülkesi	1980-2009	Kulüp Yakınsaması	Bankacılık sektörü	2 grup yakınsamış , az gelişmiş ülke grubunda düşük oranda yakınsama var.
<i>Bahadır ve Valev,2015</i>	45 ülke	1969-2005	Panel veri ekonometrisi Dinamik GMM	Bankacılık ve Hisse senedi piyasası	Finansal Yakınsama var.
<i>Gallizo vd.,2016</i>	29 EU ülkesi	2000-2013	Bayes stokastik modeli	Bankacılık sektörü	Yakınsama var fakat krizden sonra ıraksamaya dönüştü.
<i>Nitoi ve Pochea, 2016</i>	11 AB ülkesi	2007-2014	Philips ve Sul, Doğrusal olmayan zamanla değişen faktör modeli.	Bankacılık ve Tahvil, Hisse senedi piyasaları	Bütün örneklem için yakınsama yok sadece hisse senetleri piyasasında yavaş bir yakınsama var.
<i>Dekle ve Pundit, 2016</i>	23 Asya ülkesi	2004-2011	Panel Veri Rassel Etkiler Modeli	Bankacılık ve Hisse senedi piyasası	Yakınsama var en büyük 5 ülkeye yakınsıyorlar
<i>Yetkiner vd., 2017</i>	EU 15 ülke	1963-2012/1988-2012	Dinamik Panel Sistem GMM	Bankacılık ve Hisse senedi piyasası	Mutlak β , koşullu β yakınsaması var.
<i>Maxfield vd.,2017</i>	14 AB ve OECD ülkesi	1999-2013	Kolmogorow Smirnov Test	Reel sektör firmaları	Küresel Büyük firmalarda yakınsama var, fakat diğer firma türlerinde yok.
<i>Ramirez vd.,2018</i>	7 Güney Amerika ülkesi	2003-2012	Dinamik Lineer Model, Birim kök testleri, Kointegrasyon,	Hisse Senedi Piyasaları	Finansal Yakınsama var.
<i>Leon,2018</i>	143 ülke	1995-2014	Dinamik Panel Veri sistem GMM Blundel ve Blond	Bankacılık sektörü	Finansal Yakınsama var.

Kaynak: İlgili tablo yazar tarafından oluşturulmuştur.

Calcagnini (2000), 8 AB ülkesi ve ABD ile yaptığı 1960-1999 çalışmasında bankacılık sektöründe güçlü bir yakınsama tespit etmiştir. Murinde vd. (2004), 7 AB ülkesi için, banka, tahvil, sermaye piyasası yakınsamasını test etmiş ve sonucunda AB ülkelerinin finansal sistemlerinin Anglo-Sakson modeline yakınsamasına dair kanıtlar bulmuşlardır. Bu modelde finansman, önemli ölçüde menkul kıymetler piyasalarına ve ticaret kredisine bağlıdır. Aghion vd. (2004) tarafından önerilen teorik bir model kritik düzeyde bir finansal gelişme düzeyinden daha yukarıda olan herhangi bir ülkenin büyüme hızının, dünya teknoloji lideri büyüme oranına

yakınsayacağını ve diğer tüm ülkelerin uzun vadeli büyüme oranlarının kesinlikle liderden daha düşük olacağını tahmin etmektedir. Tomova (2005), 1993 ile 2002 yılları arasında 12 Avrupa ülkesi ile ilgili finansal yakınsama analizinde sadece AB ülkeleri arasında değil, aynı zamanda geçiş ekonomileri arasında da bir finansal entegrasyon ve bankacılık verimliliğinde yakınsama sürecini ortaya çıkarmıştır. Bems'in (2007) bulduğu sonuçlara göre finansal yakınsama, yükselen Avrupa ülkelerinde refah sağlanmasına ve refahın artmasına büyük katkı sağlamıştır. Hızlı bir finansal derinleşmeye neden olan hızlı sermaye girişi, ülkelerin yakınsama sürecini hızlandırmasına izin vermiştir. Altyapı ve kurumlardaki iyileştirmelerle birlikte daha yüksek gelir seviyelerine yakınsama, sermaye girişini desteklemiştir. Bu nedenle, karşılıklı olarak pekiştirici yollarla, finans ve yakınsama tüketicilere, üreticilere ve benzer şekilde yatırımcılara önemli faydalar sağlamıştır (Bems, 2007).

Hristov ve Rozenov'a göre (2009) bankalararası faiz oranları ve tahvil faiz oranları uzun dönemli bir dengeye doğru hareket etme eğilimindedir. Bunun yanında devlet tahvilleri getirileri için yakınsama hipotezi, AB'deki maliye politikalarının heterojenliğini yansıtabilecek veriler tarafından desteklenmemektedir. Hermann ve Winklerb (2009) finansal entegrasyon derecesinin, göreceli gelir pozisyonu ile cari hesap arasındaki bağlantı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Fung (2009) çalışmasına göre gelişmiş ve orta gelirli ülke grupları zaman içinde benzer büyüme yollarına sahip olurken bu grupların gelişmekte olan fakir ülkelerle aralarındaki uzaklığın giderek arttığı gözlemlenmiştir. Sonuçlar ayrıca, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki karşılıklı olarak güçlendirici ilişkinin ekonomik büyümenin erken aşamasında daha güçlü olduğunu ve bu ilişkinin sürdürülebilir ekonomik büyüme başlarken azaldığını göstermektedir.

Heimonen (2010) çalışmasında EMU, ortak para biriminin tek bir kısa vadeli faiz oranıyla birlikte, EMU üyesi ülkelerdeki fazla getirileri büyük ölçüde homojenleştireceğini göstermektedir. Ülkeler arasında mutlak yakınsama yoktur (Veysov ve Stolbov, 2011) koşullu yakınsama ise sadece yüksek ve orta gelirli ülkeler arasında gerçekleşmektedir. Veysov ve Stolbov (2011), finansal derinlik göstergelerinin yakınsamasını inceledikleri çalışmalarında finansal yakınsamanın yanı sıra istikrarlı finansal gelişmeye yönelik dünya çapında bir eğilim olduğu

sonucuna varmışlardır. Canarella vd. (2011), 2001 - 2010 döneminde AB'deki 12 ekonomide enflasyon ve faiz oranı farklılıklarının stokastik olarak yakınsadığı hipotezine karışık sonuçlar ortaya koymaktadır. Antzoulatos (2011), 38 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke verilerini finansal büyüklük ve verimlilik açısından; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, sermaye piyasası ve tahvil piyasalarında finansal yakınsamayı analiz etmiştir. Sonuçlarda yakınsama bulgusunu elde edememiş kanıt olarak mevcut literatürde tanımlanan ülkeye özgü faktörlerin, finansal sistem yapısı üzerinde ortak küresel güçlerden çok daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Apergis (2011) bankacılık değişkenlerini kullandığı büyük örnekleminde yakınsama bulamazken yakınsama kulüplerinde yakınsamanın gerçekleştiğini ispatlamıştır. Szeles 2011'deki çalışmasında AB ülkeleri için tahvil piyasalarında finansal yakınsamanın kanıtlarını bulsa da kısa dönem aralıklarına bakıldığında finansal ıraksama bulması açısından örnek bir çalışmadır. Bruno vd. (2012) OECD ülkeleri için verileri kullanarak finansal sistemlerin yakınsamasını varlık tahsisi merceği aracılığıyla analiz etmiştir. Analiz bulgularında araştırmacılar, hisse senetleri ve sigorta ürünlerinde yakınsama olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmuşlar, ancak borçlanma senetleri ve mevduat için yakınsama bulgusuna rastlamamışlardır. Bu sonuca ulaşmadaki temel sebep ülkeler arasındaki kamu borçlarının ağırlığındaki farklılıklar ve bankaların rolündeki farklılıklardır.

Asongu (2012) makalesi Afrika kıtasındaki 11 ülkede (Sahra Altı ve Kuzey Afrika), gelir seviyelerine (Düşük, Orta, Alt-orta ve Üst-orta), yasal kökenlere (İngiliz ortak hukuku ve Fransız sivil toplum) ve dini tahakkümlere (Hıristiyanlık ve İslam) dayalı hisse senetleri finansal değişkenlerini panel veri metodu ile incelemiştir. Bulgular mutlak yakınsama için sadece kısmi destek sağlamış, yalnızca bir ülkede koşullu yakınsama bulunmuştur. Diğer ülkeler için koşullu yakınsamanın ezici bir şekilde yokluğu, hisse senedi piyasası performans dinamiklerini açıklayan yapısal ve kurumsal özelliklerdeki ülkeler arası farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Yaseen (2012) Körfez ülkeleriyle 2002-2007 dönemini inceleyen çalışmasında banka değişkenleri kullandığı örneklerinde finansal yakınsama tespit ederken, diğer değişkenlerde yakınsama tespit edememiştir.

Ibrahim (2013), 1980-2009 dönemi için kişi başına düşen gelirler üzerinde 3 kulüp kümesi oluşturmuş ve sonunda 1. grupta gelişmiş ülkelerin birbirine yakınsadığı, 2. Gruptaki birçok ülkenin de 3. gruba yakınsadığı bulunmuştur. 1965-2009 dönemi için geniş bir ülke örneğinin verilerini kullanan Bahadır ve Valev (2015), GSYİH'ya göre kredi seviyelerinin ve diğer finansal gelişme ölçütlerinin zaman içinde ülkeler arasında yakınsama eğiliminde olduğunu göstermişlerdir. Sonuçlar, ülke düzeyindeki kurumların kalitesi kontrol edilerek elde edilmiştir. Kuznetsova ve Pisarenko (2015), özellikle sigorta ve emeklilik sektöründe inceledikleri finansal yakınsama analizi sonucunda rekabetin fiyatları yakınsattığını ve maliyetleri düşürdüğünü böylece hem kaynakların hem de finansal anlamda verimliliğin arttığını ispatlamışlardır.

Dolores vd. (2016) OECD'deki mutlak yakınsamanın, esas olarak 1960'larda meydana gelen, üst dağılım dilimine ait olan bir dizi ülke tarafından yönlendirilen bir olgu olduğu görüşünü desteklemektedir. Gallizo vd. 2016'da uyguladığı β , σ testleri sonucunda AB ülkelerinde 2000-2013 aralığında, özellikle maliyetlerde bir dereceye kadar yakınsama için kanıt sağlamışlardır. Bununla birlikte, daha ayrıntılı bir analiz, finansal krizin patlak vermesinin, krizin farklı ülkelerin bankacılık sektörlerindeki değişen etkileri ve ulusal devletlerin finansal istikrarı sağlamak için benimsediği farklı önlemler nedeniyle yeni bir ayrışma eğilimi başlattığını göstermiştir.

Arestis vd. (2016) makalesinde İtalyan bankalarının kredi verme koşulları yakınsaması analiz edilmekte sonuçlarına göre genel olarak ıraksama tespit edilebile, kredi verme koşullarının belirli bölgelerde yakınsadığı durumları belirlediği ve böylece Dow vd. (2012) önceki bulgularını desteklediği için diğer çalışmalar için yol gösterici olduğunu kanıtlanmaktadır. Nitoi ve Pochea, (2016) yılında yayınladıkları makalede AB ülkelerinin finansal yakınsamasının banka ve sermaye piyasaları bağlamında kulüp yakınsaması altında bütün ülkeler için reddedildiğini bulmuşlardır. Yetkiner vd. (2017) çalışmasında AB-15 genelinde finansal ölçütlerde yakınsama olup olmadığı, banka gelişme ölçütleri ve hisse senedi piyasası gelişme ölçütleri kullanılarak hesaplanmıştır. Bulgular hem bankacılık hem de hisse senedi piyasası finansal gelişme ölçütlerinde yakınsama olduğunu ispatlamıştır. Bu nedenle, Euro bölgesi üyeleri arasındaki dengesiz finansal riskleri önlemek için finansal

entegrasyonun tamamlanmasını yavaşlatmak yerine hızlandırmak mantıklı görünmektedir. Maxfield vd. (2017) çalışması finansal sistemlerin bir bütün olarak entegrasyonundan ziyade, reel sektörde firma katmanına doğru yakınsamaya gidişi savunmaktadır. Leon (2018) çalışmasında tüm dünyadaki 143 ülkede 1995-2014 tarihleri arasında kredi yapısının yakınsaması deneysel olarak test edilmiştir. Sonuçlarda toplam kredi, ev kredisi ve firma kredisi için bir yakınsama sürecinin bulunduğu, hanehalkı kredisinin yakınsamasının diğer kredilerden daha hızlı gerçekleştiği, hem konut alımlarına ayrılmış hane kredisi (ipotek kredileri) hem de hanelere verilen diğer krediler (kredi kartları, araba kredileri, tüketici kredileri, vb.) için bir yakınsama sürecinin varlığı ispatlanmıştır. Yakınsama sürecinin genel olarak düşük gelirli ülkelerde, başlangıçta düşük finansal derinlik düzeyine sahip ülkelerde ve 2008 döneminden önce daha hızlı olduğu gösterilmiştir (Leon, 2018).

Finansal yakınsama ile ilgili metodoloji kısmı incelendiğinde farklı yaklaşımlar olduğu gözlenmektedir. Bunlardan ilki GMM dinamik panel veri yöntemleridir (Murinde, 2004; Bems, 2007; Fung, 2009; Yaseen, 2012; Bahadır ve Valev, 2015, Ramirez vd., 2018; Leon,2018). İçsellik sorunu, değişen varyans, otokorelasyon gibi durumlarda daha güçlü tahminlere yer vermesi nedeniyle dinamik panel veri metodları kullanılmaktadır (Baltagi, 2005). Daha fazla gözlem kullanma, gözlemlerin daha homojen olmasıyla serbestlik derecesini arttırma, açıklayıcı değişkenler arasındaki bağlantı sorununu azaltması nedenleriyle dinamik panel veri yöntemleri tercih edilmektedir. Sistem GMM’de fark GMM yöntemine göre modele daha fazla değişken dâhil edilmekte bu da modelin verimliliğini arttırmaktadır. Dinamik modellerin seçilmesinin bir diğer nedeni ise iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin çoğu zaman dinamik olarak gerçekleşebilmesinden, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin daha sonraki dönemlerde ortaya çıkmasından veya birden fazla zaman dilimine yayılmasından dolayıdır (Tatoğlu, 2018).

Yakınsama çalışmalarında, ikinci yöntem olarak birim kök ve eşbütünleşme metodları uzun dönemde ya da kısa dönemde yakınsama olup olmadığını hesaplamak için kullanılmıştır (Heimonen, 2010; Canarella, 2011). Finansal yakınsamanın uzun vadeli etkisini analiz etmek için panel eşbütünleşme yaklaşımı kullanılabilir. Ülke veya sektör düzeyinde verileri kullanan çalışmalar böyle bir etkiyi ölçmek için

genellikle panel sabit etkiler modelini, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi'ni (GMM) veya zaman serisi modelini uygulamaktadır.

Bununla birlikte, sabit-etkiler modeli, ihmal edilen değişkenler veya ters nedensellik gibi içsellik problemlerine karşı dirençli değildir (Bun ve Windmeijer, 2010). GMM ve sabit etkiler modelleri genellikle büyük örneklem verileri ve küçük T verileri için uygundur. N, ülkeler gibi enine kesit birimlerinin sayısı ve küçük T zaman boyutu uzunluğunu göstermektedir. Her iki model de, sabit bir T verildiğinde N sonsuza gittiğinde tahmin edicinin asimptotik dağılımını türetmektedir. Bu tahminciler mikro panel verilerine uymakta, ancak sınırlı sayıda ülkeyle (N) panel veri tahminlerine uymamaktadır. Bununla birlikte, panel eşbütünlüşme yaklaşımı, benzer sayıda N ve T'ye sahip ülkelerin verileri için uygundur. Panel eşbütünlüşme yöntemini kullanarak, içsellik te kontrol edilebilir ve uzun vadeli etki tahmin edilebilmektedir. Zaman serisi modelleri ise bir ülkenin içindeki finansal kurumlarının etkilerini analiz etmek için daha uygundur - birkaç gelişmiş ülkedeki finansal kurumların etkilerinin üstesinden gelmek için kullanılamamaktadır.

3.2. MODEL VE VERİ SETİ

Araştırmada, ülke gruplarındaki ekonomilerin bankacılık ve sermaye piyasalarındaki yakınsaması, literatürde bu güne kadar kullanılmış olan fiyat, miktar ve bilgi temelli yaklaşımların dışında, finansal gelişmişlik ölçütleri yaklaşımıyla belirlenmeye çalışılmaktadır.

$$FD_{it} = \beta FD_{it-1} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Mutlak β yakınsaması için kullanılacak denklem yukarıdaki gibidir. FD_{it} i ülkesinin t periyodundaki yıllık dönem için finansal gelişme ölçütlerini, FD_{it-1} ülkenin t - 1 zamandaki finansal gelişmişlik düzeyini (Banka ve hisse senedi piyasası değişkenlerini), μ_i ülke spesifik etkiyi, τ_t zaman spesifik etkiyi $\varepsilon_{i,t}$ ise geçici hata terimini ifade etmektedir.

Gözlem sayısı $i = 1, \dots, N$ ülke (AB, OECD, APEC) her bir $t = 1, \dots, T$ yıl içindir. Burada sadece bağımlı değişkeni etkileyen finansal gelişme bağımsız değişkenlerine bakılıp kontrol değişkenlere bakılmadığı için koşulsuz yakınsamasına bakılmaktadır.

$$FD_{it} = \beta FD_{it-1} + \gamma X_{it} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

3.2 deki denklem ise koşullu yakınsama denklemi olup diğer bütün değişkenler ve katsayılar aynı iken denkleme γX_{it} kontrol değişkenleri (+açıklayıcı değişkenler) eklenmiştir. γ kontrol değişkenlerin katsayısını gösterirken X_{it} ise kontrol değişkenlerin vektörünü göstermektedir.

Burada her iki denklem için de β katsayı tahmincisi tahmin edilmeye çalışılmaktadır. $0 < \beta < 1$ olması beklenmektedir, başlangıç finansal gelişmişlik düzeyi daha düşük olan ülkelerin finansal gelişme büyüme oranının daha yüksek olduğunu ve finansal yakınsamanın gerçekleştiğini belirtir. $\beta = 1$ bu ülkelerdeki finansal gelişme değişim seviyesinin zamana direndiğini yani sabit olduğunu gösterir. $\beta > 1$ ise iraksama için kanıttır ve zaten finansal gelişme açısından gelişmiş olan ülkelerin finansal gelişme hız değişiminin daha hızlı arttığını açıklamaktadır. $\beta - 1$ ise -1 ile 0 arasında olmalıdır finansal gelişme yakınsaması için kanıt oluşturmaktadır. Denklem 3.1 ve 3.2 de β 'nin teorik formülasyon eksikliğinden dolayı türevi bilinmediğinden kastedilen finansal gelişme yakınsama oranını hesaplamak mümkün değildir. Yine de, yakınsamanın (kastedilen) hızı hakkında bir açıklama yapılabilir: β ne kadar küçükse, mutlak değer $\beta - 1$ o kadar büyük olur ve dolayısıyla yakınsama hızı o kadar yüksek demektir. Ek olarak, makroekonomik kontrol değişkenlerinin, banka temelli finansal gelişme ölçütlerinde ve hisse senedi piyasası temelli finansal gelişme ölçütlerinde finansal yakınsamaya katkıda bulunması beklenmektedir.

Tablo 2'de bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla kullanılan değişkenler ve kaynakları yer almaktadır.

Tablo 2. Finansal Yakınsama İçin Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Açıklamaları	Kaynak
Bankacılık Piyasasına Özgü Değişkenler		
LS	Likidite yükümlüğünün GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
ÖSYK	Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
MBV	Merkez Bankası varlıklarının GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
DBV	Mevduat Bankası varlıklarının GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
LERNER	Lerner Endeksi	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
Sermaye Piyasasına Özgü Değişkenler		
BKO	Borsa işlem hacmi GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
BDH	Borsa devir hızı GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
BK	Borsa kapitilizasyonunun GSYİH'ya oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
BO	Borsa oynaklığı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
Kontrol Değişkenler		
DA	Dışa açıklık oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
KGSYİH	Kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri
ENF	Enflasyon oranı	Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur (World Bank 2014).

Likidite Yükümlülüğü (LS): İlk ölçü LS, finansal aracılarn büyüklüğünü ölçmektedir. LS değişkeni finansal sistemin likit yükümlülüklerinin (Bankaların ve banka dışı finansal aracılarn para artı talep ve faize dayalı yükümlülükleri) GSYİH'ya bölünmesine eşittir. Ayrıca LS, bir aracı tarafından diğerine yapılan mevduatları içermekte olup, bu “çift hesaplama” içerebilmektedir. Finansal sistemin büyüklüğünün finansal hizmetlerin sağlanması ve kalitesiyle pozitif bir şekilde ilişkili olduğu varsayımı altında, birçok araştırmacı bu finansal derinlik ölçüsünü kullanmaktadır (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; King ve Levine,1993a; 1993b). Likit sorumluluklar bankacılık sisteminin fonları tasarruf edenlerden borçlulara

yönlendirme yeteneğini yansıtmaktadır. Daha yüksek bir likidite oranı, bankacılık sisteminde daha yüksek yoğunluk anlamına gelmektedir (Yetkiner, 2017). Para artı talep ve faiz taşıyan bankaların ve diğer finansal araçların yükümlülüklerinin GSYİH'ya bölünmesiyle elde edilmektedir (Levine vd., 2000).

Özel Sektöre Verilen Krediler (ÖSYKH): Finansal aracılığın ölçüsü olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Beck vd.'nin (1999) tercih ettiği ölçüttür çünkü kamu sektörüne verilen krediler ile Merkez Bankası ve Kalkınma Bankaları tarafından verilen kredileri kapsamamaktadır (Aghion vd., 2004). Literatürde kullanılan diğer finansal gelişme ölçütlerini geliştirmektedir. Yalnızca bankalar ve diğer finansal araçlar tarafından verilen kredileri içermektedir. Özel sektöre verilen krediler, bilgi ve işlem maliyetlerindeki iyileşmeyi doğrudan ölçmese de, daha yüksek özel sektöre verilen krediler seviyelerini, daha yüksek finansal hizmet seviyelerini ve dolayısıyla daha fazla finansal aracılık gelişimini gösterdiği şeklinde yorumlanmaktadır (Beck vd., 1999). Özel sektöre verilen banka kredisi, özel sektör fonları kamu sektörüne kıyasla daha verimli bir şekilde kullanabildiğinden, verimli kaynak dağıtımının miktarını yansıtmaktadır (Yetkiner, 2017). Bu indeks veya kriter ve değeri, ülkenin ekonomik gelişmesini ve refahını göstermektedir. Değerin yüksek olması, güçlü ekonomi için bir işarettir (Danailova vd., 2020).

Merkez Bankası Varlıkları (MBV): Finansal araçların büyüklüğünü ölçen değişkenlerden biridir (Beck vd., 1999). Merkez bankasının ticari bankalara karşı toplumun tasarruflarını tahsis etme derecesini ölçmektedir. Finansal aracılık gelişiminin bu ölçüsü, bankaların firmaları araştırma, kurumsal kontrol uygulama, tasarrufları harekete geçirme, işlemleri kolaylaştırma ve müşterilere risk yönetimi olanakları sağlamadaki etkinliğini doğrudan ölçmemektedir.

Mevduat Bankası Varlıkları (DBV): Finansal araçların büyüklüğünü ölçen değişkenlerden biridir (Beck vd., 1999). Ticari bankaların tasarrufları ekonomiye ne ölçüde tahsis ettiğini ölçmektedir (Adnan, 2011). Bu ölçütün altında yatan sezgi, bankaların kârlı yatırımları belirleme, yöneticileri izleme, risk yönetimini kolaylaştırma ve tasarrufları harekete geçirme olasılığının Merkez Bankaları'na göre

daha muhtemel olmasıdır. Bu nedenle King ve Levine (1993a, 1993b) finansal aracılık gelişiminin ek bir ölçüsü olarak ticari banka mevduatlarının dahil edilmesini önermektedir.

Lerner Endeksi: Lerner endeksi, bir bankanın piyasa gücünün doğrudan bir ölçüsüdür. Fiyatların marjinal maliyet üzerindeki kârını temsil eder ve değeri teorik olarak 0 (tam rekabet) ile 1 (saf tekel) arasında değişmektedir. Uygulamada ise sorun yaşayan bankalar için negatif değerler görülebilmektedir (Karadima vd., 2020). Dünya bankasının tanımına göre Lerner Endeksi bankadaki piyasa gücünün bir ölçüsüdür ve fiyatların varlıklar üzerinden toplam banka geliri olarak hesaplandığı çıktı fiyatlandırması ile marjinal maliyetleri ilişkilendirmektedir. Lerner endeksinin daha yüksek değerleri, daha az banka rekabeti olduğunu göstermektedir (Musabeh vd., 2020).

Borsa Kapitalizasyon Oranı (BKO): Borsanın faaliyetini ölçmektedir, bir ülkenin borsalarında işlem gören hisselerin toplam değerinin GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilen değere eşittir (Adnan, 2011).

Borsa Devir Hızı (BDH): BDH, borsanın etkinliğini ölçen, borsa analizlerinde ön plana çıkan önemli değişkenlerden biridir. Bir ülkenin borsasında işlem gören hisselerin toplam değerinin borsa kapitalizasyonuna bölünmesiyle elde edilen değere eşittir. Borsa devir hızı, piyasanın büyüklüğüne göre ticareti ölçmektedir (Adnan, 2011). Borsa devir hızı derecesindeki değişiklikler, iş döngüsü ile ilişkili kısa vadeli dalgalanmaları yansıtmaktadır (Yetkiner, 2017). Küçük ama aktif bir hisse senedi piyasası yüksek bir borsa devir oranına sahipken, büyük ancak daha az likit bir hisse senedi piyasası düşük bir borsa devir oranına sahip olacaktır (Beck, 2009).

Borsa Kapitalizasyonu (BK): Borsanın büyüklüğünü ölçmektedir. Borsaya kayıtlı hisselerin değerinin GSYİH'ye bölünmesine eşittir (Yetkiner, 2017). Bu gösterge ülke ekonomisinin gelişimini göstermektedir, çünkü bir ekonominin finansal piyasalarının gelişimi, genel ekonomisinin gelişimi ile yakından ilgilidir (Danailova vd., 2020).

Borsa Oynaklığı (BO): Hisse senedi fiyatı oynaklığı, ulusal borsa endeksinin 360 günlük oynaklığının ortalamasıdır. Borsa oynaklığı, oldukça likit bir menkul kıymetler piyasasının bir belirtisidir. Oynaklık fiyatlarda veya getiri oranlarında yüzde değişimlerle ölçülmelidir. Hisse senedi getirisi oynaklığının en sık kullanılan ölçüsü standart sapmadır. Bu istatistik, getirilerin dağılımını ölçmektedir (Schwert ve Pagan, 1990).

Dışa Açıklık Oranı (DA): Dışa açıklık (DA), ticaretin serbestleştirilmesi için bir vekil olarak toplam ticaretin (ihracat artı ithalat) GSYİH'ya oranı olarak ölçülmektedir. Dışa açık ülkelerin yeni teknolojilere, daha büyük pazarlara ve gelişmiş yönetim teknolojilerine daha fazla erişime sahip olduğu iddia edilmektedir (Karim, 2005; Huang ve Temple, 2005).

Kişi başına düşen GSYİH Büyüme Oranı (KGSYİH): Kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı (Bahadır ve Valev, 2015). Kişi başına düşen GSYİH, finansal derinliğin önemli bir belirleyicisidir ve dolayısıyla finansal kalkınmayla pozitif olarak ilişkilidir (Greenwood ve Jovanovic, 1990). Olumlu makroekonomik koşullar, hanehalkının borçlanma kapasitesini artırarak ve temerrüt oranları olasılığını düşürerek kredi büyümesini etkilemektedir. Dolayısıyla, kredi büyümesini artırmak için GSYİH'nin reel büyümesinde bir artış beklenmektedir (Levine, 2005).

Enflasyon Oranı (ENF): Hem bankaların hem de hisse senedi piyasalarının aktif olduğu nispeten düşük sermaye stokuna sahip istikrarlı bir durumda, enflasyon ve reel faaliyetin negatif olarak ilişkilendirilmesi gerektiğini savunmaktadır (Huybens ve Smith, 1999). Khan vd.'e göre (2001) eğer enflasyon finansal sistemin gelişimini etkiliyorsa, uzun vadeli gerçek etkileri olacaktır.

Bu çalışmada finansal yakınsama AB ülkeleri, OECD ülkeleri ve APEC ülkeleri kapsamında incelenmiştir. Tablo 3'te ampirik çalışmada dikkate alınan AB ülkeleri, OECD ülkeleri ve APEC ülkelerine ilişkin bilgiler yer almaktadır.

Tablo 3: Ülkelere İlişkin Açıklamalar

Ülke Grupları	Ülke İsimleri	Metodoloji
AB	Almanya, Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Güney Kıbrıs Cumhuriyeti, Hırvatistan, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsveç, İtalya, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Macaristan, Malta, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, Yunanistan	Sistem Genelleştirilmiş Momentler Dinamik 2 aşamalı Yöntemle, 1994-2017 döneminde 3 yıllık ortalama verilerle çalışılmıştır.
OECD	Almanya, Amerika, Avustralya, Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Güney Kore, Hollanda, İngiltere, İspanya, İrlanda, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kanada, Lüksemburg, Macaristan, Meksika, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovenya, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda, Yunanistan	
APEC	Amerika, Avustralya, Çin, Endonezya, Filipinler, Hong Kong, Japonya, Kanada, Güney Kore, Malezya, Meksika, Papua Yeni Gine, Peru, Rusya, Singapur, Şili, Tayland, Vietnam, Yeni Zelanda	

Kaynak: Yazarın kendisi tarafından oluşturulmuştur.

Çalışmada bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı açıklamak için 2 aşamalı Sistem GMM yönteminden yararlanılmıştır. Banka piyasası ve Sermaye Piyasası için oluşturulan dinamik panel veri denklemleri finansal gelişme ölçütleri ile yakınsamayı göstermek için aşağıda belirtilmiştir:

$$FD_{it} = \beta FD_{it-1} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

$$FD_{it} = \beta FD_{it-1} + \gamma X_{it} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Soldaki FD_{it} değişkeni banka finansal gelişme ölçütlerini ve alternatif olarak hisse senedi piyasası finansal gelişme ölçütlerini, 3 yıllık ortalama verilerle t periyodunda i ülkesi için temsil etmektedir. Sağdaki β önceki dönem 3 yıllık finansal gelişme değişkeninin katsayısıdır. β' nın 0 ile 1 arasında olması beklenmektedir, bu da finansal gelişmenin daha düşük bir finansal gelişme düzeyine sahip ülkelerde/ dönemlerde daha hızlı büyüdüğünü göstermektedir. $\beta = 1$ bu ülkelerdeki finansal gelişme değişim seviyesinin zamana direndiğini yani sabit olduğunu gösterir. $\beta > 1$ ise iraksama için kanıttır ve finansal gelişme açısından gelişmiş olan ülkelerin finansal gelişme hız değişiminin daha hızlı arttığını göstermektedir.

μ_i ve τ_t sırasıyla ülkeye özgü etkileri ve zamana özgü etkileri ölçmektedir. Ayrıca finansal gelişmenin yakınsamasını etkileme potansiyeline sahip dışa açıklık, enflasyon, kişi başına düşen büyüme oranı gibi kontrol değişkenler kullanılmıştır. X_{it} ve γ sırasıyla kontrol değişkenlerin vektörü ve bunlara ilişkin katsayılarıdır. Son olarak ε_{it} geçici hata terimidir. Yapısal olarak, ülkeye özgü etkinin (μ_i) ve gecikmeli bağımlı değişkenin eşzamanlı varlığı nedeniyle bir içsellik sorunu vardır. Bu içsellik sorununu göstermek için $\mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it} = u_{i,t}$ olarak tanımlandı. Sonra $E(u_{i,t}/FD_{it}) \neq 0$ olduğu görüldü. Bunun sebebi $FD_{it-1} = \beta FD_{it-2} + \gamma X_{i,t-1} + u_{i,t-1}$ ve $u_{i,t-1}$ $u_{i,t}$ nin de içinde bulunan μ_i içermesidir.

Başka bir deyişle, açıklayıcı değişkenlere yönelik hata terimini dışlayan katı dışsallık hipotezi gecikmeli bağımlı değişken hata terimi ile korelasyonlu olduğu için reddedilmektedir. Bu sorunun üstesinden gelmek ve diğer açıklayıcı değişkenlerin içselliğini kontrol etmek için, sırasıyla düzey denklemde ve birinci farkı alınmış denklemde araç olarak gecikmeli farkları ve gecikmeli değişken düzeylerini içeren bir sistemi oluşturan Sistem GMM yaklaşımı kullanıldı. Denklem (3.2) 'nin birinci fark dönüşümü ile regresyondan ülkeye özgü etkileri ortadan kaldırdıktan sonra bile, geçmiş şokların günümüze ait regresörleri tahmin etme olasılığı halâ bulunmaktadır.

Arellano ve Bond'a (1991) göre, aşağıdaki iki varsayımın bu sapmanın üstesinden gelinebilir.

$$E(X_{i,t-s} (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})) = 0 \text{ for } s \geq 2; t=3, \dots, n \quad (3.3)$$

$$E(FD_{it-s} (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}))=0 \text{ for } s \geq 2; t=3, \dots, n \quad (3.4)$$

Bununla birlikte Blundell ve Bond (1998) açıklayıcı değişkenler zaman içinde dirençli olduğunda, bu değişkenlerin gecikmeli seviyelerinin, birinci farklarla ifade edilen regresyon denklemi için zayıf araçlar olduğunu göstermiştir. Bunun sapmalı katsayılara yol açması muhtemeldir ve sorun genellikle küçük örneklerde daha da şiddetlenmektedir. Blundell ve Bond'un (1998) çözümü, sırasıyla düzey denklemde ve birinci farkı alınmış denklemde araç olarak gecikmeli farkları ve gecikmeli değişken seviyelerini içeren bir sistem oluşturmaktır. Aşağıdaki gibi ek moment koşulları bulunmaktadır.

$$E((FD_{it-s} - FD_{it-s-1}) (\mu_i + \varepsilon_{i,t} = 0))= 0 \text{ for } s = 1 \quad (3.5)$$

$$E((X_{i,t-s} - X_{i,t-s-1}) (\mu_i + \varepsilon_{i,t} = 0))= 0 \text{ for } s = 1 \quad (3.6)$$

Sistem GMM tahminlerini elde etmek için (3.3) (3.4) (3.5) ve (3.6) denklemlerinde verilen moment koşulları kullanılmaktadır. Araçların geçerliliğini sağlamak için, standart Hansen (1982) aşırı tanımlama testi kullanılmaktadır; burada H_0 hipotezi araç değişkenlerin hata terimi ile korelasyonlu olmadığı şeklindedir. H_0 hipotezinin hata teriminde 2. dereceden korelasyon olmadığını belirten seri korelasyon testi uygulanmaktadır.

Otokorelasyon için Arellano-Bond testi (Arellano ve Bond, 1991) otokorelasyon olmadığına dair H_0 hipotezine sahiptir. Birinci farklarda AR (1) süreci için yapılan testler H_0 hipotezini reddetmektedir, çünkü $\Delta\varepsilon_{i,t} = \varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}$ ve $\Delta\varepsilon_{i,t-1} = \varepsilon_{i,t-1} - \varepsilon_{i,t-2}$ ikisinde de $\varepsilon_{i,t-1}$ vardır. Ancak, birinci farklarda AR (2) testi, düzeyde otokorelasyonu tespit ettiğinden daha önemlidir. Ayrıca, temel kural olarak, aşırı uyumun neden olduğu sonlu örnek sapmasını önlemek için araç sayısı grup sayısından az veya ona eşit olmalıdır (Yetkiner, 2017).

3.3. YÖNTEM

3.3.1. Kısa T Dinamik Panel Veri Modelleri

Panel veri analizinde, gecikmeli bağımlı değişkenlerin açıklayıcı değişken olarak modele dahil edilmesi durumunda, katı dışsallık varsayımı geçerli değildir ve yatay kesit birim N büyük, zaman boyutu T küçük olduğu panel veri modellerinde sabit etkiler modeli spesifikasyonu altında en çok olabilirlik tahmincileri tutarlılık özelliğini kaybetmektedir. Bu problemlerin üstesinden gelmek için dinamik panel veri modelleri kullanılmaktadır.

ARDL(1,0) modelini ele alalım.

$$y_{it} = \alpha_i + \lambda y_{i,t-1} + \beta' x_{it} + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

Burada k boyutlu açıklayıcı değişken vektörü x_{it} 'nin katı dışsal olduğu varsayılmaktadır, $E(u_{it} | x'_{jt}) = 0$. α_i birim etkileri göstermektedir. λ gecikmeli bağımlı değişken katsayısını gösteren skalar, β k boyutlu katsayı vektördür. $|\lambda| < 1$ olduğunda, y_{it} 'nin dinamik süreci durağandır. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak yer alması iki soruna yol açmaktadır. İlk olarak, $y_{i,t-1}$ artık katı bir dışsal regresör olarak görülemez. Gecikmeli bağımlı değişken $y_{i,t-1}$ birim etkiler α_i ile ilişkili olacaktır. İkinci sorun, T 'nin küçük olduğu durumda başlangıç değeri y_{i0} 'ın y_{it} üzerindeki sifıra eşit olmayan etkilerden kaynaklanmaktadır.

$$y_{it} = \lambda^t y_{i0} + \sum_{j=0}^{t-1} \lambda^j \beta' x_{i,t-j} + \frac{1 - \lambda^t}{1 - \lambda} \alpha_i + \sum_{j=0}^{t-1} \lambda^j u_{i,t-j} \quad (2)$$

Bağımlı değişken üzerindeki her bir gözlem dört bileşenin toplamı şeklinde yazılabilir: ilk gözlemlere bağlı bir terim, dışsal değişkenlerin cari ve geçmiş değerlerine bağlı bir bileşen, birime özgü etkilere, α_i , bağlı olan sabit terim ve artıkların geçmiş değerlerindeki hareketli ortalama terimidir. Başlangıçta, y_{it} , α_i ve başlangıç değerleri y_{i0} 'a bağlıdır ve T 'nin küçük olduğu veya λ 1'e yaklaştığı durumda başlangıç değerlerinin etkisi ortadan kalkmaz. Böyle bir durumda, belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Başlangıç değerlerinin genel bir ortalama ile bir dağılımdan rassal olarak türetildiği varsayılabilir:

$$y_{i0} = \mu + \epsilon_i \quad (3)$$

Burada ϵ_i 'nin α_i ve u_{it} 'den bağımsız olduğu varsayılmaktadır. y_{i0} ise birim özgü etkilere (α_i) ve regressör değişkenin zaman ortalamasına bağlıdır.

$$y_{i0} = \frac{\alpha_i + \beta' \bar{x}_i}{1 - \lambda} + \epsilon_i \quad (4)$$

Burada ϵ_i , α_i 'den bağımsızdır (Pesaran, 2015: 666-667).

3.3.1.1. Geleneksel Tahmincilerin Uyumsuzluğu

T küçük olduğunda, sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincileri sapmalıdır. Bu sapmanın nedeni, hem sabit etkiler hem de rassal etkiler tahmincilerinin y_{it} 'nin birime özgü zaman ortalamasından \bar{y}_i sapmasını içermesidir. Bundan dolayı, gecikmeli bağımlı değişkenlerin varlığı durumunda, ortalamadan arındırılmış operatör, açıklayıcı değişkenler ile hata terimi arasındaki (1/T)'inci dereceden korelasyonu göstermektedir. Dışsal değişkenlerin olmadığı dinamik modeli ele alalım:

$$y_{it} = \alpha_i + \lambda y_{it-1} + u_{it} \quad (5)$$

Burada y_{i0} 'ın verildiği, $|\lambda| < 1$ ve $u_{it} \sim IID(0, \sigma_u^2)$ olduğu varsayılmaktadır.

λ 'nın sabit etkiler tahmincisi için;

$$\hat{\lambda}_{FE} - \lambda = \frac{\frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})(u_{it} - \bar{u}_i)}{\frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})^2} \quad (6)$$

Sabit T ve $N \rightarrow \infty$ iken,

$$Plim_{N \rightarrow \infty}(\hat{\lambda}_{FE} - \lambda) = \frac{\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T E[(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})(u_{it} - \bar{u}_i)]}{\lim_{N \rightarrow \infty} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T E[(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})^2]} \quad (7)$$

T küçük olduğu durumda sabit etkiler tahmincisinin sapması aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$Plim_{N \rightarrow \infty}(\hat{\lambda}_{FE} - \lambda) = -\frac{(1+\lambda)}{T} \left(-\frac{1}{T} \frac{1-\lambda^T}{1-\lambda}\right) \left[1 - \frac{1}{T} - \frac{2\lambda}{(1-\lambda)T} \left(-\frac{1}{T} \frac{1-\lambda^T}{1-\lambda}\right)\right]^{-1}$$

(8)

Sapma Nickell sapması olarak adlandırılmaktadır.

$|\lambda| < 1$ olduğu varsayıldığında

$$Plim_{N \rightarrow \infty}(\hat{\lambda}_{FE} - \lambda) = -\frac{(1+\lambda)}{T} + O(T^{-2})$$

(9)

Bu, $1/T$ 'inci dereceden Nickell sapmasıdır ve sadece $T \rightarrow \infty$ olduğunda ortadan kalkar. $\lambda \geq 0$ olduğunda, sapma negatiftir (Pesaran, 2015: 678-679).

3.3.1.2. Enstrümental Değişkenler ve GMM

Bu bölümde, Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)'in temelini oluşturan ekonometrik teori incelenecektir.

3.3.1.2.1. Anderson ve Hsiao

Aşağıdaki modeli ele alalım:

$$y_{it} = \lambda y_{i,t-1} + \beta' x_{it} + v_{it}$$

(10)

$$v_{it} = \alpha_i + u_{it}$$

(11)

Burada $\alpha_i \sim IID(0, \sigma_\alpha^2)$ ve $u_{it} \sim IID(0, \sigma_u^2)$ olduğu varsayılmaktadır. Birime özgü etkileri elimine etmek için birinci dereceden farkları alındığında;

$$\Delta y_{it} = \lambda \Delta y_{i,t-1} + \beta' \Delta x_{it} + \Delta u_{it}$$

(12)

Burada α_i elimine edilmiştir.

$$E(\Delta y_{i,t-1} \Delta u_{it}) = E(\lambda \Delta u_{i,t-1} \Delta u_{it}) \neq 0$$

(13)

Bundan dolayı, (12) numaralı birinci dereceden farkı alınan modelin EKK yöntemi ile tahmin edilmesi, tahmincilerin tutarsız olmasına neden olacaktır. Ayrıca, bununla birlikte, u_{it} serisel olarak ilişkisiz olsa bile, Δu_{it} zamanla ilişkili olacaktır.

$\Delta y_{i,t-1}$ ve Δu_{it} arasındaki bu korelasyon probleminin üstesinden gelmek için, Anderson ve Hsiao (1981) araç değişken (IV) yaklaşımını önermişlerdir. $E(\Delta y_{i,t-2} \Delta u_{it}) = 0$ olduğundan dolayı, $y_{i,t-2}$, $\Delta y_{i,t-1}$ için geçerli bir araç değişkendir, çünkü u_{it} serisel olarak ilişkisiz olduğu sürece $\Delta y_{i,t-1}$ ile ilişkilidir ve Δu_{it} ile ilişkili değildir.

Araç değişken yönteminde modeldeki parametreler tutarlı olmasına rağmen etkin değildir. Çünkü, mevcut moment koşullarının tamamını kullanmamaktadır. Ayrıca, araç değişken yöntemi dönüştürülmüş hatalar üzerindeki korelasyon yapısını dikkate almamaktadır. Alvarez ve Arellano (2003) tarafından belirtildiği gibi, birinci dereceden farkı alınmış hatalardaki korelasyonun göz ardı edilmesi araç değişken tahmincilerinin tutarsız olmasına yol açmaktadır (Pesaran, 2015: 681-682).

3.3.1.2.2. Arellano ve Bond

Arellano ve Bond (1991), y_{it} 'nin gecikmeli değerleri ile v_{it} artıklar arasında ortogonalite koşulunun var olması durumunda dinamik panel veri modellerinde ilave araç değişkenlerin elde edilebileceğini ifade etmişlerdir. Bundan dolayı, mevcut tüm moment koşullarına dayalı olan GMM yaklaşımını kullanmayı önermişlerdir. (12) numaralı eşitlikten aşağıdaki ifade yazılabilir:

$$y_{iT} - y_{i,T-1} = \lambda(y_{i,T-1} - y_{i,T-2}) + \beta' \Delta x_{iT} + \Delta u_{iT} \quad (14)$$

Burada araç değişken sayısı $y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{i,T-2}$ 'dir. İlave bir geçerli araç değişken her bir ilave zaman periyoduna eklenir. Δx_{iT} için uygun araç değişkenler kendileridir, çünkü x_{iT} 'nin katı dışsal olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla, toplam $T(T-1)/2$ tane araç değişken vardır.

Dönüştürülmüş artıklarda serisel korelasyonun üstesinden gelmek için Arellano ve Bond (1991) GMM yöntemi uygulamıştır.

$$\Delta y_i = \lambda \Delta y_{i,-1} + \Delta X_i \beta + \Delta u_i \quad (15)$$

Burada

$$\Delta \mathbf{y}_i = \begin{pmatrix} \Delta y_{i2} \\ \Delta y_{i3} \\ \vdots \\ \Delta y_{iT} \end{pmatrix}, \quad \Delta \mathbf{X}_i = \begin{pmatrix} \Delta x'_{i2} \\ \Delta x'_{i3} \\ \vdots \\ \Delta x'_{iT} \end{pmatrix}$$

$$\Delta \mathbf{y}_{i,-1} = \begin{pmatrix} \Delta y_{i1} \\ \Delta y_{i2} \\ \vdots \\ \Delta y_{i,T-1} \end{pmatrix}, \quad \Delta \mathbf{u}_i = \begin{pmatrix} \Delta u_{i2} \\ \Delta u_{i3} \\ \vdots \\ \Delta u_{iT} \end{pmatrix}$$

\mathbf{W}_i araç değişkenler matrisi olsun.

$$\mathbf{W}_i = \begin{pmatrix} y_{i1} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & y_{i1}, y_{i2} & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & y_{i1}, \dots, y_{i,T-2} \end{pmatrix}$$

O halde moment koşulları aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$E(\mathbf{W}'_i \Delta \mathbf{u}_i) = \mathbf{0}$$

Holtz-Eakin, Newey ve Rosen (1988) aynı zamanda benzer koşullara dayalı bir GMM tahmincisini dikkate almıştır. N farklı gruptaki gözlemleri toplarsak

$$\Delta \mathbf{y} = \lambda \Delta \mathbf{y}_{-1} + \Delta \mathbf{X} \boldsymbol{\beta} + \Delta \mathbf{u} \quad (16)$$

Burada

$$\Delta \mathbf{y} = \begin{pmatrix} \Delta \mathbf{y}_1 \\ \Delta \mathbf{y}_2 \\ \vdots \\ \Delta \mathbf{y}_N \end{pmatrix}, \quad \Delta \mathbf{y}_{-1} = \begin{pmatrix} \Delta \mathbf{y}_{1,-1} \\ \Delta \mathbf{y}_{2,-1} \\ \vdots \\ \Delta \mathbf{y}_{N,-1} \end{pmatrix}, \quad \Delta \mathbf{X} = \begin{pmatrix} \Delta \mathbf{x}_1 \\ \Delta \mathbf{x}_2 \\ \vdots \\ \Delta \mathbf{x}_N \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{W} = \begin{pmatrix} \mathbf{W}_1 \\ \mathbf{W}_2 \\ \vdots \\ \mathbf{W}_N \end{pmatrix}$$

(16) numaralı denklemin her iki tarafını \mathbf{W}' ile çarparsak

$$\mathbf{W}' \Delta \mathbf{y} = \lambda \mathbf{W}' \Delta \mathbf{y}_{-1} + \mathbf{W}' \Delta \mathbf{X} \boldsymbol{\beta} + \mathbf{W}' \Delta \mathbf{u} \quad (17)$$

Benzer şekilde,

$$(\Delta \mathbf{X})' \Delta \mathbf{y} = \lambda (\Delta \mathbf{X})' \Delta \mathbf{y}_{-1} + (\Delta \mathbf{X})' (\Delta \mathbf{X}) \boldsymbol{\beta} + (\Delta \mathbf{X})' \Delta \mathbf{u} \quad (18)$$

$\mathbf{Z} = (\mathbf{W}, \Delta\mathbf{X})$ olsun.

$$E(\mathbf{Z}'\Delta\mathbf{u}) = \mathbf{0} \quad (19)$$

Hata terimlerinin birinci dereceden hareketli ortalama yapısından dolayı

$$E(\mathbf{Z}'\mathbf{u}\mathbf{u}'\mathbf{Z}) = \mathbf{Z}'[\sigma^2(\mathbf{I}_N \otimes \mathbf{A})]\mathbf{Z} \quad (20)$$

Şimdi GMM yöntemi uygulanabilir;

$$\hat{\mathbf{Y}}_{GMM} = (\mathbf{G}'\mathbf{Z}\mathbf{S}_N\mathbf{Z}'\mathbf{G})^{-1}\mathbf{G}'\mathbf{Z}\mathbf{S}_N\mathbf{Z}'\mathbf{G}\Delta\mathbf{y} \quad (21)$$

Burada $\hat{\mathbf{Y}}_{GMM} = (\hat{\boldsymbol{\lambda}}_{GMM}, \hat{\boldsymbol{\beta}}'_{GMM})'$, $\mathbf{G} = (\Delta\mathbf{y}_{-1}, \Delta\mathbf{X})$.

Asimptotik optimal ağırlıklar;

$$\mathbf{S}_N = \left(\sum_{i=1}^N \mathbf{z}'_i \hat{\mathbf{u}}_i \hat{\mathbf{u}}'_i \mathbf{z}_i \right)^{-1} \quad (22)$$

Burada $\mathbf{z}_i = (\mathbf{W}_i, \Delta\mathbf{x}_i)$ ve $\hat{\mathbf{u}}_i$ tutarlı tahminden elde edilen artıklardır.

$$\hat{\mathbf{y}} = [\mathbf{G}'\mathbf{Z}(\mathbf{Z}'\boldsymbol{\Omega}\mathbf{Z})^{-1}\mathbf{Z}'\mathbf{G}]^{-1}\mathbf{G}'\mathbf{Z}(\mathbf{Z}'\boldsymbol{\Omega}\mathbf{Z})^{-1}\mathbf{Z}'\Delta\mathbf{y}$$

Burada $\boldsymbol{\Omega} = (\mathbf{I}_N \otimes \mathbf{A})$. (22) numaralı ağırlık matrisi ile (21) numaralı GMM tahmincisi iki aşamalı GMM tahmincisi olarak bilinmektedir. Bu tahminci asimptotik olarak normal dağılımlıdır ve doğrusal moment koşullarına dayalı tahminciler sınıfında etkinlik özelliğine sahiptir.

3.3.1.2.3. Ahn ve Schmidt

Ahn ve Schmidt (1995), dinamik panel veride kullanılan standart varsayımlar altında, Anderson ve Hsiao (1981) ve Arellano ve Bond (1991) tahmincileri tarafından göz ardı edilen T-2 adet ilave moment koşulunun olduğunu göstermişlerdir. Bu moment koşulları, u_{it} 'nin aynı zamanda α_i ve y_{i0} ile ilişkisiz olduğunun varsayılmasıdır.

Sonuç olarak, ilave moment koşulları aşağıdaki gibi tanımlanabilir:

$$E(v_{iT}\Delta v_{it}) = 0, \quad t = 1, 3, \dots, T-1 \quad (23)$$

Hata teriminin sabit varyanslı olduğu varsayımını kullanarak;

$$E(v_{it}^2) = \sigma_i^2, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad 3$$

Diğer ilave T-1 moment koşulları;

$$E(y_{i,t-2}\Delta v_{i,t-1} - y_{i,t-1}\Delta v_{i,t}) = 0, \quad t = 2, 3, \dots, T$$

3.3.1.2.4. Arellano ve Bover

Arellano ve Bover (1995) ilk kez Hausman ve Taylor (1981) tarafından tanıtılan genel dinamik model çerçevesinde etkin araç değişken tahminini dikkate almışlardır:

$$y_{it} = \beta' x_{it} + \gamma' z_i + v_{it} \quad (24)$$

$$v_{it} = \alpha_i + u_{it}$$

Burada y_{it} 'nin gecikmeli değerleri x_{it} 'ye dahil edilmiştir. z_i zamanla değişmeyen değişkenlerdir ve α_i 'nin rassal olduğu varsayılmaktadır. (24) numaralı denklem aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir:

$$y_{it} = \delta' x_{it}^* + v_{it} \quad (25)$$

Burada $x_{it}^* = (x_{it}, z_i)$. Arellano ve Bover, yukarıdaki sistem denklemlerinin aşağıdaki tekil olmayan (nonsingular) dönüşümünü önermişlerdir:

$$H_{TxT} = \begin{pmatrix} C \\ \mathbf{1}'_T/T \end{pmatrix}$$

Burada $\mathbf{1}_T = (1, 1, \dots, 1)'_{Tx1}$, C , (T-1) ranklı (T-1)xT boyutlu bir matristir, öyle ki $C\mathbf{1}_T = \mathbf{0}$ 'dır. Dönüştürülmüş art3ıklar;

$$v_i^* = H v_i = \begin{pmatrix} C v_i \\ \bar{u}_i \end{pmatrix}$$

v_i^* 'ın ilk (T-1) elemanı α_i' 'yi içermediğinden, tüm dışsal değişkenler dönüştürülmüş modelin ilk (T-1) denklemleri için geçerli araç değişkenlerdir. $w_i = (x_i', z_i)'$ ve m_i düzeylerde ilişkisiz olduğu varsayılan w_i 'nin değişkenlerinin alt kümesini içeren bir vektördür. Öyle ki, $dim(m_i) > dim(\gamma)$, dönüştürülmüş sistem için geçerli araç değişkenler matrisi aşağıdaki gibidir:

$$W_i = \begin{pmatrix} w_{i.}' & \mathbf{0} & \dots & \mathbf{0} & \mathbf{0} \\ \mathbf{0} & w_{i.}' & \dots & \mathbf{0} & \mathbf{0} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ \mathbf{0} & \mathbf{0} & \dots & w_{i.}' & \mathbf{0} \\ \mathbf{0} & \mathbf{0} & \dots & \mathbf{0} & w_{i.}' \end{pmatrix}$$

İlgili moment koşulu;

$$E(W_i H v_i) = \mathbf{0}.$$

$H^* = (I_N \otimes H)$, $\Omega^* = (I_N \otimes \Omega)$, $X^* = (X_{1.}', X_{2.}', \dots, X_{N.}')'$ ve $W = (W_{1.}', W_{2.}', \dots, W_{N.}')'$ olsun. Yukarıdaki moment koşullarına dayalı GMM tahmincisi;

$$\hat{\delta} =$$

$$\left[X^{*'} H^* W (W' H^* \Omega^* H^* W)^{-1} W' H^* \Omega^* X^* \right]^{-1} \left[X^{*'} H^* W (W' H^* \Omega^* H^* W)^{-1} W' H^* y \right] \quad (26)$$

3.3.1.2.5. Blundell ve Bond

Blundell ve Bond (1998) düzey denklemlerde araç değişkenler olarak y_{it} 'nin gecikmeli farklarını kullanılmasına izin veren y_{i0} başlangıç değerlerinin dağılımı ile ilgili kısıtlamalar getirmiştir. λ 1'e yakın olduğunda veya $\sigma_\alpha^2/\sigma_u^2$ büyük olduğunda bu kısıtlama önem taşımaktadır, çünkü bu durumlarda gecikmeli değerler farkı alınmış denklemlerde zayıf araç değişkenlerdir.

Blundell ve Bond (1998) dışsal değişkenlerin olmadığı pür dinamik panel veride başlangıç gözlemleri için aşağıdaki genel süreci dikkate almışlardır.

$$y_{i0} = \frac{\alpha_i}{1-\lambda} + u_{i0}, \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (27)$$

$$E(\Delta y_{i1} \alpha_i) = 0 \quad (28)$$

Yukarıdaki koşullar, başlangıç koşullarının $\alpha_i/1-\lambda$ 'den sapmalarının $\alpha_i/1-\lambda$ 'nin kendi düzeyi ile ilişkili olmamasını ifade etmektedir. Bunu sağlamak için aşağıdaki varsayım yapılmaktadır:

$$E \left[\left(y_{i0} - \frac{\alpha_i}{1-\lambda} \right) \alpha_i \right] = 0$$

Eğer (28) numaralı koşul diğer standart varsayımlara ilave edilirse, o zaman T-1 adet ilave moment koşulu vardır:

$$E[(y_{it} - \lambda y_{i,t-1})\Delta y_{i,t-1}] = 0, \quad t = 2, 3, \dots, T \text{ için.}$$

Blundell ve Bond (1998), yukarıdaki moment koşullarının λ , 1'e yakın olduğunda veya $\sigma_\alpha^2/\sigma_u^2$ büyük olduğunda bilgi vermeye devam edeceğini göstermişlerdir (Pesaran, 2001: 688-689).

3.3.1.3. En Çok Olabilirlik Tahmini

GMM tahminine bir alternatif en çok olabilirlik tahminidir. Bu yöntemde hem bireysel etkiler α_i hem de özdeş artıklar ε_{it} 'nin normal dağıldığı varsayılmaktadır (Matyas, 2008: 270-271).

$$L_{NT}(\delta, \beta, \sigma_\alpha^2, \sigma_\varepsilon^2 | y_0, X) = -\frac{NT}{2} \ln 2\pi - \frac{N}{2} \ln \det(\Omega) - \frac{1}{2} \sum_i u_i' \Omega^{-1} u_i \quad (29)$$

$$u_i' = (y_{i1} - \delta y_{i0} - x_{i1}'\beta, \dots, y_{iT} - \delta y_{i,T-1} - x_{iT}'\beta)$$

$$\sum = \sigma_\varepsilon^2 [W_N + (1/\theta)B_N]$$

Koşulsuz En Çok Olabilirlik tahmincisini göstermek için aşağıdaki model dikkate alınsın:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x_{i1}' + z_i^* \gamma^* + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (30)$$

Başlangıç değerleri

$$y_{i0} = \varphi z_i + u_{i0}$$

$$\alpha_i = \Psi u_{i0} + \zeta_i$$

Burada ζ_i , u_{i0} 'dan bağımsızdır. Bu modelde, $(u_{i0}, \zeta_i, \varepsilon_{i1}, \dots, \varepsilon_{iT})$ i.i.d. $N(0, \text{diag}(\sigma_u^2, \sigma_\zeta^2, \sigma_\varepsilon^2 e_T'))$ ve en çok olabilirlik fonksiyonu

$$\begin{aligned}
& L_{NT}(\delta, \beta, \gamma, \Psi, \varphi, \sigma_u^2, \sigma_\varepsilon^2, \sigma_\zeta^2) \\
&= -\frac{N(T+1)}{2} \ln 2\pi - \frac{N}{2} \ln \sigma_u^2 - \frac{1}{2\sigma_u^2} \sum_i u_{i0}^2 - \frac{N}{2} \ln \det(\Omega) \\
&- \frac{1}{2} \sum_i u_i^{*'} \Omega^{-1} u_i^* \tag{31}
\end{aligned}$$

$$u_i^{*'} = (y_{i1} - \delta y_{i0} - \beta x_{i1} - \gamma z_i - \varphi u_{i0}, \dots, y_{iT} - \delta y_{iT} - \beta x_{i,T-1} - \gamma z_i - \varphi u_{i0})$$

$$u_{i0} = y_{i0} - \varphi z_i$$

Birinci derece koşulları aşağıdaki gibidir:

$$\frac{\partial L}{\partial \delta} = \frac{1}{\sigma_\varepsilon^2} \sum_i y_{i,-1} W_N u_i^* + \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} \sum_i y'_{i,-1} B_N u_i^* = 0 \tag{32}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = \frac{1}{\sigma_\varepsilon^2} \sum_i x'_i W_N u_i^* + \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} \sum_i x'_i B_N u_i^* = 0 \tag{33}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \gamma} = \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} \sum_i z_i e'_T u_i^* = 0 \tag{34}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \varphi} = \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} \sum_i u_{i0} e'_T u_i^* = 0 \tag{35}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \Psi} = \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} \sum_i \varphi z_i e'_T u_i^* + \frac{1}{\sigma_u^2} \sum_i z_i u_{i0} = 0 \tag{36}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \sigma_\varepsilon^2} = -\frac{N(T-1)}{2\sigma_\varepsilon^2} + \frac{1}{2\sigma_\varepsilon^4} \sum_i u_i^{*'} W_N u_i^* = 0 \tag{37}$$

$$\frac{\partial L}{\partial (\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} = -\frac{N}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)} + \frac{1}{(\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\zeta^2)^2} \sum_i u_i^{*'} B_N u_i^* \tag{38}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \sigma_u^2} = -\frac{N}{2\sigma_u^2} + \frac{1}{2\sigma_u^4} \sum_i u_{i0}^2 = 0 \tag{39}$$

3.3.2. Varsayımdan Sapmalar ve Karşılaşılan Problemler

Dinamik Panel Veri Modelleri'nde karşılaşılan problemlerin başında değişen varyans problemi, otokorelasyon problemi, içsellik ve zayıf araçlar problemi gelmektedir.

3.3.2.1. Değişen Varyans Problemi

Dinamik panel veri modellerinde karşılaşılabilecek problemlerden biri değişen varyanstır. Modelde değişen varyans probleminin varlığı durumunda elde edilen tahminciler etkinlik özelliğini kaybetmektedirler (Tatoğlu, 2018: 138-139). Ahn ve Schmidt (1995), v_{it} 'nin sabit varyanslı olması durumunda ilave moment koşullarının olduğunu ifade etmişlerdir.

$$E(v_{it}^2) = \sigma_i^2, \quad t = 2, \dots, T \quad (40)$$

Moment koşulları;

$$E(y_{i,t-2}\Delta v_{i,t-1} - y_{i,t-1}\Delta v_{i,t}) = 0, \quad t = 4, \dots, T \quad (41)$$

T-3 tane ortogonal kısıtlamaları göstermekte ve Z_i araç değişkenler matrisine T-3 tane sütun eklenmektedir.

$$Z'_{Hi} = \begin{pmatrix} y_2 - y_3 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & y_3 - y_4 & \dots & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 0 & y_{T-2} - y_{T-1} \end{pmatrix}$$

3.3.2.2. Otokorelasyon Problemi

Dinamik panel veri modellerinde karşılaşılabilecek problemlerden bir diğeri otokorelasyondur. GMM tahmincilerinin etkinliğinin sağlanabilmesi için dinamik panel modellerinde ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. Bununla birlikte, birinci dereceden otokorelasyon modelin yapısı gereği ortaya çıkabilir. Ancak, ikinci dereceden otokorelasyonun ortaya çıkmaması önemlidir.

3.3.2.3. İçsellik ve Zayıf Araçlar Problemi

Dinamik panel veri modellerinde araştırılması gereken diğer bir problem içsellik ve zayıf araçlar problemidir. İçsellik problemi, gecikmeli bağımlı değişkenin modelde açıklayıcı değişken olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Bu problemi ortadan kaldırmak için araç değişken kullanılmaktadır. Ortogonal moment koşulunu ele alalım;

$$E(y_{i,t-s}\Delta v_{it}) = 0 \quad , t = 3, \dots, T, \quad s \geq 2 \quad (42)$$

$$\Delta y_{i2} = \pi y_{i1} + r_i, \quad i = 1, \dots, N$$

δ 'nın veya μ_i 'nin varyansının büyük olması durumunda, π indirgenmiş form katsayısının EKK tahmini rassal olarak sifıra yakın olabilir. Böyle bir durumda, y_{i1} araç değişkeni Δy_{i2} ile zayıf korelasyonludur.

Araç değişkenler regresyonunun ilk aşamasındaki F istatistiği 1 serbestlik dereceli Ki-Kare dağılımı göstermektedir. Böylelikle, konsantrasyon parametresi merkezi olmayan parametresine denk gelmektedir. Sonuç olarak, τ sifıra yaklaştığında araç değişkenlerin performansı bozulmaktadır. Durağanlık varsayımının sağlanması koşuluyla, AR modeli açısından τ aşağıdaki gibidir;

$$\tau = \frac{(\sigma_v^2 k)^2}{\sigma_u^2 + \sigma_v^2 k} \quad (43)$$

Burada,

$$k = \frac{(1 - \delta)^2}{1 - \delta^2}$$

$\delta \rightarrow 1$ iken AR(1)'deki δ 'nın GMM tahmincisinin performansı kötüleşmektedir. Ayrıca, σ_v^2 'nin değerindeki azalma ve σ_u^2 'nin değerindeki artış, bu performansın kötüleşmesine neden olan faktörlerdir. δ , 1 değerine yaklaştığında veya σ_u^2/σ_v^2 yüksek olduğunda ilave moment koşulları önem taşımaktadır (Tatoğlu, 2018: 138-139).

3.3.3. Dinamik Panel Veri Modellerinde Testler

Dinamik Panel Veri Modelleri'nde İçsellik Testleri, Aşırı Tanımlama Kısıtları testleri, Otokorelasyon Testleri, Wald Test modelin tahmin edilmesi için kullanılmaktadır. İki aşamalı GMM tahminci, bir aşamalı GMM tahmincilerini otokorelasyon ve heteorskedasiteye karşı düzeltmektedir. Fakat iki aşamalı GMM'den elde edilen standart hatalar ciddi olarak aşağıya doğru sapmalı olmaktadır. Bu nedenle standart hataların düzeltilmesi gerekmektedir (Windmeijer (2005) çalışmasında küçük örnek düzeltmesi önermiştir) (Tatoğlu, 2013).

3.3.3.1. İçsellik Testleri

Dinamik panel veri modellerinde değişkenlerin içselliğinin test edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla χ^2 dağılan Durbin'in Score testi (1954) ve F dağılımı gösteren Wu-Hausman testi (Wu, 1973; Hausman, 1978) kullanılmaktadır. Bu testlerde sıfır hipotezi 'değişkenler dışsaldır' şeklindedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi durumunda, değişkenlerin içseldir ve elde edilen tahminciler sapmalı ve tutarsız olmaktadır. Bu durumda, içsel değişkenler yerine araç değişkenler kullanılması gerekmektedir (Tatoğlu, 2012: 98).

$$y = X\beta + u \quad (44)$$

Dışsallık için;

$$E(u|X) = 0 \quad (45)$$

Panel veri modellerinde açıklayıcı değişkenler artıklarla korelasyonsuz olsa da, μ_i ile korelasyonlu olabilir. Bu durum içsellik problemine yol açmaktadır. Bu durumda içsel değişkenler yerine araç değişkenlerin kullanılması ve 2 aşamalı en küçük kareler (2SLS) yöntemi ile tahmin edilmesi gerekmektedir (Hausman, 1978).

Durbin-Wu-Hausman test istatistiği aşağıdaki gibidir (Wooldridge, 2010):

$$(\hat{\beta}_{2SLS} - \hat{\beta}_{EKK})' [var(\hat{\beta}_{2SLS}) - var(\hat{\beta}_{EKK})]^{-1} (\hat{\beta}_{2SLS} - \hat{\beta}_{EKK}) \quad (46)$$

Sıfır hipotezi;

$$H_0: E(\mu_i | X_{i1}, \dots, X_{iT}, Z_i) = 0$$

şeklindedir ve k (açıklayıcı değişken sayısı) serbestlik dereceli χ^2 dağılımı göstermektedir.

3.3.3.2. Aşırı Tanımlama Kısıtlarının Testleri

Aşırı tanımlama kısıtlarının, diğer bir ifadeyle araç değişkenlerin geçerliliğinin test edilmesinde Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen Sargan testi kullanılmaktadır. Bu test istatistiği aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$s = \Delta\hat{u}Z(\sum_{i=1}^N Z_i'\Delta\hat{u}_i\hat{u}_i'Z_i)^{-1}Z'\Delta\hat{u} \sim \chi_{p-k-1}^2 \quad (47)$$

Burada $Z_i = \text{diag}(Y_{i1}, \dots, Y_{is})$ ve $(s = 1, \dots, T - 2)$ 'dir ve $\Delta\hat{u}$ 2SLS tahmininden elde edilen artıklardır. p ise Z 'nin sütun sayısını göstermektedir.

Genelleştirilmiş Momentler Sistem tahmininde, modele ilave edilen araç değişkenlerin geçerliliği Fark-Sargan testi ile incelenmektedir. Bu test, Genelleştirilmiş Momentler Sistem ve Genelleştirilmiş Momentler Fark tahminlerinden hesaplanan Sargan testleri arasındaki farka dayanmaktadır. Değişen varyans durumunda ise Fark-Hansen testi kullanılmaktadır. Sonuç olarak, aşırı tanımlama kısıtlarının test edilmesinde Sargan testi ve Fark-Sargan testleri, dirençli tahmincilerin varlığında ise Wooldridge'nin dirençli score testi ve Fark-Hansen testleri kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 99).

3.3.3.3. Otokorelasyon Testi

Dinamik panel veri modelinde otokorelasyonun varlığını test etmek için Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen test kullanılmaktadır. Bu testte sıfır hipotezi 'birinci fark modelinin artıkları için ikinci dereceden otokorelasyon yoktur' şeklindedir. Genelleştirilmiş Momentler tahmincisinin etkin olabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. (48) numaralı denklemi ele alalım:

$$Y_{it} = \alpha Y_{i,t-1} + \beta X_{it}^* + \mu_i + u_i \quad (48)$$

Burada $X_{it} = (Y_{it}, X_{it}^*)$ kısıtlaması yapılmaktadır ve $v_{it} = (\mu_i + u_i)$ otokorelasyonsuzdur.

(48) numaralı modele ilişkin birinci fark modeli;

$\Delta Y = \Delta X\delta + \Delta u$ şeklindedir. Artıklar ise $\hat{u} = \Delta Y - \Delta X\hat{\delta} = v - (\hat{\delta} - \delta)$ şeklindedir. $\hat{\delta}$, δ 'nın Genelleştirilmiş Momentler tahmincisidir.

v_{it} otokorelasyonsuzdur ve birinci dereceden otokorelasyonun olması beklenen bir durumdur. Bununla birlikte, ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. İkinci dereceden otokorelasyonu test etmek için birinci farklar modelinden elde edilen artıklar kullanılmaktadır. Arellano ve Bond tarafından önerilen test istatistiği aşağıdaki gibidir:

$$m_2 = \frac{\hat{u}_{-2}\hat{u}}{\hat{u}^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (49)$$

Burada, \hat{u}_{-2} iki kere gecikmesi alınmış artıkların vektörüdür (Tatoğlu, 2012: 101).

3.3.3.4. Wald testi

Panel veri modellerinde spesifikasyon için genelleştirilmiş Wald testi kullanılabilir. Test için kısıtlamalar çok boyutlu fonksiyon $h(\gamma_0) = 0$ ile verilmektedir. $\partial h(\gamma)/\partial \gamma$ 'nin rankı 'r'; γ sabit ve y ise γ_0 'ın kısıtsız tahminini göstermektedir. W r serbestlik dereceli χ^2 dağılımına uymaktadır (Tatoğlu, 2013).

GMM Wald testleri, Windmeijer'in (2005) varyans düzeltmesini kullanır, çünkü iki aşamalı GMM varyans tahmincilerinin büyük ölçüde aşağı yönlü eğilimli olduğu iyi bilinmektedir (Arellano ve Bond, 1991). Sabit hariç tüm katsayıların sıfır olduğu H_0 hipotezi Wald istatistiğini göstermektedir. Modelin bütün olarak anlamlı olup olmadığını göstermektedir.

3.4. TAHMİN SONUÇLARI

Bu bölümde her bir ekonomi grubu için finansal gelişme ölçütleri çerçevesinde banka sektörü ve hisse senedi piyasaları için tahmin edilmiş bulgulara yer

verilecektir. Daha sonra ülke grupları birbiri ile karşılaştırılacak ve yakınsama hipotezi çerçevesinde çıkarımlar yapılacak ve önerilerde bulunulacaktır.

3.4.1. AB Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması

Bu bölümde AB üyesi ülkeler arasındaki finansal yakınsamayı belirlemek amacıyla dinamik panel veri analizi modelinden yararlanılacaktır. AB ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla ilk olarak Arellano ve Bover, Blundell ve Bond'un Sistem Genelleştirilmiş Momentler tahmincisinden yararlanılmıştır. Tahminlemede, araç değişkenlerin hata terimi ile ilintisiz olması gerekliliğine tekabül eden doğrusal moment koşulları kullanılmıştır. Bu koşulların ekonomik anlamı, araç değişkenlerin bağımlı değişkeni ancak açıklayıcı değişkenler aracılığıyla etkileyebilmesi, yani bağımlı değişken üzerinde bağımsız bir etkiye sahip olamayacağıdır. Başka bir ifadeyle yatay kesitsel büyüme regresyonları bağlamında, moment koşulları, bağımlı değişkeni yalnızca finansal gelişme göstergeleri ve veri setindeki kontrol değişkenler aracılığıyla etkileyebileceği anlamına gelmektedir (Beck vd., 1999). Enflasyon oranı ve büyüme oranı hariç diğer tüm değişkenler doğal logaritması alınarak modellere dahil edilmiştir. Banka piyasası açısından, AB ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan 3.1 ve 3.2 modelleri model tanımlama kısmında belirtilmiştir.

Tablo 4: AB Ülkeleri İçin Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	LS	ÖSYK	BKO	BDH	MBV	DBV	BK	LERNER	BO	DA	KGSYIH	ENF
Ortalama	92.86048	75.73950	44.73005	51.67625	2.515142	87.12886	26.19679	0.204551	21.46311	108.6574	2.547878	6.377380
Medyan	65.16240	71.93405	34.55397	42.55617	0.564851	85.58310	9.888550	0.211241	19.60078	90.50092	2.562055	2.191791
Maksimum	874.4180	200.1613	208.0413	341.2360	49.11393	208.4913	198.2317	0.445280	54.99897	399.7013	11.15796	359.8729
Minimum	17.68520	4.248940	0.225931	0.154789	0.000229	11.61207	0.021577	-0.433804	7.134733	36.92241	-6.383617	-0.998133
Standard Sapma	115.4193	41.18223	38.68013	48.22305	5.040247	42.32840	35.15270	0.099610	8.283296	61.12862	2.729918	26.12058
Çarpıklık	4.968925	0.590037	1.311439	1.850310	4.928465	0.348244	1.907409	-1.026242	1.348226	1.935518	0.156818	11.53244
Basıklık	29.49219	2.951084	4.729320	9.340111	38.42027	2.605137	7.023430	9.389164	5.388771	7.650899	3.809616	152.2435
Jarque-Bera	7472.237	13.01972	92.12036	502.9883	12616.38	5.982786	286.9144	420.3184	116.7937	341.7472	7.035901	212852.4
Olasılık	0.000000	0.001489	0.000000	0.000000	0.000000	0.050217	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.029660	0.000000

Tablo 4'te, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Statada işleyebilmek için tüm tahminlerde ve tablolarda ondalık ayırıcı nokta olarak alınmıştır. Tablo 4'e göre, bankacılık sektörü açısından bakıldığında, AB ülkeleri için likidite yükümlülüğünün GSYİH'ya oranının 1994-2017 dönemine ilişkin ortalamasının %92.86 ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranının ortalamasının %75.73 olduğu görülmektedir. Sermaye piyasası açısından, ele alınan dönem için AB ülkelerinin borsa işlem hacminin GSYİH'ya oranı ortalama %44.73 ve borsa devir hızının GSYİH'ya oranı ise ortalama %51.67'dir. AB ülkelerinde merkez bankası varlıklarının GSYİH'ya oranının ele alınan döneme ilişkin ortalaması %2.51, mevduat bankası varlıklarının GSYİH'ya oranının ortalaması %87.12'dir. Ayrıca, 1994-2017 döneminde AB ülkelerinin dışa açıklık oranının ortalama %108.65, kişi başına düşen GSYİH büyüme oranının %2.54 ve enflasyon oranının %6.37 olduğu görülmektedir. Çarpıklık değerleri incelendiğinde, LERNER değişkeninin çarpıklık değerinin negatif, diğer değişkenlerin çarpıklık değerlerinin ise pozitif olduğu görülmektedir. Buna göre, LERNER değişkeni sola çarpık, diğer değişkenler ise sağa çarpıktır. ÖSYK ve DBV değişkenlerinin basıklık değerleri 3'den küçük, diğer değişkenlerin basıklık değerlerinin ise 3'den büyük olduğu görülmektedir. Buna göre, ÖSYK ve DBV değişkenleri basık, diğer değişkenler ise sivri bir dağılıma sahiptir.

Model tahmin aşamasına geçilmeden önce, değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesi gerekmektedir. Durağan olmayan serilerle yapılacak tahminler, sahte regresyon problemine yol açacaktır. Panel veri analizinde birim kök testleri birinci nesil ve ikinci nesil panel birim kök testleri olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Birinci nesil panel birim kök testleri yatay kesitler arasındaki bağımlılığı dikkate almazken, ikinci nesil panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığını dikkate almaktadır. Bu doğrultuda, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin yatay kesit bağımlılığını incelemek amacıyla Breusch-Pagan LM, Pesaran CD LM1, Pesaran CD LM2 ve Pesaran CD testleri uygulanmıştır. Bu testlerde sıfır hipotezi, yatay kesitler arasında bağımlılık olmadığını, alternatif hipotez ise yatay kesit bağımlılığının olduğunu ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, %5 önem seviyesinde söz konusu testlere ilişkin sıfır hipotezinin reddedilmesi durumunda, değişkende yatay kesit bağımlılığının olduğunu söyleyebiliriz. $T > N$ olması durumunda Breusch-Pagan LM

testi, $N>T$ olması durumunda, Pesaran CD testi kullanılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları EK1’de Tablo 4’de yer almaktadır.

EK 1’de yer alan Tablo 4’deki sonuçlara göre, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYIH ve ENF değişkenleri için uygulanan Breusch-Pagan LM, Pesaran CD LM1, Pesaran CD LM2 ve Pesaran CD testlerinde sıfır hipotezinin %5 önem seviyesinde reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, söz konusu değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır. Bu durumda, değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesi için yatay kesit bağımlılığına izin veren ikinci nesil panel birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir. Bu nedenle, çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlıkları Pesaran CADF birim kök testi ile araştırılmıştır. Sonuçlara EK 2’de yer alan Tablo 5’de yer verilmektedir.

EK 2’de yer alan Tablo 5’de yer alan Pesaran birim kök test sonuçları incelendiğinde, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYIH, ENF, LERNER, BO değişkenlerinin düzey değerlerinde durağan olduğu ifade edilebilir.

AB ülkelerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan modellerde homojenliği sınamak amacıyla Pesaran ve Yamagata’nın (2008) geliştirmiş oldukları Delta testi uygulanmıştır. Bu teste ilişkin sıfır hipotezi, tüm eğim katsayılarının yatay kesit birimler karşısında özdeş olduğunu, alternatif hipotez ise eğim katsayılarının yatay kesit birimlere göre farklılaştığını varsaymaktadır. Sonuçlar EK 3’de bulunan Tablo 6’da yer almaktadır.

EK 3’de bulunan Tablo 6’da yer alan homojenlik test sonuçları incelendiğinde, bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı ve sermaye piyasası açısından koşullu finansal yakınsamayı ortaya koymak amacıyla oluşturulan modeller için %5 önem seviyesinde tüm eğim katsayılarının yatay kesit birimler karşısında özdeş olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin reddedilemediği görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, tüm modeller için eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade etmektedir.

Model tahminine geçmeden önce gözlenemeyen heterojenliğin anlamlılığını test etmek amacıyla çalışmada, F testi ve Breusch-Pagan LM testinden yararlanılmıştır. F testi, sabit etkiler modelinde gözlenemeyen heterojenliği test ederken, Breusch-Pagan LM testi rassal etkiler modelinde gözlenemeyen heterojenliği test etmektedir. EK 4’de yer alan Tablo 7’de bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından gözlenemeyen heterojenliği incelemek amacıyla uygulanan F testi ve Breusch-Pagan LM testi sonuçları yer almaktadır.

EK 4’de bulunan Tablo 7’de yer alan F testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için birim etkilerin sıfıra eşit olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin varlığını ortaya koymaktadır.

Sistem GMM yönteminin uygulanabilmesi için birimler arası korelasyonun olmaması gerekmektedir. Tezde model bazında birimler arası korelasyonu incelemek amacıyla Friedman’ın yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Bu test $N > T$ olması durumunda kullanılmaktadır. EK 5’de bulunan Tablo 8’de modellere ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, birimler arası korelasyonun olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin reddedilemediği görülmektedir. Bu sonuç, tüm modeller için birimler arası korelasyonun olmadığını ortaya koymaktadır.

Ek’te Tablo 7’deki Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı belirlemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için rassal birim etkilerin varyansının sıfır olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin geçerli olduğunu ifade etmektedir.

Bankacılık Sektörü ile ilgili Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6 Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12 ve Model 13 Model 14’e ye ilişkin birimler arası korelasyonsuz sabit parametreleri heterojen, eğim katsayıları homojen Arellano ve Bover, Blundell ve Bond’un İki Aşamalı

Sistem Genelleştirilmiş Momentler tahmin sonuçları Tablo 5'te yer almaktadır. Tablo 5'te yer alan sonuçlara göre, bir dönem gecikmeli likidite yükümlülüğü değişkeninin (LS(-1)) katsayısı tüm modellerde 0 ile 1 arasında yer almaktadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç bankacılık sektörü açısından AB ülkelerinde güçlü bir yakınsama olduğunu göstermektedir. Model 1'de koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8827 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi ile birlikte, koşulsuz yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı ifade edilebilir. Merkez bankası varlıkları değişkeninin (MBV) katsayısı tüm modellerde Model 6, Model 7 hariç negatif ve Model 4, Model 5, Model 6, Model 7 hariç %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olarak elde edilmiştir. Buna göre, merkez bankası varlıklarındaki artış likidite yükümlülüğünün azalmasına neden olmaktadır. Buna karşın, mevduat bankası varlıkları (DBV) değişkeninin katsayısı tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, mevduat bankası varlıklarındaki artış likidite yükümlülüğünün artmasına imkân sağlamaktadır. Dışa açıklığın likidite yükümlülüğü üzerinde %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisi bulunmaktadır. Kişi başına GSYİH büyüme oranının ise negatif etkileri söz konusudur. Enflasyon oranı ile likit yükümlülükler arasında da negatif etki söz konusudur. Yüksek enflasyon likit yükümlülükleri azaltma yönünde etkide bulunduğu ekonomik beklentilerle uyumludur.

Çalışmada, literatürden farklı olarak, bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı etkilediği düşünülen Lerner indeksi modellere eklenerek literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır. Bankacılık sektörü açısından, Lerner endeksinin dahil edilerek oluşturulan Model 7'ye göre Lerner indeksinin eklenmesi ile bağımlı değişkenin LS olduğu bankacılık sektöründeki modellerde finansal yakınsama hızı yavaşlamaktadır. Bunun yanında Lerner indeksi LS üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Avrupa ülkelerindeki bankaların faaliyetlerini coğrafi kapsam ve iş kolları açısından çeşitlendirdiği, risk yönetimlerini geliştirdiği, rekabetin ve konsolidasyonun arttığı göz önüne alındığında yakınsamanın kontrol değişkenlerle birlikte artış göstermesi olağan görünmektedir.

Tablo 5: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: LS, ÖSYK)- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin Sonuçları (AB Ülkeleri)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14
Sabit	0.2473*** (0.000)	0.2391*** (0.000)	0.1506*** (0.000)	-0.0310*** (0.009)	0.0130 (0.637)	0.0714*** (0.004)	0.0842 (0.002)	0.4292*** (0.000)	0.4195*** (0.000)	0.0598*** (0.000)	0.0852*** (0.000)	0.0892*** (0.000)	0.1756*** (0.000)	0.1056*** (0.008)
LS (-1)	0.8827*** (0.000)	0.8861*** (0.000)	0.8514*** (0.000)	0.7989*** (0.000)	0.7913*** (0.000)	0.7875*** (0.316)	0.7954*** (0.000)							
ÖSYK(-1)								0.7813*** (0.000)	0.7850*** (0.000)	0.4745*** (0.000)	0.4831*** (0.000)	0.4746*** (0.000)	0.4657*** (0.000)	0.3781*** (0.000)
MBV		-0.0040*** (0.000)	-0.0048** (0.000)	-0.0018 (0.170)	-0.0007 (0.536)	0.0011 (0.316)	0.0027 (0.085)		-0.0078*** (0.000)	-0.0138 (0.000)	-0.0143** (0.000)	-0.0138** (0.000)	-0.0111*** (0.000)	-0.0118*** (0.000)
DBV			0.0800*** (0.000)	0.1041*** (0.000)	0.0800*** (0.000)	0.0517*** (0.000)	0.0452*** (0.000)			0.4809*** (0.000)	0.4722*** (0.000)	0.4745*** (0.000)	0.4442*** (0.000)	0.5659*** (0.000)
DA				0.1170*** (0.000)	0.1296*** (0.000)	0.1362*** (0.000)	0.1260*** (0.000)				-0.0116 (0.092)	-0.0069 (0.615)	-0.0057 (0.665)	-0.0187 (0.237)
KGSYİH					-0.0042*** (0.002)	-0.0066*** (0.000)	-0.0065*** (0.000)					-0.0014*** (0.000)	-0.0048*** (0.000)	-0.0039*** (0.000)
ENF						-0.0008*** (0.000)	-0.0008*** (0.000)						-0.0010*** (0.000)	-0.0009*** (0.000)
LERNER							0.0257 (0.122)							0.0738*** (0.001)
AR(1)	-1.65	-1.71	-1.79	-1.68	-1.46	-1.33	-1.39	-2.55***	-2.56***	-2.48***	-2.46***	-2.47***	-2.46***	-2.01***
AR(2)	-1.68	-1.67	-1.67	-1.74	-1.75	-1.79	-1.78	-0.02	-0.14	0.85	0.79	0.82	0.35	0.36
Hansen	27.48	27.35	27.24	27.45	26.99	27.21	25.42	27.87	27.87	27.41	27.71	27.52	27.50	23.94
Fark Hansen	-0.38	-0.34	-0.03	0.24	0.16	0.71	-0.77	0.13	0.13	1.01	1.28	1.27	1.26	0.39
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

GMM yönteminde, oluşturulan modelin geçerliliğini ortaya koymak amacıyla bir takım testler kullanılmaktadır. Söz konusu testler, araç değişkenlerin geçerliliğine ve aşırı tanımlama kısıtlamalarına, modelde ikinci dereceden otokorelasyona ve modelin bütün olarak anlamlı olduğuna ilişkindir. Oluşturulan modellerin altında, her bir modele ilişkin araç değişkenlerin geçerliliğine ve aşırı tanımlama kısıtlamalarına yönelik Hansen ve Fark Hansen testleri ile otokorelasyonun testine yönelik Arellano ve Bond'un otokorelasyon testi olan AR(1) ve AR(2) ve modelin bütün olarak anlamlılığına ilişkin Wald test sonuçlarına yer verilmiştir.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6 Model 7'ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin reddedildiği, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olmadığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle modellerde kullanılan araç değişkenler geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir.

Arellano ve Bond (1991) tarafından dinamik panel veri modellerinde otokorelasyonu test etmek amacıyla önerilen test, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı şeklindeki sıfır hipotezini test etmektedir. GMM tahmincisinin etkin olabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6 Model 7'ye ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir.

Tablo 5'te yer alan sonuçlara göre, özel sektöre verilen yurtiçi krediler değişkeninin bir dönem gecikmeli değişkeninin (ÖSYK(-1)) katsayısı tüm modellerde (Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14) 0 ile 1 arasındadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, özel sektöre verilen krediler açısından bankacılık sektöründe güçlü bir finansal yakınsama söz konusudur. En yüksek yakınsama katsayısı ve dolayısıyla en düşük yakınsama hızı Model 9'a aittir. Buna göre, koşulsuz yakınsama katsayısı

0.7813 olarak elde edilmiştir. Ardından modele kontrol değişkenler ilave edilerek koşullu yakınsama katsayıları elde edilmiştir. İlave edilen kontrol değişkenlerinin yakınsama katsayısını azalttığı, dolayısıyla yakınsama hızını arttırdığı görülmektedir. Merkez bankası varlıkları (MBV) değişkeninin katsayısı tüm modellerde negatif ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buna karşın, mevduat bankası varlıklarının (DBV) da özel sektöre verilen kredileri arttırıcı ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi söz konusudur. Bununla birlikte, dışa açıklığın özel sektöre verilen krediler üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı ifade edilebilir. Kişi başına düşen GSYİH büyümesinin ve enflasyon oranının ise negatif etkisi mevcuttur. Olumlu makroekonomik koşullar, hanehalkının borçlanma kapasitesini arttırarak ve temerrüt oranları olasılığını azaltarak kredi büyümesini etkilediğinden özel sektöre verilen kredilerle enflasyon arasında negatif ilişki olması beklenen bir sonuçtur.

Çalışmada, literatürden farklı olarak, bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı etkilediği düşünülen Lerner endeksi modellere eklenerek literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır. Bankacılık sektörü açısından, Lerner endeksinin dahil edilerek oluşturulan model 14'e göre Lerner endeksinin eklenmesi ile bağımlı değişkenin ÖSYK olduğu bankacılık sektöründeki modellerde finansal yakınsama katsayısı düşmekte dolayısıyla finansal yakınsama hızı artmaktadır. Lerner endeksi ÖSYK'yı pozitif etkilemektedir.

Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12 Model 13 ve Model 14'e ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Diğer bir ifadeyle modellerde kullanılan araç değişkenler geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir.

Arellano ve Bond (1991) tarafından dinamik panel veri modellerinde otokorelasyonu test etmek amacıyla önerilen test, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı şeklindeki sıfır hipotezini test etmektedir. GMM tahmincisinin etkin olabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. Model 8,

Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14'e ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla GMM tahmincileri etkindir. Modeli bütün olarak test eden Wald testi olasılık değerleri sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Sermaye piyasası açısından, AB ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6 Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12'ye ilişkin sonuçlar Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6'daki sonuçlara göre, gecikmeli BKO (Borsa İşlem Hacmi) değişkeninin katsayısı 0 ile 1 arasında yer almaktadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, AB ülkelerinde sermaye piyasası açısından finansal yakınsama söz konusudur. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.7382 olarak bulunmuştur. Kontrol değişkenlerin ilave edilmesi ile birlikte, koşullu yakınsama katsayısının düştüğü ve dolayısıyla yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonunun borsa işlem hacmi üzerindeki etkisine bakıldığında, tüm modellerde %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve borsa işlem hacmini arttırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Dışa açıklık borsa işlem hacmi üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Benzer şekilde, enflasyon oranının ve kişi başına GSYİH'nin da borsa işlem hacmi üzerinde pozitif ve anlamlı etkileri bulunmaktadır.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6'ya ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, modellerde kullanılan araç değişkenler geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Modelde kullanılan Wald test sonuçlarına göre modeller bir bütün olarak anlamlıdır.

Arellano ve Bond (1991) tarafından dinamik panel veri modellerinde otokorelasyonu test etmek amacıyla önerilen test, ikinci dereceden otokorelasyonun

olmadığı şeklindeki sıfır hipotezini test etmektedir. GMM tahmincisinin etkin olabilmesi için, ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6'ya ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir.

Tablo 6'da yer alan sonuçlara göre, gecikmeli borsa devir hızı değişkeninin tüm modellerde 0 ile 1 arasında değer aldığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, borsa devir hızı AB ülkelerinde zamanla yakınsamaktadır. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8316 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi ile birlikte, koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı, yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonu (BK) değişkeninin de borsa devir hızını arttırıcı ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır. Dışa açıklığın borsa devir hızı üzerinde negatif, enflasyon oranının ve kişi başına GSYİH büyüme oranının ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi bulunmuştur. Enflasyon artışı makro ekonomik koşullarda bozulma anlamına geldiğinden borsa piyasasını olumsuz etkilemektedir (Ayaydın, 2012).

Model 7, Model 8, Model 9, Model 10 Model 11 ve Model 12'ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, modellerde kullanılan araç değişkenler geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir.

Tablo 6: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: BKO, BDH)- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin Sonuçları (AB Ülkeleri)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
Sabit	0.4292*** (0.000)	0.5120*** (0.000)	-0.0206 (0.831)	0.0159 (0.808)	0.0550 (0.527)	0.3105*** (0.007)	0.2096*** (0.000)	0.4075*** (0.000)	1.6632*** (0.000)	1.7240*** (0.000)	1.5927*** (0.000)	1.2506*** (0.000)
BKO(-1)	0.7382*** (0.000)	0.5771*** (0.000)	0.5151*** (0.000)	0.5922*** (0.000)	0.6038*** (0.000)	0.5574*** (0.000)						
BDH(-1)							0.8316*** (0.000)	0.4312*** (0.000)	0.3389*** (0.000)	0.3405*** (0.000)	0.3473*** (0.000)	0.3327*** (0.000)
BK		0.1621*** (0.000)	0.2205*** (0.000)	0.2030*** (0.000)	0.1998*** (0.000)	0.2146*** (0.000)		0.4202*** (0.000)	0.4052*** (0.000)	0.4095*** (0.000)	0.4220*** (0.000)	0.4409*** (0.000)
DA			0.2835*** (0.000)	0.1843*** (0.000)	0.1527*** (0.000)	0.1015*** (0.059)			-0.5542*** (0.000)	-0.6019*** (0.000)	-0.5586*** (0.000)	-0.4537*** (0.000)
KGSYİH				0.0271*** (0.000)	0.0289*** (0.000)	0.0224*** (0.000)				0.0106*** (0.000)	0.0156*** (0.000)	0.0214*** (0.000)
ENF					0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)					0.0021*** (0.000)	0.0019*** (0.000)
BO						-0.0042*** (0.000)						0.0055*** (0.000)
AR(1)	-3.12***	-2.90***	-2.42***	-2.89***	-2.93***	-2.37***	-2.32	-1.93	-1.96	-1.83	-2.00	-2.08***
AR(2)	-1.31	-1.75	-1.05	-0.29	-0.26	-0.05	-1.13	-0.89	-0.69	-1.06	-1.12	-1.22
Hansen	27.88	27.80	27.12	26.02	25.06	21.25	27.90	27.18	26.33	24.97	23.80	24.59
Fark Hansen	0.07	-0.05	-0.27	-0.17	-1.03	-0.44	0.03	-0.11	0.49	0.24	-1.29	1.28
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

Arellano ve Bond (1991) tarafından dinamik panel veri modellerinde otokorelasyonu test etmek amacıyla önerilen test, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı şeklindeki sıfır hipotezini test etmektedir. GMM tahmincisinin etkin olabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyonun olmaması gerekmektedir. Model 7, Model 8, Model 9, Model 10 Model 11 otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olmadığı sadece Model 12’ de birinci dereceden otokorelasyon olduğu, ve tüm modellerde ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Wald test sonuçlarına göre modeller bütün olarak anlamlıdır.

Borsa oynaklığının ilave edildiği model 6’da, sermaye piyasası açısından AB ülkelerinde güçlü bir yakınsama olduğu görülmektedir. Aynı zamanda, borsa oynaklığı AB ülkelerinde bağımlı değişkenimizin borsa işlem hacmi olduğu modellerde finansal gelişme katsayısını düşürerek finansal yakınsama hızını arttırmaktadır.

Borsa oynaklığının ilave edildiği model 12’de, sermaye piyasası açısından AB ülkelerinde güçlü bir yakınsama olduğu görülmektedir. Aynı zamanda, borsa oynaklığı AB ülkelerinde bağımlı değişkenimizin borsa devir hızı olduğu modellerde finansal gelişme katsayısını az da olsa düşürerek finansal yakınsama hızını hızlandırmaktadır. Borsa oynaklığı, borsa işlem hacmi üzerinde negatif ve borsa devir hızı üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır.

3.4.2. OECD Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması

Bu başlık altında, OECD ülkelerinde 1994-2017 döneminde bankacılık ve sermaye piyasası ölçütleri bakımından finansal yakınsamanın varlığı incelenecektir. Bu amaçla tahmin edilecek modeller, 3.1. nolu bölümde olduğu gibi, banka piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere iki grup şeklinde oluşturulmuştur. OECD ülkeleri için finansal yakınsamayı ölçmek amacıyla kullanılan değişkenler, likidite yükümlülüğünün GSYİH’ya oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH’ya oranı, Merkez Bankası varlıklarının GSYİH’ya oranı, mevduat Bankası varlıklarının

GSYİH'a oranı, Lerner endeksi, borsa işlem hacmi GSYİH'ya oranı, borsa devir hızı GSYİH'ya oranı, borsa kapitilasyonu GSYİH'ya oranı, borsa oynaklığı, dışa açıklık oranı, kişi başına GSYİH büyüme oranı, enflasyon oranı (değişkenlere ilişkin açıklamalar 3.1 nolu bölümde Tablo 1'de yer almaktadır) olarak ifade edilebilir.

Tablo 7'de, OECD ülkeleri için söz konusu değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Statada işleyebilmek için tüm tahminlerde ve tablolarda ondalık ayırıcı nokta olarak alınmıştır. Tablo 7'ye göre, OECD ülkelerinde likidite yükümlülüğünün GSYİH'ya oranının 1994-2017 dönemine ilişkin ortalaması %91.86 ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYİH'ya oranının ise söz konusu döneme ilişkin ortalaması %83.08'dir. Sermaye piyasası açısından, OECD ülkelerinin borsa devir hızının GSYİH'a oranının 1994-2017 dönemi için ortalaması %62.76 ve borsa devir hızının GSYİH'a oranının ortalaması %69.06'dır. OECD ülkelerinde merkez bankası varlıklarının GSYİH'a oranının ele alınan döneme ilişkin ortalaması %3.32, mevduat bankası varlıklarının GSYİH'a oranının ortalaması %96.53'tür. Ayrıca, 1994-2017 döneminde OECD ülkelerinin dışa açıklık oranının ortalaması %87.78, kişi başına GSYİH büyüme oranının ortalaması %2.09 ve enflasyon oranının ortalamasının %3.93 olduğu görülmektedir. Çarpıklık değerleri incelendiğinde, LERNER değişkeninin çarpıklık değerinin negatif, diğer değişkenlerin çarpıklık değerlerinin ise pozitifdir. Buna göre, LERNER değişkeni sola çarpık, diğer değişkenler ise sağa çarpıktır. Tüm değişkenlerin basıklık değerlerinin ise 3'den büyük olduğu görülmektedir. Buna göre, tüm değişkenler ise sivri bir dağılıma sahiptir.

OECD ülkelerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı belirlemeye yönelik olarak dinamik panel veri analizinden yararlanılacaktır.

Tablo 7: OECD Ülkelerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	LS	ÖSYK	BKO	BDH	MBV	DBV	BK	LERNER	BO	DA	KGSYİH	ENF
Ortalama	91.86260	83.08152	62.76964	69.06130	3.327690	96.53079	43.98862	0.200982	20.79036	87.78473	2.092343	3.939477
Medyan	69.26318	78.83832	51.91243	58.10808	1.015875	93.51463	25.46233	0.190708	19.35368	70.56760	1.882299	2.172716
Maksimum	874.4180	242.7683	240.4577	341.2360	63.73813	245.2947	258.3273	0.494474	59.19910	399.7013	11.15796	91.58015
Minimum	21.82807	12.69363	1.735887	0.154789	1.10E-13	15.38040	0.076119	-0.433804	8.261490	17.10282	-6.383617	-0.947670
Standard Sapma	105.8594	41.78997	46.63975	53.72204	6.554497	43.90055	49.24058	0.104157	8.082597	53.68353	2.101164	8.565436
Çarpıklık	5.340914	0.606972	1.194042	1.430207	5.099898	0.588564	1.806782	-0.535874	1.474613	2.385122	0.471818	7.365564
Basıklık	34.48632	3.216154	4.499088	5.979029	38.65088	3.064930	6.555782	7.554204	6.319195	11.43861	5.298341	66.24058
Jarque-Bera	12528.89	17.23098	90.10239	193.3079	15583.58	15.75161	291.2829	248.0801	223.4366	1064.940	69.95864	47785.61
Olasılık	0.000000	0.000181	0.000000	0.000000	0.000000	0.000380	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

OECD ülkelerinde finansal yakınsamanın varlığı araştırılmadan önce faEK1’de yer alan Tablo 9’da OECD ülkeleri için yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır. Tablo 9’daki sonuçlara göre, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYİH ve ENF değişkenleri için uygulanan Breusch-Pagan LM, Pesaran CD LM1, Pesaran CD LM2 ve Pesaran CD testlerinde sıfır hipotezinin %5 önem seviyesinde reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, söz konusu değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır.

Değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesi için yatay kesit bağımlılığına izin veren ikinci nesil panel birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir. Bu nedenle, çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlıkları Pesaran CADF birim kök testi ile araştırılmıştır. Sonuçlara EK 2’de bulunan Tablo 13’de yer verilmektedir.

EK 2’de bulunan Tablo 10’da yer alan Pesaran birim kök test sonuçları incelendiğinde, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYİH, ENF, LERNER, BO değişkenlerinin düzey değerlerinde durağan olduğu ifade edilebilir.

OECD ülkelerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan modellerde homojenliği test etmek amacıyla Delta homojenlik testi uygulanmıştır. EK 3’de bulunan Tablo 11’de Delta homojenlik test sonuçları yer almaktadır.

EK 3’de bulunan Tablo 11’de yer alan homojenlik test sonuçları incelendiğinde, bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı ve sermaye piyasası açısından koşullu finansal yakınsamayı ortaya koymak amacıyla oluşturulan modeller için %5 önem seviyesinde tüm eğim katsayılarının yatay kesit birimler karşısında özdeş olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin reddedilemediği görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, tüm modeller için eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade etmektedir.

EK 4’de yer alan Tablo 12’de bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan modellerde gözlenemeyen

heterojenliği incelemek amacıyla uygulanan F testi ve Breusch-Pagan LM testi sonuçları yer almaktadır.

EK 4’de bulunan Tablo 12’de yer alan sonuçlar F testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için birim etkilerin sıfıra eşit olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin reddedildiği görölmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin varlığını ortaya koymaktadır.

Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı belirlemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için rassal birim etkilerin varyansının sıfır olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin reddedildiği görölmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin geçerli olduğunu ifade etmektedir.

Sistem GMM yönteminin uygulanabilmesi için birimler arası korelasyonun olmaması gerekmektedir. Tezde model bazında birimler arası korelasyonu incelemek amacıyla Friedman’ın yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Bu test $N > T$ olması durumunda kullanılmaktadır. EK 5’de bulunan Tablo 16’da modellere ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, birimler arası korelasyonun olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin reddedilemediği görölmektedir. Bu sonuç, tüm modeller için birimler arası korelasyonun olmadığını ortaya koymaktadır.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 Model 6 ve Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14’e ilişkin Arellano ve Bover, Blundell ve Bond’un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler tahmin sonuçları Tablo 8’de yer almaktadır.

Tablo 8’de yer alan sonuçlar incelendiğinde, bir dönem gecikmeli likidite yükümlülüğü değişkeninin (LS(-1)) tüm modeller için 0 ile 1 arasında ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirtilmiştir. Elde edilen bu sonuç, bankacılık sektörü açısından OECD ülkelerinde güçlü bir yakınsama olduğunu

göstermektedir. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8964 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi ile birlikte koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve dolayısıyla yakınsama hızının arttığı izlenmektedir. Merkez bankası varlıkları değişkeninin (MBV) likidite yükümlülüğü üzerinde %5 önem seviyesinde istatistik olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Mevduat bankası varlıklarının (DBV) likidite yükümlülüğü üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır. Dışa açıklık likidite yükümlülüğü üzerinde arttırıcı etkiye sahipken ve kişi başına düşen GSYİH likidite yükümlülüğünü azaltıcı etkilere sahiptir. Enflasyon değişkeninin ise likidite yükümlülüğü üzerinde pozitif bir etkisi bulunmuştur.

Çalışmada, literatürden farklı olarak, OECD ülkeleri için bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı etkilediği düşünülen Lerner indeksi bağımlı değişkenin LS olduğu Model 7’de eklenmiş likidite yükümlülüğü dikkate alındığında Lerner endeksi OECD ülkelerinde bankacılık sektörü açısından anlamlı bir etkisine rastlanmamıştır.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 Model 6 ve Model 7’ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5, Model 6 ve Model 7’ye ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Modellerin Wald test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Tablo 8: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: LS, ÖSYK)- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin Sonuçları (OECD Ülkeleri)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14
Sabit	0.2183 (0.000)	0.2392 (0.000)	0.0890 (0.000)	-0.0201 (0.330)	-0.0039 (0.865)	-0.0278 (0.260)	-0.0269 (0.260)	0.3177*** (0.000)	0.3514**** (0.000)	-0.2597*** (0.000)	-0.3401*** (0.000)	-0.3578*** (0.000)	-0.3259** (0.000)	-0.3072*** (0.000)
LS (-1)	0.8964*** (0.000)	0.8860*** (0.000)	0.8413*** (0.000)	0.8147*** (0.000)	0.8076*** (0.000)	0.8117*** (0.000)	0.8118*** (0.000)							
ÖSYK(-1)								0.8449*** (0.000)	0.8268*** (0.000)	0.1686*** (0.000)	0.1540*** (0.000)	0.1597*** (0.000)	0.1466*** (0.000)	0.1488*** (0.000)
MBV		0.0033** (0.022)	0.0018*** (0.000)	0.0032*** (0.000)	0.0041*** (0.000)	0.0036*** (0.008)	0.0037*** (0.000)		0.3514*** (0.002)	0.0047*** (0.000)	0.0051*** (0.000)	0.0043*** (0.000)	0.0049*** (0.000)	0.0047*** (0.000)
DBV			0.1190*** (0.000)	0.1353*** (0.000)	0.1168*** (0.000)	0.1272*** (0.000)	0.1262*** (0.000)			0.9382*** (0.000)	0.9541*** (0.000)	0.9631*** (0.000)	0.9619*** (0.000)	0.9640*** (0.000)
DA				0.0673*** (0.000)	0.0856*** (0.000)	0.0856*** (0.000)	0.0854*** (0.000)				0.0398*** (0.000)	0.0294*** (0.000)	0.0292*** (0.000)	0.0221*** (0.000)
KGSYİH					-0.0055*** (0.000)	-0.0050*** (0.000)	-0.0050*** (0.000)					0.0036*** (0.000)	0.0033*** (0.000)	0.0033*** (0.000)
ENF						0.0008*** (0.016)	0.0008** (0.024)						-0.0012*** (0.000)	-0.0013*** (0.000)
LERNER							0.0549 (0.260)							-0.0513*** (0.000)
AR(1)	-2.11***	-2.13**	-2.10**	-2.12***	-2.05**	-2.05**	-2.05**	-2.43**	-2.41**	-1.56*	-1.56*	2.35**	-2.47***	2.41***
AR(2)	-1.38	-1.35	-1.43	-1.29	-1.31	-1.30	-1.31	-0.77	-0.65	1.43	1.71	-1.47	-1.47	-1.48
Hansen	28.88	28.82	31.75	30.29	29.96	29.66	29.60	31.52	31.51	29.24	29.95	30.10	29.94	28.81
Fark Hansen	0.60	0.40	0.49	1.63	2.92	2.67	2.73	0.35	1.24	2.97	2.81	3.43	3.51	3.37
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

Tablo 8’de yer alan sonuçlara göre, özel sektöre verilen yurtiçi krediler değişkeninin bir dönem gecikmeli değişkeninin (ÖSYK(-1)) katsayısı tüm modellerde 0 ile 1 arasındadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer bir ifadeyle, OECD ülkeleri için özel sektöre verilen krediler açısından bankacılık sektöründe güçlü bir finansal yakınsama söz konusudur. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8449 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi ile birlikte koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Merkez bankası varlıkları (MBV) ve mevduat bankası varlıklarının (DBV) özel sektöre verilen kredileri arttırıcı etkileri söz konusudur. Benzer şekilde, dışa açıklığın ve kişi başına GSYİH büyüme oranının özel sektöre verilen kredileri arttırdığı görülmektedir. Enflasyon oranının ise özel sektöre verilen krediler üzerinde negatif etkisi söz konusudur. Modele kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi, OECD ülkelerinde bankacılık sektörü açısından finansal yakınsama hızını arttırmaktadır.

Benzer şekilde, Lerner endeksinin özel sektöre verilen krediler dikkate alındığında Model 14’e eklendiğinde finansal yakınsama hızını çok hafif azalttığı (yakınsama katsayısı artmaktadır) görülmektedir. Lerner endeksi, özel sektöre verilen krediler üzerinde azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14’e ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14’e ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Wald test olasılık değerleri sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Sermaye piyasası açısından, OECD ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve

Model 6, Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12'ye ilişkin sonuçlar Tablo 9'da yer almaktadır.

Tablo 9'daki sonuçlara göre, tüm modeller için gecikmeli borsa işlem hacmi (BKO) değişkeninin katsayısı 0 ile 1 arasında yer almaktadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, OECD ülkelerinde sermaye piyasası açısından finansal yakınsamanın olduğunu göstermektedir. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.7462 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi ile birlikte, koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonunun, tüm modellerde borsa işlem hacmi üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Enflasyon oranı (Model 5 hariç) kişi başına GSYİH büyüme oranı ve dışa açıklığın (Model 4, Model 5 hariç) borsa işlem hacmi üzerine pozitif etkileri bulunmuştur.

Tablo 9'da borsa oynaklığının ilave edildiği Model 6'da, sermaye piyasası açısından OECD ülkelerinde finansal yakınsamanın olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, borsa oynaklığı OECD ülkelerinde sermaye piyasası açısından bağımlı değişken olarak Borsa İşlem Hacmi alındığında değişkeni negative etkilemekte ve finansal yakınsama hızını arttırmaktadır.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6'ya ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6'ya ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir.

Tablo 9: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: BKO, BDH)- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
Sabit	0.4518*** (0.000)	0.4769*** (0.000)	0.3397*** (0.000)	0.3449*** (0.000)	0.3835*** (0.000)	0.5449*** (0.000)	0.3026*** (0.000)	0.3137*** (0.000)	0.8504*** (0.000)	0.9115*** (0.000)	0.8950*** (0.000)	0.8598*** (0.000)
BKO(-1)	0.7462*** (0.000)	0.6112*** (0.000)	0.6039*** (0.000)	0.6896*** (0.000)	0.6762*** (0.000)	0.5857*** (0.000)						
BDH(-1)							0.8138*** (0.000)	0.4851*** (0.000)	0.4541*** (0.000)	0.4466*** (0.000)	0.4232*** (0.000)	0.4117*** (0.000)
BK		0.1464*** (0.000)	0.1626*** (0.000)	0.1362*** (0.000)	0.1414*** (0.000)	0.2020*** (0.000)		0.3974*** (0.000)	0.3712*** (0.000)	0.3760*** (0.000)	0.3922*** (0.000)	0.3951*** (0.000)
DA			0.0685*** (0.006)	-0.0210 (0.486)	-0.0302 (0.310)	0.0085 (0.748)			-0.2378** (0.000)	-0.2837*** (0.000)	-0.2725*** (0.000)	-0.2743*** (0.000)
KGSYİH				0.0296*** (0.000)	0.0292*** (0.000)	0.0201*** (0.000)				0.0177*** (0.000)	0.0166*** (0.000)	0.0185*** (0.000)
ENF					-0.0017*** (0.000)	0.0013** (0.036)					0.0043*** (0.000)	0.0030*** (0.000)
BO						-0.0076*** (0.000)						0.0027*** (0.000)
AR(1)	-2.58***	-2.44***	-2.40***	-2.39***	-2.37***	-1.89**	-2.29**	-2.20**	-2.24**	-2.06***	-2.02***	-2.15***
AR(2)	-0.38	-0.78	-0.87	0.56	0.61	-0.03	-1.04	-1.25	-1.25	-1.35	-1.32	-1.43
Hansen	32.93	32.60	32.67	30.31	30.00	26.68	33.42	32.99	33.36	31.33	31.44	31.88
Fark Hansen	0.61	0.63	0.77	3.17	3.30	0.90	0.20	1.08	1.88	3.46	4.18	4.33
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

Tablo 9’da yer alan sonuçlara göre, gecikmeli borsa devir hızı değişkeninin (BDH) tüm modellerde 0 ile 1 arasında değer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası açısından borsa devir hızı OECD ülkelerinde zamanla yakınsamaktadır. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8138 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesiyle birlikte koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonunun borsa işlem hacmini artırıcı bir etkisi söz konusudur. Aynı zamanda, dışa açıklığın borsa devir hızını negatif, kişi başına GSYİH büyüme oranı ve enflasyon oranının borsa devir hızını pozitif olarak etkilediği ifade edilebilir.

Tablo 9’da borsa oynaklığının ilave edildiği Model 12’de, sermaye piyasası açısından OECD ülkelerinde finansal yakınsamanın olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, borsa oynaklığı OECD ülkelerinde sermaye piyasası açısından bağımlı değişken olarak Borsa Devir Hızı alındığında finansal yakınsama hızını arttırmaktadır. Borsa oynaklığı, borsa işlem hacmini azaltıcı ve borsa devir hızını artırıcı yönde bir etki yaratmaktadır.

Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12’ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12’ye ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde birinci dereceden otokorelasyonun olduğu, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Wald test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

3.4.3. APEC Tahmin Sonuçları ve Yorumlanması

Bu başlık altında, APEC ülkelerinde 1994-2017 döneminde bankacılık ve sermaye piyasası ölçütleri bakımından finansal yakınsamanın varlığı incelenecektir. Tablo 10’da, APEC ülkeleri için söz konusu değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Statada işleyebilmek için tüm tahminlerde ve tablolarda

ondalık ayırıcı nokta olarak alınmıştır. Tablo 10'a göre, APEC ülkelerinde likidite yükümlülüğünün GSYİH'a oranının 1994-2017 dönemine ilişkin ortalaması %87.59 ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYİH'a oranının ise söz konusu döneme ilişkin ortalaması %76.21'dir. Sermaye piyasası açısından, APEC ülkelerinin borsa işlem hacminin GSYİH'a oranının 1994-2017 dönemi için ortalaması %103.71 ve borsa devir hızının GSYİH'ya oranının ortalaması %62.64'dir. APEC ülkelerinde merkez bankası varlıklarının GSYİH'ya oranının ele alınan döneme ilişkin ortalaması %4.34, mevduat bankası varlıklarının GSYİH'ya oranının ortalaması %87.46'dır. Ayrıca, 1994-2017 döneminde APEC ülkelerinin dışa açıklık oranının ortalaması %101.37, kişi başına GSYİH büyüme oranının ortalaması %2.92 ve enflasyon oranının ortalaması %5.69 olduğu görülmektedir. Çarpıklık değerlerine göre, tüm değişkenlerin çarpıklık değerleri pozitifdir. Bu sonuç, tüm değişkenlerin sağa çarpık olduğunu ifade etmektedir. ÖSYK ve DBV değişkenlerinin basıklık değerleri 3'den küçük, diğer değişkenlerin basıklık değerlerinin ise 3'den büyük olduğu görülmektedir. Buna göre, ÖSYK ve DBV değişkenleri basık, diğer değişkenler ise sivri bir dağılıma sahiptir.

APEC ülkelerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı belirlemeye yönelik olarak dinamik panel veri analizinden yararlanılacaktır. Garcia ve Liu (1999) gelişmiş ve gelişmekte olan Asya ülkeleri üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında GSYİH, yerel yatırımlar ve finansal aracılık sektörünün gelişmesinin hisse senedi piyasasının gelişmesinde kilit role sahip olduğunu, ekonomik istikrarın ise önemli olmadığını tespit etmişlerdir.

EK 1'de bulunan Tablo 19'da APEC ülkeleri için yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır. Tablo 19'daki sonuçlara göre, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYİH ve ENF değişkenleri için uygulanan Breusch-Pagan LM, Pesaran CD LM1, Pesaran CD LM2 ve Pesaran CD testlerinde sıfır hipotezinin %5 önem seviyesinde reddildiği görülmektedir. Bu sonuç, söz konusu değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının varlığını ortaya koymaktadır.

Tablo 10: APEC Ülkelerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	LS	ÖSYK	BKO	BDH	MBV	DBV	BK	LERNER	BO	DA	KGSYİH	ENF
Ortalama	87.59445	76.21591	103.7126	62.64792	4.344967	87.46272	61.95930	0.276120	21.76419	101.3709	2.925977	5.698307
Medyan	72.84257	77.78683	67.01060	40.60950	2.578743	83.86300	28.15132	0.259005	19.54433	62.77282	2.571503	3.070044
Maksimum	359.9070	209.2717	1040.503	338.3583	63.73813	249.3230	636.8453	0.938659	95.46290	433.0548	11.60647	184.2963
Minimum	14.91833	7.615657	0.408596	0.145437	1.10E-13	2.294437	0.018309	-0.125663	8.389097	17.10282	-6.759181	-2.775602
Standard Sapma	65.12829	47.49175	159.3004	60.78300	6.889286	54.93832	99.05631	0.162551	11.97915	94.53625	2.695951	15.56116
Çarpıklık	1.634525	0.356720	4.638076	1.770418	5.270643	0.544188	3.572869	1.316087	3.429954	2.005615	0.116611	10.17160
Basıklık	6.174821	2.348204	25.97186	6.313717	41.27804	2.774088	18.23639	7.073420	20.28975	6.242665	4.488989	115.9471
Jarque-Bera	131.5191	5.914283	3887.104	148.9489	9457.963	7.825466	1793.659	141.1265	2075.964	168.4973	14.38605	83415.60
Olasılık	0.000000	0.051967	0.000000	0.000000	0.000000	0.019986	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000752	0.000000

Analizlerde kullanılan değişkenlerin durağanlıkları Pesaran CADF birim kök testi ile araştırılmıştır. Sonuçlara EK 2’de bulunan Tablo 20’de yer verilmektedir. Tablo 20’de yer alan Pesaran birim kök test sonuçları incelendiğinde, LS, ÖSYK, MBV, DBV, BKO, BDH, BK, DA, KGSYİH, ENF, LERNER, BO değişkenlerinin düzey değerlerinde durağan olduğu ifade edilebilir.

APEC ülkelerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan modellerde homojenliği test etmek amacıyla Delta homojenlik testi uygulanmıştır. Sonuçlar EK 3’de bulunan Tablo 21’de yer almaktadır. EK 3’de bulunan Tablo 21’de yer alan homojenlik test sonuçları incelendiğinde, bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı ve sermaye piyasası açısından koşullu finansal yakınsamayı ortaya koymak amacıyla oluşturulan modeller için %5 önem seviyesinde tüm eğim katsayılarının homojen olduğu elde edilmiştir.

Çalışmada aynı zamanda, modellerde gözlenemeyen heterojenliğin anlamlılığını test etmek amacıyla, F testi ve Breusch-Pagan LM testinden yararlanılmıştır. EK 4’de bulunan Tablo 22’de gözlenemeyen heterojenliği incelemek amacıyla uygulanan F testi ve Breusch-Pagan LM testi sonuçları yer almaktadır.

EK 4’de bulunan Tablo 22’de yer alan sonuçlar F testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için birim etkilerin sifıra eğit olduğunu ifade eden sifır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin varlığını ortaya koymaktadır.

Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre, bankacılık sektörü ve sermaye piyasası açısından finansal yakınsamayı belirlemek amacıyla oluşturulan tüm modeller için rassal birim etkilerin varyansının sifır olduğunu ifade eden sifır hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuç, birim etkilerin geçerli olduğunu ifade etmektedir.

Sistem GMM yönteminin uygulanabilmesi için birimler arası korelasyonun olmaması gerekmektedir. EK 5’de bulunan Tablo 24’de modellere ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılığı test sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, tüm modeller için birimler arası korelasyonun olmadığı ifade edilebilir.

APEC ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla ilk olarak Arellano ve Bover, Blundell ve Bond’un Sistem Genelleştirilmiş Momentler tahmincisinden yararlanılmıştır. Banka piyasası açısından ve sermaye piyasası açısından APEC ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan modeller aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5, Model 6 ve Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13, ve Model 14’e ilişkin sabit parametreleri heterojen eğim parametreleri homojen Arellano ve Bover, Blundell ve Bond’un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler tahmin sonuçları Tablo 11’de yer almaktadır.

Tablo 11’de yer alan sonuçlar incelendiğinde, bir dönem gecikmeli likidite yükümlülüğü değişkeninin (LS(-1)) tüm modeller için 0 ile 1 arasında ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, bankacılık sektörü için likidite yükümlülüğü açısından APEC ülkelerinde güçlü bir yakınsama olduğunu göstermektedir. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.9478 olarak elde edilmiştir. Merkez bankası varlıkları değişkeninin (MBV) likidite yükümlülüğü üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, mevduat bankası varlıklarının (DBV), kişi başına GSYİH oranı likidite yükümlülüğü üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Enflasyon oranının ve dışa açıklığın (Model 7 hariç) likidite yükümlülüğü üzerinde anlamlı bir etkisine rastlanmamıştır.

Çalışmada, literatürden farklı olarak, APEC ülkeleri için bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı etkilediği düşünülen Lerner indeksi Model 7’ye ilave edilmesi ile birlikte, bağımlı değişkenin LS olduğu modelde bankacılık sektörü açısından APEC ülkelerinde koşullu yakınsama katsayısının arttığı ve yakınsama

hızının azaldığı görülmektedir. Aynı zamanda, Lerner endeksinin likidite yükümlülüğü üzerinde negatif etkiye sahiptir.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 Model 6 ve Model 7'ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5, Model 6 ve Model 7'ye ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Wald test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Tablo 11'de yer alan sonuçlara göre, özel sektöre verilen yurtiçi krediler açısından koşulsuz yakınsama katsayısı 0.9197 olarak elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, APEC ülkeleri için özel sektöre verilen krediler açısından bankacılık sektöründe güçlü bir finansal yakınsama söz konusudur. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesi ile birlikte koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. APEC ülkelerinde merkez bankası varlıklarının (MBV) özel sektöre verilen kredileri arttırıcı bir etkisi söz konusudur. Bununla birlikte, dışa açıklığın ve kişi başına GSYİH büyüme oranının, mevduat bankası varlıklarının (DBV) ve enflasyon oranının ise özel sektöre verilen krediler üzerinde anlamlı bir etkisine rastlanmamıştır.

Bunun yanında APEC ülkeleri için bankacılık sektörü açısından finansal yakınsamayı etkilediği düşünülen Lerner indeksi Model 14'e ilave edilmesi ile birlikte, bağımlı değişkenin ÖSYK olduğu modelde bankacılık sektörü açısından APEC ülkelerinde koşullu yakınsama katsayısının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Lerner endeksinin özel sektöre verilen krediler üzerinde anlamlı bir etkisine rastlanmamıştır.

Tablo 11: Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: LS, ÖSYK)- Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin Sonuçları (APEC Ülkeleri)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14
Sabit	0.1312 (0.830)	0.1834*** (0.000)	-0.1712 (0.000)	0.1723*** (0.000)	0.1820*** (0.000)	0.1863*** (0.000)	0.1581*** (0.000)	0.1755*** (0.000)	0.1955*** (0.000)	0.1591*** (0.000)	0.1711*** (0.000)	0.1650*** (0.000)	0.1719*** (0.000)	0.1642*** (0.000)
LS (-1)	0.9478*** (0.000)	0.9191*** (0.000)	0.8220*** (0.000)	0.8138*** (0.000)	0.7790*** (0.000)	0.7741*** (0.000)	0.8217*** (0.000)							
ÖSYK(-1)								0.9197*** (0.000)	0.9095*** (0.000)	0.8302*** (0.000)	0.8660*** (0.000)	0.8773*** (0.000)	0.8709*** (0.000)	0.7676*** (0.000)
MBV		0.0045*** (0.000)	0.0048 (0.000)	0.0053*** (0.000)	0.0051*** (0.000)	0.0056*** (0.000)	0.0051*** (0.000)		0.0025*** (0.003)	0.0037*** (0.000)	0.0030*** (0.000)	0.0032*** (0.000)	0.0038*** (0.000)	0.0061*** (0.000)
DBV			0.1011*** (0.000)	0.1019*** (0.000)	0.1322*** (0.001)	0.1321*** (0.001)	0.0914** (0.028)			0.0944*** (0.002)	0.0646 (0.127)	0.0574 (0.189)	0.0573 (0.213)	0.1334* (0.069)
DA				0.0075 (0.360)	0.0021 (0.814)	0.0060 (0.544)	0.0216* (0.073)				-0.0115 (0.466)	-0.0125 (0.429)	-0.0119 (0.451)	0.0298 (0.489)
KGSYİH					0.0025** (0.019)	0.0021** (0.036)	0.0007 (0.566)					0.0012 (0.165)	0.0008 (0.413)	-0.0005 (0.434)
ENF						-0.0004 (0.274)	-0.0001 (0.662)						-0.0004 (0.460)	-0.0009 (0.338)
LERNER							-0.0334*** (0.000)							-0.0298 (0.232)
AR(1)	-2.49**	-2.45**	-2.55***	-2.54***	-2.56**	-2.55**	-2.31**	-1.83	-1.70	-1.77	-1.75	-1.78	-1.80	-1.53
AR(2)	-0.96	-0.90	-0.60	-0.56	-0.39	-0.42	0.19	-1.23	-1.20	-1.10	-1.21	-1.20	-1.19	-0.97
Hansen	18.69	16.57	15.89	13.76	14.42	13.52	10.54	17.80	16.09	15.77	15.03	13.27	13.39	11.11
Fark Hansen	0.12	2.40	-0.36	0.62	2.73	1.16	0.60	1.73	1.65	0.74	2.44	-0.26	-0.12	-0.71
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14'e ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 8, Model 9, Model 10, Model 11, Model 12, Model 13 ve Model 14'e ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, tüm modellerde, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Modellerin bütün olarak anlamlılığına ilişkin Wald test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Sermaye piyasası açısından, APEC ülkelerinde finansal yakınsamayı incelemek amacıyla oluşturulan Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6, Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12'ye ilişkin sonuçlar Tablo 12'de yer almaktadır.

Hisse senedi piyasasının likiditesinin ölçülmesinde borsa işlem hacmi sıklıkla kullanılan değişkenlerden biridir. Hisse senedi piyasasının likit olması, yatırımcıların portföylerini hızlı ve ucuz şekilde değiştirebilmelerini ifade etmektedir. Likidite sayesinde yatırım projeleri kolaylaşmakta ve daha az riskli hale gelmektedir. Daha fazla hisse senedi borsa yoluyla kanalize olduğu için, likiditede ortaya çıkan artışın hisse senedi piyasasının gelişimini pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. APEC ülkeleri arasında bulunan yükselen Asya'daki ülkeler yüksek miktarda finansal yatırım almaktadır. Yakınsama süreci cari işlemler fazlasıyla ilişkilendirilirken, genişleyen iç talep ve kötüleşen net ihracat krizin göstergeleri olarak ortaya çıkmıştır (Asean Development Bank, 2005).

Tablo 12'deki sonuçlara göre, tüm modeller için gecikmeli borsa işlem hacmi (BKO) değişkeninin katsayısı 0 ile 1 arasında yer almaktadır ve %5 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu APEC ülkelerinde sermaye piyasası açısından finansal yakınsamanın olduğunu göstermektedir. APEC ülkelerinde gelişen hisse senedi piyasaları, gelişmiş hisse senedi piyasalarından daha yüksek getiri imkânına sahip olabilmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yüksek

büyüme hızına sahip olması, belirli sektörlerin henüz yeni gelişiyor olması, işgücü maliyetlerinin gelişmiş piyasalara göre ucuz olması gibi piyasa yapısı ile ilgili faktörler gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin kârlılıklarını da artırmaktadır (Ayaydın, 2012: 37).

Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.7684 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerin dahil edilmesi ile birlikte, koşullu yakınsama katsayılarının azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonu, tüm modellerde borsa işlem hacmi üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Kişi başına GSYİH büyüme oranının sadece Model 5 te borsa işlem hacmi üzerinde istatistiki olarak anlamlı pozitif etkisi bulunurken, dışa açıklık ve enflasyon oranının tüm modellerde borsa işlem hacmini pozitif olarak etkilediği görülmektedir. Tablo 12’de borsa oynaklığının ilave edildiği modellerde, sermaye piyasası açısından APEC ülkelerinde finansal yakınsamanın olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, borsa oynaklığı APEC ülkelerinde sermaye piyasası açısından bağımlı değişkenin Borsa İşlem Hacmi olduğu Model 6’da finansal yakınsama katsayısının azalmasına ve dolayısıyla yakınsama hızının artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda, borsa oynaklığı, borsa işlem hacmi üzerinde negatif etkiye sahiptir.

Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6’ya ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5 ve Model 6’ya ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahmincileri etkindir. Wald test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

Tablo 12’de yer alan sonuçlara göre, gecikmeli borsa devir hızı değişkeninin (BDH) tüm modellerde 0 ile 1 arasında değer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası açısından borsa devir hızı APEC ülkelerinde zamanla yakınsamaktadır. Koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8915 olarak elde edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin ilave edilmesiyle birlikte koşullu yakınsama katsayılarının

azaldığı ve yakınsama hızının arttığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonu ve KGSYİH borsa devir hızı üzerinde pozitif etkiye sahiptirler. Buna karşın dışa açıklığın borsa devir hızı üzerinde negatif etkileri söz konusudur. Enflasyon oranı ise borsa devir hızı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Tablo 12’de borsa oynaklığının ilave edildiği modellerde, sermaye piyasası açısından APEC ülkelerinde finansal yakınsamanın olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, borsa oynaklığı APEC ülkelerinde sermaye piyasası açısından bağımlı değişkenin Borsa Devir Hızı olduğu Model 12’de borsa oynaklığı, borsa devir hızı üzerinde anlamlı bir etkisine rastlanmamıştır.

Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12’ye ilişkin dirençli olan Hansen test sonuçlarına göre, aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek amacıyla kullanılan Fark Hansen test sonuçlarına göre, sıfır hipotezi reddedilememektedir, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçlar geçerlidir. Model 7, Model 8, Model 9, Model 10, Model 11 ve Model 12’ye ilişkin otokorelasyon test sonuçlarına göre, bütün modellerde ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, GMM tahminicileri etkindir.

Tablo 12: Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama (Bağımlı Değişken: BKO, BDH) - Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un İki Aşamalı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmin Sonuçları (APEC Ülkeleri)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
Sabit	0.4520*** (0.000)	0.4740*** (0.000)	0.1893*** (0.000)	0.1884*** (0.000)	0.1277*** (0.011)	0.2471*** (0.000)	0.1690*** (0.000)	0.2136*** (0.000)	0.4903*** (0.000)	0.5362* (0.0000)	0.4750*** (0.000)	-0.6452*** (0.000)
BKO(-1)	0.7684*** (0.000)	0.6479*** (0.000)	0.6137*** (0.000)	0.6211*** (0.000)	0.6816*** (0.000)	0.5192*** (0.000)						
BDH(-1)							0.8915*** (0.000)	0.6864*** (0.000)	0.6253*** (0.000)	0.6004*** (0.000)	0.6382*** (0.000)	0.5060*** (0.000)
BK		0.4740*** (0.000)	0.1587*** (0.000)	0.1529** (0.0000)	0.1457*** (0.000)	0.3106*** (0.000)		0.2076*** (0.000)	0.2553*** (0.000)	0.2712*** (0.000)	0.2360*** (0.000)	0.2565*** (0.000)
DA			0.1738*** (0.000)	0.1692*** (0.000)	0.1218*** (0.000)	0.1262*** (0.000)			-0.1280*** (0.000)	-0.1703*** (0.000)	-0.1325*** (0.000)	-0.1301** (0.002)
KGSYİH				0.0009 (0.756)	0.0084** (0.037)	-0.0014 (0.613)				0.0148*** (0.000)	0.0117*** (0.000)	0.0119*** (0.000)
ENF					0.0090*** (0.000)	0.0147*** (0.000)					-0.0006 (0.718)	-0.0020 (0.442)
BO						-0.0049*** (0.000)						0.0018 (0.145)
AR(1)	-1.73	-1.73	-1.75	-1.76	-1.67	-1.39	-3.10***	-2.86**	-2.76**	-2.68**	-2.75**	-2.69**
AR(2)	-1.61	-1.52	-1.47	-1.47	-1.31	-0.85	-1.13	-0.86	-0.76	-0.61	-0.79	-1.99
Hansen	18.57	18.89	18.64	18.45	15.89	12.87	18.98	18.95	16.57	13.88	17.32	13.00
Fark Hansen	-0.38	2.46	-0.10	0.04	0.13	1.00	-0.01	1.48	-1.65	-3.23	2.49	-0.01
Wald Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar olasılık değerini göstermektedir.

3.5. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu çalışmada üç önemli bölgede 1994-2017 dönemi için finansal gelişme ölçütleriyle ilgili olarak yakınsama analizleri önemli sonuçlar ortaya koymuştur. AB 28 ülkenin genelindeki analiz sonuçları koşulsuz ve koşullu yakınsamaya ilişkin finansal gelişme ölçütlerinin anlamlılığına dair güçlü kanıtlar sunmaktadır. Özellikle özel sektöre verilen kredilerin bağımlı değişken olarak alındığı modellerde modellere makroekonomik kontrol değişkenlerin eklenmesi ile yakınsama hızı oldukça artmaktadır. Sermaye piyasası ile ilgili modellerde borsa devir hızının bağımlı değişken olarak alındığı modeller borsa kapitalizasyon hızının bağımlı değişken olarak alındığı modellere göre daha yavaş finansal yakınsama göstermektedir. Bu sonuçlar ışığında sermaye piyasalarındaki hisse senedi toplam değerlerinin oransal olarak sermaye piyasası etkinliğinden daha fazla arttığı daha hızlı yakınsama yarattığı yönünde çıkarım yapılabilir. AB ülkelerinde finansal ölçütlerin yakınsama sergilemesi AB finansal entegrasyon politikalarının etkin olduğunu göstermektedir.

AB üye ülkelerinde finansal yakınsamanın oluşması pek çok temel sebebe dayandırılmaktadır. Basel I ve Basel II şartlarının uygulanması, Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliği'nin kurulmasının ardından kredi kuruluşlarının birleşmesi (Clifton vd., 2006) bunlardan ilk akla gelenler arasındadır. Ayrıca entegrasyon yoğunluğunun artması, daha fazla ürün standardizasyonuna, piyasalarda ve fiyatlandırmada daha fazla şeffaflığa ve Avrupa çapında piyasaların homojenleşmesine ve kamu borcunun ve bankaların yeniden finansmanına yol açabilmektedir (Cesarano, 2011). Ürünlerin standardizasyonu, birleşmelerden kaynaklanan ölçek ekonomileri ve uluslararası ağların genişlemesi işlem maliyetlerini düşürmektedir (Levine, 2005).

AB finansal sisteminin finansal yakınsama hızını arttırarak devam etmesi için AB ülkeleri arasındaki heterojenliklerin giderilmesinin, üye ülkelerin uyum kriterlerini sağlamasının, uygun vergi politikalarının uygulanmasının, AB ülkelerindeki finansal getirilerin yükseltilmesinin, mevcut Avrupa Para Politikası'ndaki faiz oranları yükseltilmesinin gerçekleşmesi gerekmektedir. Yeni finansal sistem, maliyetleri düşürmek için yeni teknolojileri kullanmalı ve daha

düşük işlem maliyetleri ve düzenlemelerle yeni kredi verenlerle rekabet etmek için komisyonları azaltabilmelidir.

Bankalar, sermaye piyasası, sigorta şirketleri ve hedge fonlar gibi diğer finansal kurumlar arasında artan karşılıklı bağımlılık ve karşılıklı bağlantılar, OECD bölgesindeki kurumlar ve ürünler arasında artan yakınsamaya yol açmıştır. Kurumsal yakınsama, geleneksel evrensel banka modelinin bazı yetki alanlarında azalan rolüyle kendini göstermiştir. OECD ülkelerinde 1980'ler ve 1990'larda, tüm yetki alanlarında bankalar ve sermaye piyasaları arasında daha güçlü ve büyüyen bağlar gözlemlenmektedir. Yeni risk yönetimi prosedürlerinin ve teknolojilerinin tanıtılmasıyla güçlü bir şekilde desteklenen bu süreç ve finansal yenilikler bu güne kadar kesintisiz devam etmiştir. Basel II örneği, kamu politikasının küresel standartlarının benimsenmesi yoluyla kolaylaştırıcı hatta teşvik edici bir rol oynamaya devam edebileceğini göstermektedir. Bazı ülkelerde, finansal kurumların tam kapsamlı finansal hizmetler sunan tek noktadan bankacılık hizmetleri sunan büyük gruplar oluşturması kural haline gelmiştir. Böyle bir kurumsal yapıya sahip ülkeler arasında İngiltere, Hollanda, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya yer almaktadır. Japonya, bankalara ve menkul kıymet firmalarına birbirlerinin birincil iş koluna genişleme yetkisi vermiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde Glass Steagall'ın 1999'da kaldırılması, bankacılık ve menkul kıymet operasyonlarının artık yasal olarak ayrı olmadığı anlamına gelmektedir (OECD, 2004).

OECD ülkelerinin çoğunda ortak olan "merkez" reformları; bankalar üzerindeki fiyat ve miktar kontrollerinin çoğunun kaldırılması, finansal hizmetler sektöründe piyasa erişiminin serbestleştirilmesi ve döviz kontrollerinin kaldırılmasıdır. OECD ülkelerindeki deregülasyon uygulamaları, finans sektörünün büyüklüğünde ve kullandığı kaynakların hacminde artışlara yol açmıştır. Son 20 yılda OECD ülkelerindeki finansal dönüşümü karakterize eden 3 çeşit eğilim olduğu söylenebilir. Artan rekabet, finansman aracılığında artan menkul kıymet kullanımı ve finansal piyasaların artan uluslararasılaştırılması. Artan rekabet finansal hizmetlerin çeşitliliği ve kalitesindeki gelişmeler, maliyetlerde azalma ve üretkenlikte artış yoluyla finansal kaynakların etkin kullanımına katkıda bulunmaktadır. Finansal yapılar ülkeler arasında farklı kalsa da, alternatif finansman biçimlerindeki kısıtlamalar

gevşetildikçe finansal gelişme verilerinin zamanla birbirlerine yakınsadıklarına dair bu çalışmada da ispatlandığı gibi bazı kanıtlar bulunmaktadır. OECD ülkelerinin çoğunda bankaların ücretlerden ve net faiz kazançlarından elde ettiği toplam gelir, bankacılık sektörünün toplam sermayesine göre azalmıştır. Bankacılık sektöründeki personele ödenen giderler ve operasyonel işlemlerden alınan masraflar da azalmıştır. Menkul kıymet borsalarında satışlardan alınan masraflar aynı bankacılık sektöründe olduğu gibi azalma eğilimine girerek rekabeti arttırmıştır. Sermayenin liberalizasyonu hisse senedi piyasalarında uluslararası portföy çeşitlendirilmesine ve refahın kazanılmasına fırsatlar tanımaktadır.

Asya Pasifik ülkelerinin çok gelişmiş ve zengin ülkelere kadar çeşitlilik ve heterojenlik gösterdiği dikkate alındığında bankacılık sektörüyle ilgili sonuçların bir kısmının ıraksamaya çok yakın çıkması (LS(-1), 0.9478) beklenen bir sonuçtur. Sonuçlar, bölge içi farklılıkların devam ettiği ve hatta zamanla arttığı merkez-çevre modelini desteklemektedir. Bölge içi farklılıklar daha zengin Asya Pasifik ülkelerindeki finansal sektör maliyetlerinin düşük olması ve güçlü ölçek ekonomilerinin (artan getiri) yol açtığı yığılma etkilerinden kaynaklanabileceği gibi coğrafi, politik veya diğer ilgili faktörlerden de kaynaklanabilmektedir. Nispeten az gelişmiş bankacılık finans sistemine sahip ülkelerin mevcut kredi kısıtlamalarını hafifletmeleri beklenmektedir. Özellikle bu kredi kısıtlamalarının gevşetilmesi, gelecekte daha yumuşak bir merkezi bölgesel politika yaklaşımı ve bankacılık finans hizmetlerinin simetrik gelişimini etkili bir şekilde yansıtmak için önemlidir (İbrahim, 2013).

SONUÇ

Finansal yakınsamaya temel sağlamak amacıyla kullanılan Neoklasik Büyüme Modeli'ne göre bütün başlangıç koşulları aynı varsayıldığında başlangıç gelir düzeyi daha düşük olan ülke sermayenin azalan verimi kanunu gereği daha büyük sıçrama gerçekleştirecek ve başlangıç gelirleri farklı olan ülkeler aynı durağan denge durumuna mutlak yakınsama aracılığıyla yakınsayacaklardır. Başlangıç yapısal özellikleri benzer başlangıç gelirleri farklı olan ülkeler ise aynı durağan duruma yakınsayabilecekleri gibi kendi durağan denge durumuna koşullu yakınsama aracılığıyla yakınsayabilmektedirler. Gelir yakınsaması teknoloji, beşeri sermaye, fiziksel sermaye, araştırma ve geliştirme, küreselleşme, bilgi transformasyonu ya da inovasyon yolu ile gerçekleşebilmektedir. Bu bağlamda teörinin temeli finansal sektöre temel teşkil ettiğinde başlangıç finansal gelişmiş ölçütleri benzer ülkeler arasında zaman ilerledikçe koşullu finansal yakınsama gerçekleşirken, başlangıç finansal gelişmişlik seviyeleri daha düşük olan ülkeler zaman içerisinde daha hızlı finansal gelişme göstererek bir kısmı finansal anlamda gelişmiş ülkeleri yakalayacak bir kısmı da bu ülkelere finansal anlamda yakınsama sağlayacaklardır.

Finansal gelişme yatırım yapma ve işletme kurma konusunda ön bilgilere sahip olunmasına ve sermayenin etkin dağılımına olanak tanımaktadır. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkelerde yatırım maliyetleri düşmekte ve risk analizi etkin hale gelebilmektedir. Sermayenin doğru değerlendirilmesinde finansal aracı kurumlar ve bankalar önemli bir role sahiptir. Doğru yatırımlar sayesinde yatırımlar artarak ekonomik büyümeyi teşvik etmekte bu sayede teknolojik inovasyonun hızını arttırmaya da katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte finansal kontrat ve sözleşmeler sermayenin kârlı projelere akışını kolaylaştırmakta ve bu sayede yatırımcıların finansal araçları da çeşitlenmiş olmaktadır.

Etkin bir finansal sistem bilgi asimetresi ve işlem maliyetini düşürmelidir. Sermaye akışı ve toplam faktör verimliliği aracılığıyla finansal gelişme ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Kurumların kalitesi finansal sistemin düzgün işlemesi açısından çok önemlidir. Yatırımlar gelişmiş finansal sistemlere sahip olan ülkelerde

kurumsal denetim aracılığıyla kontrol edilmekte, ticaret ve mal çeşitlendirilmesi kolaylaştırılmakta, tasarrufların hareket kabiliyeti arttığından çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilmesi sağlanmaktadır. Ülke üretimlerindeki karşılaştırmalı üstünlükler sayesinde uzmanlaşma, özelleşme, inovasyon ve büyümeyi tetiklemektedir. Bu ülkelerde yasa gücü etkin, kurumlarda şeffaflık ve denetime açıklık söz konusudur.

Sermaye, emek, teknoloji ve inovasyonun yayılımı 2000’li yıllardan bu yana inanılmaz bir hız kazanmıştır. Küreselleşme ile birlikte adeta ülkeler arasındaki coğrafi sınırlar ortadan kalkmış, firmalar arasındaki rekabet artmış, daha kaliteli mal ve hizmet üretimi gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Bilginin dolanımı arttıkça finansal piyasadaki ürünler müşteri ihtiyaçlarına daha çabuk cevap verebilmek için çeşitlendirilmiş finansal kurumlar ve araçlar bu sayede kendilerini geliştirme ve uluslararasılaştırma fırsatı bulmuştur. Birleşme ve satınalmalar artmış bu bağlamda ölçek ekonomileri yaratılarak finansal araçların maliyeti dolayısıyla fiyatı düşürülmüş daha fazla insana daha çok hizmet sağlama olanakları genişletilmiştir.

Ülkeler arasında çeşitli anlaşmalar yapılarak finansal entegrasyonlar oluşturulmuştur. Bununla birlikte finansal entegrasyonun çeşitli olumlu ve olumsuz sonuçları oluşabilmektedir. Bir yandan fonların dağılımını fon sağlayıcılardan fon kullanıcılara iletmekte ve fonların etkin bir şekilde ekonomik açıdan yararlı projelerde kullanılmasını sağlamakta, entegrasyon içerisindeki ülkeler arasında ticaretin artmasına ve tüketim kanalı ile üretimin de artmasına sebep olmakta diğer yandan tasarrufların verimli kullanılması ile yatırım artışına sebep olup ülkenin ekonomik büyümesine dolayısı ile ülke vatandaşlarının refah seviyesine katkıda bulunmaktadır. Finansal entegrasyon finansal kurumlar arasında rekabeti arttırarak, finansal işlem maliyetlerinin düşmesiyle birlikte yatırım maliyetlerinin düşürülmesine katkıda bulunmaktadır. Finansal araçlar bunları ürünleri çeşitlendirip farklılaştırarak ürün odaklı satış yerine müşteri odaklı satış stratejileri gerçekleştirerek sağlayabilmektedir. Finansal araçlar teknoloji ve finansal inovasyon aracılığı ile yeni finansal yöntemlerin kullanılması vasıtasıyla ölçek ekonomileri yaratarak fonların daha iyi değerlendirilebildiği finansal piyasaların gelişimini destekleyerek te finansal yakınsamaya katkıda bulunabilmektedirler.

Bu çalışmanın amacı, finansal sistemlerin yakınsaması konusunu banka ve piyasa temelli göstergeler merceğinde AB, OECD ve APEC bölgeleri için incelemek ve finansal yakınsamanın yol açtığı ekonomik ve finansal sonuçları değerlendirmektir. Çalışmada şu sorulara odaklanılmıştır: AB, OECD ve APEC bölgesinde yer alan ülkeler gelişmiş finansal sistemlere sahip bölge içindeki ekonomilerin finansal sistemlerine yakınsama eğilimi sergilemekte midir? Bölgelere ilişkin farklar var mıdır? Hangi bölgede hangi göstergeler finansal yakınsamaya daha güçlü etki etmektedir? Ampirik kanıtlar her üç bölge için incelenen veri setinde güçlü bir β - yakınsamasının varlığını desteklemektedir. Ancak her bir bölge için yakınsama hızının ve finansal yakınsamaya yönelik göstergelerin farklı olduğu görülmüştür.

Bulgular değerlendirildiğinde OECD ülkelerinde özellikle bankacılık sektöründe bağımlı değişkenin ÖSYK olduğu modellerde koşulsuz yakınsama katsayısı 0.8449 iken kontrol değişkenlerin eklenmesi ile 0.1488' e düşmüş bir başka deyişle yakınsama hızı çok artmıştır. Bu sonuçların çıkmasında hem OECD'deki bankaların büyük ve varlıklarının yüksek olması hem özel sektör kredilerinin verimli projelere yönlendirilmesi hem de bu ülkelerdeki finansal kurumların gelişmişlik seviyelerinin yüksek olması en önemli etkenlerdir. Bunun yanında AB ülkelerinde yakınsama katsayısı 0.7813'den 0.3781 düşerek finansal yakınsama anlamında hızlanma göstermiş, APEC ülkelerinde ise yakınsama katsayısı sadece 0.9197 den 0.7676'ya düşmüştür. Analiz sonuçlarından APEC ülkelerinin özellikle bankacılık sektöründe finansal yapılandırma ve regülasyonlara ihtiyacı olduğunu açıkça göstermiştir. Dikkat çekici bir diğer sonuç ise hisse senedi piyasaları için söz konusudur. BDH'nın bağımlı değişken olduğu modellerde AB ülkelerinde yakınsama katsayısı kontrol değişkenlerin eklenmesiyle 0.8316'dan 0.3327'ye, OECD ülkelerinde 0.8138'den 0.4117'ye APEC ülkelerinde ise 0.8915'ten 0.5060'a düşmüştür. APEC ülkelerinde yakınsama hızı en düşük olmasına rağmen 2. hızda olan ülke grubu OECD ülkelerini çok yakın takip etmesi değerlendirilmesi gereken bir bulgudur. Bu sonuçlara ulaşılmasında APEC ülkelerinde büyük ve likit hisse senedi piyasalarının bulunmasının rolü çok büyüktür. Bağımlı değişkenin LS olduğu bankacılık sektöründe ve bağımlı değişkenin BKO olduğu hisse senedi piyasalarında

da OECD ve AB ülkelerinde daha güçlü bir yakınsama bulunurken APEC ülkeleri bu grupların arkasında yer almıştır.

Literatüre katkı sağlayacağı öngörülen bankacılık sektöründe rekabet endeksi olarak kullanılan finansal gelişme ölçütlerinden Lerner Endeksi'nin bağımlı değişkenin ÖSYK olduğu AB ekonomileri modellerinde en yüksek yakınsama hızının, en düşük beta katsayısının 0.3781 ile modele Lerner Endeksi'nin dahil edildiği model 14'te gerçekleştiği görülmüştür. Lerner Endeksi ÖSYK'yı pozitif etkilemektedir. Lerner endeksi arttığında ÖSYK'de artış göstermektedir. Bankacılık rekabetinde hafif bir gevşeme bankacılık piyasasının hakim olduğu AB ülkelerinde kâr ile maliyet arasındaki marjın genişlemesi, bankacılık sektöründeki ajanların iştahını kâr maximizasyonu hedefiyle kabartıp daha fazla fonun tasarruf edenlerden projelere verilmesine sebep olarak ÖSYK miktarını arttırıyor olabilir. Finansal entegrasyon içerisinde bulunan AB ülkelerinin yapısal olarak farklı ekonomik ve finansal yapılara sahip olmaları ileri finansal gelişmişlik seviyesine sahip olan Almanya, İngiltere, Hollanda, Lüksemburg gibi ülkelerde özel sektöre verilen kredi miktarını arttırmayı teşvik edebilmektedir.

Reel sektör gelişmesinin daha yüksek olduğu daha çok hisse senedi ya da piyasa temelli olarak değerlendirilebilecek OECD ülkelerinde ise durum tam tersi yönde işlemektedir. Bu ekonomilerde banka dışı finansal kurumlar da kredi verme özelliğine sahip olduklarından ve köklü ve büyük firmaların kredi sağlama gibi zorlukları pek bulunmadığından bankacılık sektörü burda kredi verebilmek ve varlığını sürdürebilmek için kâr maximizasyonundan vazgeçmek uğruna masrafları ve faizleri düşürmekte ve diğer finansal olmayan kuruluşlarla rekabet etme yolunu tercih edebilmektedir. Nitekim analiz sonuçları bu hipotezi destekler niteliktedir. Lerner endeksi özel sektöre verilen kredileri azaltıcı yönde etki ederken Lerner Endeksi'nin oransal olarak arttığı kâr ile maliyetler arasındaki marjın arttığı görülmektedir. Özel sektöre verilen kredilerin arttığı dönemde bankacılık sektöründe kullanılan Lerner Endeksi'nin tam rekabete doğru yaklaşım kâr ve maliyet arasındaki marjın daraldığı tespit edilmiştir. OECD ülkelerinde Lerner Endeksi'nin modele dahil edildiği modelin en yüksek finansal yakınsama gösteren 2. Model olması varsayma ispat teşkil eder niteliktedir.

APEC ülkelerinde ise durum daha fazla araştırma gerektirmektedir. ÖSYK'nın bağımlı değişken olduğu modellerde Lerner Endeksi'nin dahil edildiği modelde yakınsama hızının en yüksek olduğu tespit edilmiştir ancak Lerner Endeksi ÖSYK üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Bu bulguya ulaşılması Lerner Endeksi'nin diğer değişkenlerle etkileşerek modelin yakınsama hızını hızlandırdığına kanıt teşkil eder niteliktedir. Bu bulgulara ulaşılmasında APEC ülkelerindeki ekonomilerin yeterli seviyede finansal gelişmişlik seviyesine sahip olmamalarının yatıyor olabileceği de araştırmaya açık bir gerekliliktir.

Gelir yakınsaması temelinde finansal yakınsamayı ölçmek için finansal gelişme ölçütleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada miktar temelli finansal gelişme ölçütleri kullanılarak AB, OECD ve APEC ülkelerinin kendi grupları içindeki finansal yakınsaması dinamik panel veri yöntemlerinden Sistem GMM 2 aşamalı yöntem kullanılarak 1994-2017 dönemi için 3 yıllık ortalamalar kullanılarak hesaplanmıştır. Analizlerin bulgularında OECD ve AB ülkelerinde hem banka sektöründe hem hisse senetleri piyasasında güçlü ve hızlı yakınsama süreci gerçekleşirken, APEC ülkelerinde hem banka sektöründe hem de hisse senetleri piyasalarında diğer ülke gruplarına göre daha yavaş yakınsama gerçekleşmiştir. Hisse senedi piyasalarının başlangıç yakınsama katsayısının düşük finansal yakınsama düzeyinde olmasına rağmen açıklayıcı ve kontrol değişkenler eklendikçe hızlanıp OECD ülkelerinin yakınsama hızına yakın bir hızla süreci tamamlaması dikkat çekicidir. APEC ülkelerindeki hisse senedi piyasalarındaki yakınsama hızının bu dönem aralığında yüksek olması bu ülkelerdeki hisse senedi piyasalarının büyük olması ve borsa devir hızlarının yüksek olmaları ile uyumlu bulunmuştur.

Finansal yakınsama ile ilgili analizler bağımlı değişkenler bazında incelendiğinde bankacılık sektöründe LS bağımlı değişken olarak alındığı modellerde yakınsama hızında ülke grupları arasında önemli bir fark olmamakla birlikte APEC ülkelerinin yakınsama katsayısının 1'e çok yakın 0.9478 iraksamaya yakın olduğu tespit edilmiştir. ÖSYK'nın bağımlı değişken olarak alındığı modellerde yakınsama hızının en çok OECD ülkeleri arasında daha sonra AB ülkeleri arasında ve en son olarak ta APEC ülkelerinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. OECD ülkeleri arasındaki yakınsama hızının yüksek olması büyük ekonomiler

olmaları ve güçlü bankalara sahip olmalarıyla, gelişmiş sigorta şirketlerinin bulunmasıyla, emeklilik fonlarının ve diğer finansal kurumlara sahip olmalarıyla açıklanabilmektedir. OECD ülkelerinde firmaların ve finansal kurumların birleşme, satın alma, ortak işletmeler kurmaları yüksek finansal gelişmişlik seviyelerine ve ekonomik güce sahip olduklarından dolayı daha kolay olmaktadır.

Bağımlı değişkenin ÖSYK olduğu APEC ülkeleri modellerinde yakınsama beta katsayısının 1'e çok yakın 0.9197 ıraksamaya yakın olduğu bulunmuştur. APEC ülkelerinde daha yavaş yakınsama gerçekleşmesi bankacılık sektörünün etkinliğini azaltacak makroekonomik yapısal faktörlerden kaynaklanıyor olabilmektedir. Büyük bir bütçe açığı olan bir ülkede kredi verimli bir şekilde tahsis edilemez ise büyük bir bankacılık sektörü bile ekonomik büyüme üzerinde istenen etkiyi yapamayacaktır (Şendeniz vd., 2008).

OECD ülkelerinde finansal yakınsamanın yüksek oranda gerçekleşmesinin sebebi bu ekonomik entegrasyon içindeki çoğu ülkenin makroekonomik performansının yüksek olması ile bağdaştırılmaktadır. Çin dışında dünyadaki en büyük varlıklara sahip bankalar Amerika, İngiltere, Japonya, Fransa, Almanya, Kanada'da bulunmaktadır. Finansal sistemin ekonomik entegrasyon içindeki OECD ülkelerinde ve finansal entegrasyon içerisinde bulunan AB ülkelerinde daha gelişmiş olmasından dolayı bankacılık sektöründeki finansal yakınsamanın daha yüksek olması ve kontrol değişkenler eklendikçe yakınsamanın daha hızlı gerçekleşmesi beklenen bir sonuçtur. Borsada işlem gören şirket sayısındaki düşüşe rağmen, borsada işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerinin GSYİH'ya oranı son yıllarda birçok gelişmiş ekonomi piyasasında artış göstermiştir. Bunun nedeni büyük ölçüde bu pazarların daha az sayıda daha büyük şirkete ev sahipliği yapmasıdır. Örneğin ABD'de borsada işlem gören şirketlerin ortalama piyasa değeri son yirmi yılda reel olarak ikiye katlanmıştır (OECD, 2019). Sistemde büyük şirketlerin bulunması OECD ve gelişmiş AB ülkelerinde özel sektöre verilen kredilerin verimli projelerde değerlendirilmesine sebep olmakta, fonların etkin dağıtılmasına ve yakınsama hızının artarak hızlanmasına neden olmaktadır.

Hisse senedi piyasalarındaki finansal yakınsama oranları karşılaştırıldığında en hızlı finansal yakınsamanın AB ülkeleri ve OECD ülkelerinde olduğu tespit edilmiştir. APEC ülkelerinin finansal yakınsama katsayısı düşük olduğu halde kontrol değişkenlerin eklenmesiyle diğer iki ülke grubuna göre BKO'nun bağımlı değişken olarak alındığı modellerde daha hızlı yakınsama gözlenmiştir. Bu sonuçlara ulaşılmasında Asya ülkelerinin hızla dünyanın en büyük borsa piyasaları haline gelmesi yatmaktadır. 2018 yılında, ilk halka arzlar (IPO'lar) yoluyla elde edilen tüm özsermayenin %51'i Asyalı şirketlere gitmiştir. Günümüzde dünyanın borsada işlem gören şirketlerinin yarısından fazlası Asya'da bulunmaktadır. Asya'daki gelişme, büyük ölçüde, Çin'deki şirketler aracılığıyla halka açık hisse senedi piyasalarının kullanımındaki önemli artıştan kaynaklanmaktadır. Çin'deki şirketler, son yıllarda halka arzların en sık kullanıcıları olmuştur ve ABD şirketlerinin iki katı kadar halka arz gerçekleştirmiştir. Hindistan, Kore ve Japonya da yeni borsa listelerinin sıralaması söz konusu olduğunda küresel olarak ilk 10 ekonomi arasında yer almaktadır. Özellikle, Vietnam, Tayland, Endonezya ve Malezya gibi birkaç yükselen piyasa halka arz açısından çoğu gelişmiş ekonomiden daha üst sıralarda yer almaktadır (OECD, 2019).

Bağımlı değişken olarak BDH'ın alındığı hisse senedi piyasalarında en yüksek yakınsama hızı AB ülkeleri arasında gerçekleşirken, OECD ülkeleri çok az fark ile APEC ülkelerinin önünde ikinci sırada yer almaktadır. Başlangıç yakınsama katsayısı en düşük olan ülke grubunun APEC ülkeleri olduğu göz önüne alındığında hisse senedi piyasalarında gerçekleşen yakınsama hızı dikkat çekicidir. BDH büyüklükten çok hisse senedi piyasasının aktifliği ile ilgili bir finansal göstergedir. Dünyadaki borsa devir hızı en yüksek hisse senedi piyasalarının ülkelere göre sıralaması alındığında ilk 10 içerisinde Çin, Güney Kore, Japonya, Thailand ve Kanada olduğu düşünüldüğünde ve Tayland ve Hong Kong dışında diğer ülkelerin güçlü ekonomiler olduğu ve büyük hisse senedi kapitilizasyonuna sahip olduğu düşünüldüğünde borsa devir hızının bu ülkelerde yüksek olması olağan görünmektedir. Borsa devir hızının yüksek olması aynı zamanda bu piyasalarda hisse senetleri alım satımının kolaylıkla yapılabildiğini göstermektedir. APEC ülkelerinde 1994-2017 yılları arasında hisse senetleri piyasalarında yüksek yakınsama görülmesi bu ülkelere gelen doğrudan yabancı para akımı ile ilişkilendirilebilir. Asya'da devam

eden güçlü halka arz faaliyeti ve küresel borsa endekslerinde Asyalı şirketlerin artan ağırlığı, Asya'daki yabancı sermaye portföyü yatırımlarının boyutunu daha da artıracaktır. Ancak Asyalı şirketler, özellikle yabancı borsalar aracılığıyla, yurt dışından doğrudan yeni sermaye çekmek için başka yollardan da yararlanmıştır. 2018 yılı sonunda, dış pazarlarda işlem gören 600 Asyalı şirket bulunmaktadır (OECD, 2019).

Araştırmanın bulguları doğrultusunda çalışılan ülke grupları ile ilgili olarak politika yapıcılara bazı politika önerileri verilmektedir. Bu öneriler aracılığı ile finansal sistemlerin gelişmesine ve ekonomik entegrasyonların derinlemesine bütünleşmelerine ve ekonomilerin ekonomik büyüme ve kalkınmalarına katkı sağlanmaya çalışılmıştır. Bu hedeflerin gerçekleştirilmesi için bir takım regülasyonların yapılması ekonomilerde finansal gelişme seviyelerini ve refahı arttıracaktır.

AB ülkeleri her ne kadar finansal entegrasyon içerisinde bulunsalar da Brexit'ten sonra bu bölgede yaşanan belirsizlik bir takım önlem ve regülasyonları gerekli kılmaktadır. Bankalar Birliği'nin en kısa sürede tamamlanması, firmalar için çeşitli finansman kaynaklarının yaratılması ve uluslararası yatırımları kolaylaştırmak için iflas ve vergi işlemlerinin uyumlu hale getirilmesi, denetimin yenilikçi yaklaşımlarla güçlendirilmesi ve Sermaye Piyasaları Birliği'nin ilerlemesinin hızlanmasına yardımcı olunması finansal gelişmenin hızlanmasına katkıda bulunacaktır. Yeni dijital teknolojilere uyumu kolaylaştıran fintech stratejisi oluşturmak, mevzuatın daha iyi uygulanması, daha iyi denetim, yeni teknolojilerle bağlantılı risklere uyum sağlanması ve düzenlemelerde daha güçlü bir rol alınması dahil olmak üzere, yeni ve kapsamlı bir yaklaşım ortaya konması, Brexit sonrası Basel III'ün uygulanmasına katkıda bulunulması ve ayrıca sürdürülebilir bir finansman stratejisi geliştirilmesi geçiş aşamasında daha rahat ilerlenmesine yardımcı olacaktır.

OECD ülkeleri için yeni düzenlemelerden çok mevcut olanların iyileştirilmesi ve yeni dünya düzenine uyum öncelik teşkil etmektedir. Yeni finansal piyasaların düzenine göre dijital finansal servis kullanımları OECD ülkelerinde artmıştır fakat

aynı zamanda kimlik bilgilerinin çalınması, dolandırıcılık gibi dijital servislerin riskleri de artmıştır. Covid 19'dan sonra hanehalkının gelirleri azaldığından, müşterilere mevcut havale seçenekleri ve artan rekabet hakkında gerekli bilgilerin verilmesi maliyetleri azaltabilmektedir. Uluslararası ödemeleri düzenleyebilmek için hız, şeffaflık ve finansal araçlara erişim gibi küresel düzeyde hedefler belirlenmesi işleri kolaylaştıracaktır. Düzenleme, denetleme ve gözetim çerçevelerinde yeni normallerle birlikte koordinasyonun sağlanması, mevcut ödeme sistemlerinin altyapıları iyileştirilirken, uluslararası platformda ödeme sistemlerinin güçlendirilmesi tüm dünya ekonomilerine katma değer sağlanmasına destek verecektir. Hükümetler ve kalkınma finansmanı kurumları, özellikle uzun vadeli borçlanma araçları olmak üzere menkul kıymet arzını ve talebini teşvik ederek sermaye piyasası gelişimine destek vermelidir.

APEC ülkelerindeki düzenlemeler daha çok bankacılık sektörü ve doğrudan yabancı yatırımları akışını düzenlemeye yönelik dış ticaret ve finansal açıklık üzerindeki engelleri kaldırmaya yönelik olarak planlanmaktadır. APEC ülkeleri daha çok banka temelli piyasalar oldukları için yerli bankacılık sistemlerinin güçlendirilmesi, sermaye girişlerinin mevcudiyetinde kredi kalitesinin düşmesini önlemek için yeterince iyi düzenlenmiş ve denetlenmiş regülasyonların oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Yerel hisse senedi piyasalarına piyasa oynaklığındaki artışlarla ve gelişmiş ülke piyasalarındaki türbülansın olası yayılma etkileriyle başa çıkabilmeleri için destek verilmesi gerekmektedir. Piyasalar, artan belirsizlik dönemlerinde bile uluslararası yatırımcıların güvenini korumak için bütünlük ve şeffaflığa sahip şekilde düzenlenirse yatırımcı korkmadan yatırım yapma şansına sahip olacaktır. Dış ticaretin önündeki vergi ve kota engellerinin kaldırılması ülke ekonomilerini artan sermaye birikimi, faktör fiyatlarının eşitlenmesi, bilginin yayılması ve teknolojinin yayılması yollarıyla pozitif etkileyecektir. Finansal liberalizasyon ve sermaye hareketleri üzerindeki engeller kaldırıldığında sermayenin getirinin yüksek olduğu Asya piyasalarına akmasına kolaylık sağlanmış olacaktır.

Gelecekte finansal yakınsama üzerinde finansal gelişme ölçütlerinin yanısıra Brexit'in, finansal alanda dijitalleşmenin ve Covid 19 pandemisinin de önemli etkileri olacağı öngörülmektedir. Londra'nın uluslararası bir finans merkezi olarak

geleceği, İngiltere bankaları tarafından elde edilen pasaport haklarına bağlı olacaktır. Bu durumda en azından Londra merkezli bazı işletmeler mutlaka bir AB finans merkezine taşınacaktır. Sonuç aynı zamanda, Sermaye Piyasası Birliği ile ilgili düzenleyici değişiklikler de dahil olmak üzere bilgi ortamındaki, finansal teknolojideki ve düzenlemelerdeki değişikliklerin, işlemlerin tek bir finans merkezinde yoğunlaşma eğilimi yaratarak finansal ürünlerin daha da standartlaşmasına yol açıp açmadığına da bağlı olacaktır. İngiltere'nin büyümesi Brexit'in bir sonucu olarak zarar görürse, sterlinin uluslararası bir para birimi olarak rolü azalacaktır. Ülkenin dış ticareti ve yatırımı, AB ile ve bunun sonucunda genel olarak önemli ölçüde düşerse, bu rol daha da azalacaktır. Brexit'in büyüme üzerindeki etkileri belirsizdir. Euro bölgesi üye ülkeleri arasındaki anlaşmazlıklar reform kapsamını sınırlamaya devam etmektedir. Brexit, Birleşik Krallık'ın Bretton Woods kurumlarındaki, G7 ve G20'deki veya Basel Komitesi ve Finansal İstikrar Kurulu'ndaki rolünde çok fazla değişiklik anlamına gelmese de, AB ve Euro Bölgesi ülkelerinin temsilcilerini pekiştirmeleri ve konuşmaları için bir fırsat yaratmaktadır (Eichengreen, 2019).

Bulut bilişim, blockchainler ve cep telefonları finansal sistemlerde kullanılacak yeni teknolojileri içermektedir. Başlangıçta, algoritmik ticaret, temel piyasa katılımcıları için yürütme maliyetlerini önemli ölçüde düşürmek ve fiyat keşfini iyileştirmek için daha hızlı ve daha ucuz teknolojileri kullanma vaadiyle gelmiştir. İhtiyaç duyulan şey bir dizi siber merkezli şeffaflığı destekleyen, ek risk önlemlerinin oluşturulmasını sağlayan ve özellikle insan bilgisinin makinelerin hesaplama yeteneklerini tamamlamasına izin veren risk yönetimi süreçlerinin ve iş akışlarının uygulanmasını teşvik eden düzenleyici ilkeleri ortaya koyan "Finansal Düzenleme 2.0." dır. Blockchain teknolojisi herkesin kullanımına açıktır, kanıtlanmış kriptografik ilkelere dayalıdır, kolayca uygulanabilir ve gerçekten küreseldir. Takas ve uzlaştırma, kayıt tutma, piyasa tasarımı, ticaret finansmanı, borçlanma ve borç verme gibi birçok şekilde uygulanma potansiyeline sahiptir.

Covid 19'un ekonomik büyümeyi yavaşlatma kanalı ile finansal piyasaların yavaşlayacağı dolayısı ile ülkeler arasındaki finansal yakınsamanın ıraksama sürecine gireceği yönünde tahminlerde bulunulsa da dijital teknolojilerin işlem

maliyetlerini azaltması ve finansal araclara ulaşımı kolaylaştırması vasıtasıyla finansal yakınsamanın, bu teknolojiye sahip ülke ekonomileri arasında yakınsamaya yol açabileceği öngörülmekte bu teknolojilere entegre olamayıp finansal açıdan az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler üzerinde finansal yakınsamanın hangi yönde hareket edeceği belirsiz kalmaktadır.

Bu çalışmada elde edilen bulgular ile finansal gelişme ölçütlerinin hangilerinin ne ölçüde finansal yakınsamaya sebep olduğu, makroekonomik değişkenlerin finansal yakınsamaya katkısı olup olmadığı, finansal yakınsamada ülke grupları bazında en etkili gösterge ya da göstergeler, bu göstergelerin bölgelere göre farklılık gösterip göstermediği, finansal yakınsama hızında yavaşlama ya da hızlanma olup olmadığı gibi soruların yanıtları bulunmuş finansal yakınsama hızı ülke grupları bazında karşılaştırılmıştır. Ülke grupları içerisinde finansal gelişmişlik seviyesi düşük olan ülkelerin finansal gelişmişlik seviyesi daha yüksek ülkelere yakınsayıp yakınsamadığı konusu bu tez ışığında finansal yakınsama konusunda yapılacak farklı çalışmalarda kulüp yakınsamasının varlığının araştırılması yönünde ilerletilebilir. Tez gelecekteki araştırmalarda kulüp yakınsamasına ilişkin kurulacak hipotezlere katkıda bulunacaktır.

KAYNAKÇA

1. Kitaplar

- Adams, Thomas, Francis Morton (1964). A Financial History of Modern Japan. Tokyo: Research (Japan) Ltd.
- Ağır, Hasan (2010). Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkinin Ekonometrik Analizi. BDDK Kitapları, No: 8, Ankara.
- Aghion, Philippe, Peter Howitt (2009). The Economics of Growth. Cambridge, Massachusetts, London: The MIT Press.
- Albrow, Martin (1997). Travelling Beyond Local Cultures: Socioscapes in a Global City, in J. Eade (ed.) Living the Global City. London: Routledge.
- Allen, Franklin, Douglas Gale (2000). Comparing Financial Systems, Cambridge, MA: MIT Press.
- Baltagi, B.H. (2005) Econometric Analysis of Panel Data. 3rd Edition, John Wiley and Sons Inc., New York.
- Barro, Robert J., Xavier Sala-i-Martin (2004). Economic Growth. 2nd Edition, MIT, Cambridge.
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan (2001). Finans, Teori, Kurum ve Araçlar. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Baumol, William J., Richard R. Nelson, Edward N. Wolff (eds.) (1994). Convergence of Productivity. New York: Oxford University Press.
- Born, Karl Erich (1983). International Banking in the Nineteenth and Twentieth Centuries. New York: St. Martin’s Press.
- Brewer, John (1990). The Sinews of Power: War, Money, and the English State. 1688–1783. Cambridge: Harvard University Press.
- Buckle, Mike, John Thompson (1998). The UK financial system: Theory and Practice. Manchester University Press; 5th Edition (August 25, 2016).
- Burton, Maureen, Reynold F. Nesiba, Bruce Brown (2010). An Introduction to Financial Markets and Institutions. Published by: Routledge.

- Burton, Maureen, Bruce Brown (2013). *The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking*. New York, USA: M.E. Sharpe.
- Burton, Maureen, Reynold F. Nesiba, Bruce Brown (2015). *An Introduction to Financial Markets and Institutions*. Newyork. Published by: Routlege. 2nd Edition.
- Cameron, Rondo, Olga Crisp, Hugh T. Patrick, Richard Tilly (1967). *Banking in the Early Stages of Industrialization: A study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press.
- Cassis, Youssef, Wójcik Dariusz (2018). *International Financial Centres: After the Global Financial Crisis and Brexit*. Oxford: Oxford University Press.
- Cecchetti, Stephen, Schoenholtz Kermit (2011). *Money Banking and Financial Markets*, McGraw Hill Education. 3rd Edition.
- Cecchetti, Stephen, Schoenholtz Kermit (2014). *Money Banking and Financial Markets*, McGraw Hill Education. 4th Edition.
- Cecchetti, Stephen, Schoenholtz Kermit (2017). *Money Banking and Financial Markets*, McGraw Hill Education. 5th Edition.
- Checkland, Sydney G. (1975). *Scottish Banking: A history, 1695–1973*. Glasgow: Collins.
- De Haan Jakob, Sander Oosterloo, Dirk Schoenmaker (2009). *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Ross Levine (2001b). *Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Cambridge: MA: MIT Press.
- De Vries, Jan, Ad Van der Woude (1997). *The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch economy, 1500-1815*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Dickson, Peter G. M. (1967). *The Financial Revolution in England: A study in the Development of Public Credit, 1688–1756*. London: Macmillan.
- Epstein, Gerald (2005). *Financialization and the World Economy*. Northampton: Edward Elgar Press.
- Fenstermaker, J. Van (1965). "The Development of American Commercial Banking: 1782-1837". Kent, Ohio: Kent State University Press.
- Gale, Douglas, Franklin Allen, (2000). *Comparing Financial Systems*, MIT-Press, Cambridge.

- Gerschenkron, Alexander (1952). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. In B. F. Hoselitz (eds.). *The Progress of Underdeveloped Areas*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 3–29.
- Gerschenkron, Alexander (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- Giddens, Anthony (1990). *The Consequences of Modernity*. Stanford University Press: Stanford, CT.
- Goldsmith, Raymond William (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven.
- Greenwald, Bruce, Joseph Stiglitz, (2003). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Gupta, Kanhaya Lal (1984). *Finance and Economic Growth in Developing Countries*. London: Croom Helm.
- Günel, Mehmet (2006). “Para, Banka ve Finansal Sistem”. Ankara: Yeni Dönem Yayıncılık.
- Haan, Jakob De, Dirk Schoenmaker, Peter Wierts (2020). *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*. Fourth Edition, Cambridge University Press, Cambridge.
- Harrod, Roy Forbes (1948). *Towards a Dynamic Economics*. London: Macmillan.
- Hart, Marjolein, Joost Jonker, Jan Luiten Van Zanden (1997). *A Financial History of the Netherlands*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Harvey, David (1989). *The Condition of Postmodernity*. Oxford: Blackwell.
- Held, David, Anthony McGrew, David Goldblatt, Jonathan Perraton (1999). *Globalization*. Foreign Policy Center: London, UK.
- Hicks, John Richard (1963). *The Theory of Wages*. Second Edition, London: MacMillan.
- Hicks, John Richard (1969). *A Theory of Economic History*. Clarendon Press, Oxford.
- Hoffman, Philip T., Postel-Vinay, Gilles Rosenthal, Jean-Laurent (2000). *Priceless Markets: The Political Economy of Credit in Paris, 1660-1870*. University of Chicago Press.
- Hume, David (1985). *Essays: Moral, Political, and Literary*. Miller, Eugene, Ed. Indianapolis: Liberty Classics.

- Khor, Martin (2001). *Rethinking Globalization: Critical Issues and Policy Choices*, Zed Books, London.
- Kindleberger, Charles P. (1984). *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen and Unwin.
- Madura, Jeff (2009). *Financial Markets and Institutions*. 8th Edition, South-Western Cengage Learning.
- Mc Kinnon, Ronald I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, DC.
- Mc Kinnon, Ronald I. (1991). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 13-16.
- Maddison, Angus (1982). *Phases of Capitalist Development*. Oxford University Press, Oxford.
- Matousek, Roman (2010). *Money, Banking and Financial Markets in Central and Eastern Europe*. London: Palgrave Macmillan. Retrieved from <https://www.amazon.com/Banking-Financial-Markets-Central-Eastern/dp/1349312118>.
- Matyas, Laszlo, Patrick Sevestre (2008). *Advanced Studies in Theoretical and Applied Econometrics. The Econometrics of Panel Data: Fundamentals and Recent Developments in Theory and Practice*. Springer, Third Edition.
- Mishkin, Frederick S., Stanley G. Eakins (2002). *Financial Markets and Institutions*. Pearson Education.
- Mishkin, Frederick S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Publications Company. 1st Edition.
- Mishkin, Frederick S. (2010). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Publications Company. 7th Edition.
- Mishkin, Frederick S., Stanley G. Eakins (2011). *Financial Markets and Institutions*. Pearson Education.
- Mishkin, Frederick S., Stanley G. Eakins (2018). *Financial Markets and Institutions*. East Carolina University.
- Mittelman, James H., (2000). *The Globalization Syndrome: Transformation and Resistance*, Published by: Princeton University Press.
- Morikawa, Hidemasa (1992). *Zaibatsu: The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan*. Tokyo: University of Tokyo Press.

- Murphy, Antoin E. (1997). *John Law: Economic Theorist and Policy-maker*. Oxford, U.K.: Clarendon.
- Neal, Larry. (1990). *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Perkins, Edwin Judson (1994). *American Public Finance and Financial Services. 1700-1815*. Columbus: Ohio State University Press.
- Pesaran, M. H., ve Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- Pesaran, M. Hashem (2015). *Time Series and Panel Data Econometrics*. Oxford University Press.
- Pressnell, Leslie S. (1956). *Country Banking in the Industrial Revolution*. Oxford, U.K.: Clarendon.
- Ritter, Lawrence S., William L. Silber, Gregory F. Udell (2014). "Principles of Money, Banking and Financial Markets". Pearson New International Edition, Pearson Education Limited (UK).
- Robertson, Roland (1992). *Globalization: Social Theory and Global Culture*. London: Sage.
- Saunders, Anthony, Marcia Millon Cornett (2012). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. 7th ed. (New York: McGraw-Hill).
- Schaberg, Marc (1999). *Globalization and the Erosion of National Financial Systems. Is declining Autonomy Inevitable?*. Edward Elgar Publishing.
- Schama, Simon (1988). "The Embarrassment of Riches: An interpretation of the Dutch Culture of the Golden Age". New York: Knopf.
- Scholte, Jan Aart (2000). *Globalization a Critical Introduction*. London: Palgrave.
- Schumpeter, Joseph Alois (1911). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge.
- Schumpeter, Joseph Alois (1912). *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph Alois (1934). *The Theory of Economic Development : An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

- Schumpeter, Joseph Alois (1934). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. New Brunswick, N.J.: Transaction Books.
- Schumpeter, Joseph Alois (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. 2 Vol. New York: McGraw-Hill.
- Shaw, Edward Stone (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, New York.
- Smith, Adam (1776). *Milletlerin Zenginliği*. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul. Hasan Ali Yücel Klasikler Dizisi, 8-9.
- Suzuki, Yoshio (1987). *The Japanese Financial System*. Oxford: Clarendon Press.
- Sylla, Richard (1997). "The Rise of Securities Markets: What Can Government Do?". In *Reforming Financial Systems: Historical Implications for Policy*, Edited by Gerard Caprio, Jr., and Dimitri Vittas, 198-211. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sylla, Richard (1999a). "Shaping the US financial System, 1690-1913: The Dominant Role of Public Finance". In Richard Sylla, Richard Tilly and Gabriel Tortella, Eds. *The State, the Financial System and Modernization*. Cambridge: Cambridge University Press, 249-270.
- Sylla, Richard (1999b). "Emerging Markets in History: The United States, Japan, and Argentina". In Ryuzo Sato, Rama V. Ramachandran and Kazuo Mino, Eds., *Global Competition and Integration*. Boston: Kluwer Academic, 427-446.
- Tamaki, Norio (1995). *Japanese Banking: A history, 1859–1959*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tarullo, Daniel K. (2008). *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- Tatoğlu Yerdelen, Ferda (2012). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu Yerdelen, Ferda (2013). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu Yerdelen, Ferda (2018). *İleri Panel Veri Analizi*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Tracy, James Donald (1985). *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the Country of Holland, 1515–1565*. Berkeley: University of California Press.

- Tucker, Josiah (1776). Four Tracts on Political and Commercial Subjects. 3rd Ed. Reprint, Clifton, N.J.: Augustus M. Kelley Publishers.
- Udell, Gregory F., Lawrence S. Ritter, William L. Silber, (2014). Principles of Money, Banking and Financial Markets: Pearson New International Edition.
- Veblen, Thorstein (1915). Imperial Germany and the Industrial Revolution. Macmillan, London.
- Viney, Christopher, Peter Phillips (2019). Financial Institutions, Instruments and Markets, 9th edition, McGraw-Hill Education (Australia) Pty Ltd.
- Waters, Malcolm (2001). Globalization (Key Ideas). Publisher: Routledge.
- Webb, Robert, Brahma Sanjuktha (2013). Economics Express: Financial Markets and Institutions. Harlow, United Kingdom: Pearson.
- Wilkins, Mira (1989). The History of Foreign Investment in the United States to 1914. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2010). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. MIT Press.
- Yamazawa, Ipppei (1990). Economic Development and International Trade: The Japanese Model, Honolulu: East-West Center 1990. Cambridge: Cambridge University Press: 23 March 2011.
- Yartey, Charles Amo, 2007, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in Africa," in Okpara, John, ed., "Management and Economic Development in Sub-Saharan Africa: Theoretical and Applied Perspectives". London: Adonis and Abbey.,
- Yetkiner, Hakan (2012). "Industrial Dynamics, Innovation Policy, and Economic Growth through Technological Advancements". (Edited book, together with Erkan Erdil and Teoman Pamukçu-English). Hersher: IGI Global.

2. Makaleler, Bildiriler, Diğer Basılı Yayınlar

- Abromovitz, Moses (1986). "Catching Up, Forging Ahead, and Falling Behind". Journal of Economic History, 46: 386-406.
- Acemoğlu, Daron, Simon Johnson, James A. Robinson (2001). "Colonial Origins of Comparative Development: an Empirical Investigation". American Economic Review, 91: 1369-1401.
- Acemoğlu, Daron, Simon Johnson, James A. Robinson (2004). "Institutions as the Fundamental Cause of Long-run Growth". NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research, Inc, No. 10481.

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, James A. Robinson, Pierre Yared (2008). "Income and Democracy". *American Economic Review*, 98(3): 808-842.
- Adnan, Noreen (2011). "Measurement of Financial Development". 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, Doha, Qatar, December, 19-21.
- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Abhijit Vinayak Banerjee (2004). "Financial Development and the Instability of Open Economies". *Journal of Monetary Economics*, 51: 1077-1106.
- Ahluwalia, Montek Singh (1990). "Policies for Poverty Alleviation". *Asian Development Review* 8(1): 111-132.
- Ahn, Seung Chan, Peter Schmidt (1995). "Efficient Estimation of Models for Dynamic Panel Data". *Journal of Econometrics*, 68: 5-27.
- Aizenman, Joshua, Jinjark Yothin, Park Donghyun (2015). "Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis". Working Paper 20917 <http://www.nber.org/papers/w20917>.
- Allen, Franklin, Gale Douglas (1999). "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, 8: 68-89.
- Alter, Adrian, Andreas Beyer (2013). "The Dynamics of Spillover Effects During the European Sovereign Debt Turmoil". EXB Working Paper No. 1558 (June).
- Alvarez, Javier, Manuel Arellano (2003). The Time Series and Cross- Section Asymptotics of Dynamic Panel Data Estimators. *Econometrica*, 71(4): 1121-1159.
- Amable, Bruno, Jean-Bernard Chatelain, Kirsten Ralf (2004). "Credit Rationing, Profit Accumulation and Economic Growth". *Economics Letters*, Elsevier, 117 (4), 301-307. [ff10.1016/j.econlet.2004.03.034](https://doi.org/10.1016/j.econlet.2004.03.034)[ff. fffalshs-00112521f](https://doi.org/10.1016/j.econlet.2004.03.034).
- Anderson, Theodore W., Hsiao Cheng (1981). "Estimation of Dynamic Models with Error Components". *Journal of American Statistical Association*, 76: 598-606.
- Andrianova, Svetlana, Panicos Demetriades, Anja Shortland (2008). "Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development". *Journal of Development Economics*, 85: 218-252.
- Antzoulatos, Angelos A., Ekaterini Panopoulou, Chris Tsoumas (2011). "Do Financial Systems Converge?". *Review of International Economics*, 19: 122-136.

- Apergis, Nicholas, Christina Christou, Stephen M. Miller (2011). "Convergence Patterns in Financial Development: Evidence from Club Convergence". Working Papers 1104, University of Nevada, Las Vegas, Department of Economics.
- Arellano, Manuel, Olympia Bover (1995). "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Components Models". *Journal of Econometrics* 68 (1): 29–51.
- Arellano, Manuel, Stephen Bond (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations". *Rev. Econ. Stud.* 58 (2): 277-297.
- Arestis, Philip, Panicos Demetriades (1997). "Financial Development and Economic Growth: Assessing The Evidence". *Economic Journal*, c. 107, 442: 783-799.
- Arestis, Philip, Machiko Nissanke, Howard Stein (2005). "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Repression Theory". *Eastern Economic Journal*, (Forthcoming).
- Arestis, Philip (2016). "Financial Liberalization, the Finance-Growth Nexus, Financial Crises and Policy Implications" in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *Financial Liberalisation: Past, Present and Future*, Annual Edition of *International Papers in Political Economy*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Arshanapalli Bala, John Doukas (1993). "International Stock Market Linkages: Evidence from the pre- and post- October 1987 Period". *Journal of Banking and Finance*, 17: 193-208.
- Asongu, Simplice (2012). "How Has Mobile Banking Stimulated Financial Development in Africa?". *African Governance and Development Institute* WP/12/027. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2493243> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2493243>.
- Atje, Raymond, Boyan Jovanovic (1993). "Stock Markets and Development". *European Economic Review*, 632-640.
- Atkinson, Giles, Kirk Hamilton (2003). "Savings, Growth and the Resource Curse Hypothesis". *World Development*, 31: 1793-1807.
- Ayaydın, Hasan, Hüseyin Dağlı (2012). "Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26: 3-4.
- Azariadis, Costas, Allan Drazen (1990). "Threshold Externalities in Economic Development". *The Quarterly Journal of Economics*, 105: 501-526.

- Badeeb, Ramez Abubakır, Hooi Hooi Lean, Jeremy Clark (2017). “The Evolution of the Natural Resource Curse Thesis: A Critical Literature Survey”. *Resources Policy*, 51: 123–134.
- Baerle, Lieven, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova, Cyril Monnet (2004). “Measuring Financial Integration in the Euro Area”. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4): 509-530.
- Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street: “A Description of the Money Market”*. New York: Scribner reprinted by John Wiley and sons. London: John Murray.
- Bahadır, Berrak, Neven Valev, (2015). “Financial Development Convergence”. *Journal of Banking and Finance*, Elsevier, 56(C): 61-71.
- Baier, Scott L., Gerald Jr. Dwyer, Robert Tamura, (2004). “Does Opening a Stock Exchange Increase Economic Growth?”. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, 23(3): 311-331.
- Bailliu, Jeannine, (2000). “Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries”. *Bank of Canada Working Paper*, 2000-15.
- Balcerowicz, Leszek (2006). “Enlargement, the Lisbon Agenda, and the Economic Development of Member States”. *Atlantic Economic Journal*, 34: 261–273.
- Barro, Robert J., (1991). “Economic Growth in a Cross Section of Countries”. *Quarterly Journal of Economics*, 106: 407–443.
- Barro, Robert J., Xavier Sala-i-Martin (1991). “Convergence Across States and Regions”, *Brooking Papers on Economic Activities*, 1: 107-182.
- Barro, Robert J. (1994). “Economic Growth and Convergence”. *International Center of Economic Growth*, San Francisco, California, 1–29.
- Barro, Robert J., N. Gregory Mankiw, Xavier Sala-i Martin (1992). “Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth”, *NBER Working Paper No: 4206*.
- Barro, Robert J., Xavier Sala-i Martin, (1995). “Economic Growth”. *McGraw Hill*, New York.
- Barro, Robert J., Xavier Sala-i Martin (1995). “Technological Diffusion, Convergence, and Growth”. *NBER Working Paper No: 5151*.
- Barucci, Emilio, Tommaso Colozza, Carlo Milani (2017). “The Effect of Bank Bailouts in the EU”. Paper presented at the Annual Meeting of Amases, Cagliari, Italy, September.
- Baumol, William J. (1986). “Productivity Growth, Convergence, and Welfare: What the Long-run Data Show”. *American Economic Review*, 76, 1072-1085.

- Bayoumi, Tamim (1993). "Financial Deregulation and Household Saving". *Economic Journal*, 103: 1432-1443.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (1999). "A New Database on Financial Development and Structure". Policy Research Working Paper, 2146.
- Beck Thorsten, Loayza Norman, Ross Levine (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics*, 46: 31-77.
- Beck, Thorsten, Ross Levine (2002). "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market-or Bank-based System Matter?". *Journal of Financial Economics*, 64(2), 147-180.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003). "Law, Endowment and Finance". *Journal of Financial Economics*, 70: 137-81.
- Beck, Thorsten, Ross Levine (2004). "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence". *Journal of Banking and Finance*, 28: 423-442.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2005). "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?". *The Journal of Finance*, 60, 137-177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727>.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2009). "Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-data and Analysis". World Bank Policy Research Working Paper, 4943.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2010). "Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time: the Updated Financial Development and Structure Database". *World Bank Economic Rev*, 24(1): 77-92.
- Beck, Thorsten (2013). "Finance and Growth: Too much of Good Thing?". Retrieved September 5, 2014, from VOX: Research-based Policy Analysis and Commentary from Leading Economists: http://www.voxeu.org/article/finance-and-growth?quicktabs_tabbed_recent_articles_block=0.
- Becker, Gary S., Kevin M. Murphy, Robert Tamura (1990). "Human Capital, Fertility and Economic Growth". *Journal of Political Economy*, 98(5): 12-37.
- Beduc, Louis, F. Ducruezet, P. Papadacci (1992). "The French Financial System, Banking Structures in Major Countries". *Banking Structures in Major Countries*, Edited by George G. Kaufman, 245-292.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey (2000). "Foreign Speculators and Emerging equity Markets". *Journal of Finance*, 55: 565-614.

- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian Lundblad (2001). "Emerging Equity Markets and Economic Development". *Journal of Development Economics*, 66: 465-504.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Robin Lumsdaine (2002a). "Dating the Integration of World Capital Markets". *Journal of Financial Economics*, 65: 203-247.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian Lundblad (2005). "Growth Volatility and Financial Liberalization". *Journal of International Money and Finance*, 24: 370-403.
- Bell, Clive, Peter Rousseau (2001). "Post-independence India: a Case of Finance-led Industrialization?". *Journal of Development Economics*, Elsevier, 65(1), 153-175.
- Ben Naceur, Sami, Samir Ghazouani, Mohammed Omran, (2007). "Does Stock Market Liberalization Spur Financial and Economic Development in the MENA Region?". *Journal of Comparative Economics*, 36(4): 673-693.
- Bencivenga, Valerie R., Bruce D. Smith (1991). "Financial Intermediation and Endogenous Growth". *Review of Economic Studies*, 58: 195-209, <https://doi.org/10.2307/2297964>.
- Bencivenga, Valerie R., Bruce D. Smith, Ross M. Starr (1995). "Transaction Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. *Journal of economic Theory*, 67 (1): 153-177.
- Benhabib, Jess, Mark M. Spiegel (2000). "The Role of Financial Development in Growth and Investment". *Journal of Economic Growth*, 5 (4): 60.
- Benzie, Richard (1992). "The Development of the International Bond Market". *BIS Economic Papers*, No. 32.
- Berglöf, Erik (1990). "Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems". In: Aoki, M. et al. (eds.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, London, 237-262.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, Simon Gilchrist (1996). "The Financial Accelerator and the Flight to Quality". *Review of Economics and Statistics*, 78: 1- 15.
- Bernard, Andrew B., Charles I. Jones (1996a). "Technology and Convergence". *Economic Journal*, 106 (43): 1037-44.
- Berthelemy, Jean Claude, Aristomene Varoudakis (1996). "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development". *Oxford Economic Papers*, 48 (2): 300-328.

- Bhattacharyya Sambit, Hodler Roland (2010). "Do Natural Resource Revenues Hinder Financial Development?". The Role of Political Institutions, CSAE WPS/2010-40, Centre Oxford, UK.
- Bianco, Magda, Andrea Gerali, Riccardo Massaro (1997). "Financial Systems Across "Developed Economies": Convergence or Path Dependence?". *Research in Economics*, 51 (3): 303-331.
- Bikker, Jakob A., Sherrill Shaffer, Laura Spierdijk (2012). "Assessing Competition with the Panzar-Rosse Model: the Role of Scale, Costs, and Equilibrium". *Review of Economics and Statistics*, 94: 1025-1044.
- Blackburn, Keith, Viktor T.Y. Hung (1998). "A Theory of Growth, Financial Development and Trade". *Economica*, 65 (257): 107-124. doi:10.1111/1468-0335.00116.
- Blundell, Richard, Stephen Bond (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models". *Journal of Econometrics*, 87: 115-143.
- Boot, A.W. Arnoud., Jamin S. Greenbaum, Anjan Thakor (1993). "Reputation and Discretion in Financial Contracting". *American Economic Review*, 83: 1165-1183.
- Boot, A.W. Arnoud, Jamin S. Greenbaum, Anjon Thakor (1997). "Financial System Architecture". *Review of Financial Studies*, 10(3): 693-733.
- Boyd, John H., Bruce D. Smith, (1996). "The Co-evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process". *World Bank Economic Review*, 10 (2): 371–396.
- Boyd, John H., Bruce D. Smith, (1998). "The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development". *Economic Theory*, 12 (3): 519–560.
- Boyd, John H., Ross Levine, Bruce D. Smith (2001). "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance". *Journal of Monetary Economics*, 47 (2): 221-248.
- Boyd, John H., Edward Prescott (1986). "Financial Intermediary-coalitions". *Journal of Economic Theory*, 38 (2): 211-232.
- Bruno, Giuseppe, Ricardo De Bonis, Andrea Silvestrini (2012). "Do Financial Systems Converge? New Evidence From Financial Assets in OECD Countries". *Journal of Comparative Economics*, 40: 141- 155.
- Bun, Maurige J. G., Frank Windmeijer (2010). "The Weak Instrument Problem of the System GMM Estimator in Dynamic Panel Data Models. *Econometrics Journal* 13(1):95-126.

- Caballero, Ricardo J., Arvind Krishnamurthy (2004). "Fiscal Policy and Financial Depth". NBER Working Paper, No. 10532.
- Calderon-Rossell, Jorge R. (1990). "The Structure and Evolution of World Stock Markets, in Pacific Basin Capital Markets". Research Proceeding of the First Annual Pacific Basin Finance Conference (Eds) S. G. Rhee and P. C. Rosita, Taipei, China, 13–15 March 1989, North-Holland, Amsterdam.
- Calderon-Rossell, Jorge R. (1991). "The Determinants of Stock Market Growth, in Pacific Basin Capital Markets". Research Proceeding of the Second Annual Pacific Basin Finance Conference (Eds) S. G. Rhee and P. C. Rosita, Vol. II, Bangkok, Thailand, 4–6 June, North-Holland, Amsterdam.
- Canarella, Giorgio, Stephen M. Miller, Stephen K. Pollard (2011). "The Global Financial Crisis and Stochastic Convergence in the Euro Area". *International Advances in Economic Research*, 17(3): 315-333.
- Capie, Forrest H. (2001a). "The Monetary Dimension in Eighteenth-century England". Working paper. Forthcoming in *Festschrift for Patrick O'Brien*.
- Capie, Forrest H. (2001b). "The Origins and Development of Stable Fiscal and Monetary Institutions in England". In Michael Bordo and Roberto Cortés-Conde, eds., *Transferring Wealth and Power from the Old to the New World: Monetary and Financial Institutions in the 17th Through the 19th Centuries* (Cambridge: Cambridge University Press, 2002), 19-58.
- Carlino, Gerald A., Mills Leonard. O. (1993). "Are U.S. Regional Incomes Converging?". *Journal of Monetary Economics*, 32(2): 335-346.
- Cass, David (1965). "Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation". *Review of Economic Studies*, 32: 233-240.
- Cesarano, Filippo (2011). "The Political and Economic Dimension of Monetary Unions". *Open Economies Review*, Springer, 22(5): 985-996.
- Ceylan, Reşat (2010). "Yakınsama Hipotezi: Teorik Tartışmalar". *Sosyoekonomi* /2010-1/ 100103, 6.
- Chakraborty, Shankha, Ray Tridip (2002). "Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis". *Journal of Monetary Economics*, 53 (2): 329-350.
- Chatterji, Monojit (1993). "Convergence Clubs and Endogenous Growth". *Oxford Review of Economic Policy*, 8: 57-69.
- Chick, Victoria, Sheila C. Dow, (1988). "Post-Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and Regional Development", in Arestis P. (Ed.) *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*, Aldershot, UK: Elgar.

- Chinn, Menzie D., Hiro Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". *Journal of Development Economics*, 81 (1): 163-192.
- Christensen, Jakob (2005). "Domestic Debt Markets in Sub-Saharan Africa". *IMF Staff Papers*, 52 (3): 518-538.
- Claessens, Stijn, Aslı Demirgüç-Kunt, Harry Huizinga, (2001). "How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?". *Journal of Banking and Finance*, 25: 891-911.
- Claessens, Stijn (2008). "The New International Financial Architecture Requires Better Governance?". In Berry Eichengreen, Richard Baldwin (Eds.), *What G20 Leaders Must Do to Stabilise our Economy and Fix the Financial System*, 29-33. London: Centre for Economic Policy Research.
- Clifton, Judith, Francisco Comín, Daniel Díaz-Fuentes (2006). "Privitizing Public Enterprises in the European Union 1960-2002: Ideological, Pragmatic, Inevitable?". *Journal of European Public Policy*, 13(5): 736-756.
- Cobham, Alexander (2001). "Capital Account Liberalization and Poverty". Queen Elizabeth House, Oxford: Queen Elizabeth House, Working Paper 70.
- Cobham, David, Jean-Marine Serres (2000). "A Characterization of the French Financial System". *Manchester School*, 68: 44-67.
- Cobb, Charles W., Paul H. Douglas (1928). "A Theory of Production". *The American Economic Review*, 18 (1): 139-165.
- Cohen, Wesley M., Daniel A. Levinthal, (1989). "Innovation and Learning: The Two Faces of R&D". *The Economic Journal*, 99 (397): 569-596. Published By: Oxford University Press.
- Cull, Robert, (1998). "How Deposit Insurance Affects Financial Depth? A Cross-Country Analysis". The Worldbank Development Research Group, Policy Research Working Paper, 1875.
- Danailova-Veleva, Slaviiiana, Lyubka Doukovska, Vassia Atanassova, (2020). "Inter Criteria Analysis of the Financial System in the EU Countries". *Proceedings of 2020 IEEE 10th International Conference on Intelligent Systems*.
- Darıcı, Havva Kılıç, Nurettin Öztürk, Salih Barışık (2010). "Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (12): 95-119.
- De Gregorio, Jose (1993). "Credit Markets and Stagnation in an Endogenous Growth Model". Working Paper 93/72, International Monetary Fund, Washington, DC.

- Deidda, Luca, Bassam Fattouh (2002). "Non-linearity between Finance and Growth". *Economics Letters*, (743): 339-345.
- Dekle, Robert, Madhavi Pundit (2016). "The Recent Convergence of Financial Development in Asia". *Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (5): 1106-1120, DOI: 10.1080/1540496X.2015.1103142.
- De la Torre, Augusto, Erik Feyen, Alain Ize (2011). "Financial Development: Structure and Dynamics". World Bank Policy Research Working Paper No. 5854, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1948992>.
- Demirgüç-Kunt Aslı, Enrica Detragiache (1997). "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries". IMF Working Paper. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=2323> (application/pdf).
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Enrica Detragiache (1998). "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries". *IMF Staff Papers*, 45: 81-109.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Ross Levine (1996a). "Stock Markets Corporate Finance and Economic Growth: An Overview". *World Bank Economic Review* 10(2): 223-240.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Ross Levine (1996b). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts". *World Bank Economic Review*, 10(2): 291-322.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Vojislav Maksimović (2000). "Funding Growth in Bank Based and Market Based Financial Systems". Policy Research Working Paper, 2342.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Ross Levine (2008). "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth". Policy Research Working Paper 4469.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Leora Klapper (2012). "Measuring Financial Inclusion the Global Findex Database". Policy Research Working Paper, 6025.
- Demsetz, Harold (1973). "Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy". *Journal of Law and Economics*, 16 (1): 1-9.
- DFID (2004). "The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction". Policy Division Working Papers, 12886, Department for International Development (DFID) (UK).
- Diamond, Peter (1965). "National Debt in a Neoclassical Growth Model". *American Economic Review*, 55 (5): 1126-1150.
- Diamond, Douglas W., Philip H. Dybvig (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy*, June, 91(3): 401-419.

- Diamond, Douglas W. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- Dixon, Peter Bishop, Rimmer, Maureen T. (2005). "Analysing Convergence with a Multi-Country Computable General Equilibrium Model: PPP versus MER". *Energy and Environment*, 16(6): 901-921.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, Tatiana Nenova, Andrei Shleifer, (2003). "Who Owns the media?". *The Journal of Law and Economics*, 46(2): 341-382.
- Dobson, Stephen, C. Ramlogan (2002). "Economic Growth and Convergence in Latin America". *Journal of Development Studies*, 38 (6): 83-104. DOI: 10.1080/00220380412331322591.
- Do, Quy-Toan, Andrei Levchenko (2004). "Trade and Financial Development". *The World Bank, Policy Research Working Paper Series*, No. 3347.
- Dosi, Giovanni (1990). "Finance, Innovation and Industrial Change". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13: 299-319.
- Dow, Sheila C. (1992). "The Regional Financial Sector: a Scottish Case Study". *Regional Studies*, 26(7): 619-631.
- Dow, Sheila C., Carlos Rodríguez Fuentes (1997). "Regional Finance: a Survey". *Regional Studies*, 31(9): 903-920.
- Dow, Sheila C. (1999). "Stages of Banking Development and the Spatial Development of Financial Systems". In Martin R. (Ed.) *Money and the Space Economy*. Chichester, UK: Wiley.
- Dow, Sheila C., Alberto Montagnoli, Oresta Napolitano (2012). "Interest Rates and Convergence Across Italian Regions". *Regional Studies*, 46(7): 893-905.
- Driffill, John (2003). "Growth and Finance". *The Manchester School*, 71 (4): 363-380.
- Durbin, James (1954). "Errors in Variables". *Review of the International Statistical Institute*, 22(1954): 23-32.
- Durlauf, Steven N., Paul A. Johnson (1995). "Multiple Regimes and Cross-country Growth Behavior". *Journal of Applied Econometrics*, 10: 365-84.
- Easterbrook, Frank (1997). "International Corporate Differences: Markets or Law?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 9: 23-29.
- Edey Malcolm, Ketil Hviding (1995). "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries". No.154, *OECD Economics Department Working Papers* from OECD Publishing.

- Eichengreen, Barry, Rachita Gullapalli, Panizza Ugo, (2011). "Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View". *Journal of International Money and Finance*, 30 (6): 1090-1106.
- Eichengreen, Barry (2019). "The International Financial Implications of Brexit". *Int Econ Econ Policy*, 16: 37-50. <https://doi.org/10.1007/s10368-018-0422-x>.
- Elmslie, Bruce Truitt (1995). "The Convergence Debate Between David Hume and Josiah Tucker". *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 207–216.
- El-Wassal, Kamal A. (2005). "Understanding the Growth in Emerging Stock Markets". *Journal of Emerging Market Finance*, 4: 227–261.
- El-Wassal, Kamal A. (2013). "The Development of Stock Markets: In Search of a Theory." *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3): 606-624.
- Ercan, Nihal Y. (2000). "İçsel Büyüme Teorisi: Genel Bir Bakış". *Planlama Dergisi Özel Sayı-DPT'nin Kuruluşunun 42. Yılı*, 132.
- Erdem, Ekrem, M. Fatih İlgün, Cüneyt Dumrul (2011). "Finansal İstikrarın Bankacılık Sisteminin Borç Verme Politikaları Üzerindeki Etkisi: 2008 Küresel Krizi Çerçevesinde Türkiye Üzerine Bir İnceleme". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5(1).
- Erim, Neşe, Armağan Türk (2005). "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme". *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 10 (2): 21-45.
- Eun, Cheol S., Sangdal Shim (1989). "International Transmission of Stock Market Movements". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24: 241-256.
- Evrensel, Ayşe Y. (2002). "Effectiveness of IMF-supported Stabilization Programs in Developing Countries". *Journal of International Money and Finance*, 21: 565–587.
- Favara, Giovanni (2003). "An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth". *International Monetary Fund Working Paper Series*, WP/03/123: 1-46.
- Fischer, Stanley (1998). "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF". *Princeton Essays in International Finance*, 207: 1-10.
- Fischer, Stanley (2003). "Globalization and Its Challenges". *American Economic Review*, 93(2): 1-30.
- Frankel, Jeffrey A. (2000). "Globalization of the Economy". NBER Working Papers, 7858, National Bureau of Economic Research, Inc.

- Franks, Julian, Colin Mayer (1995). "Ownership and Control", in: Siebert H. (ed) Trends in Business Organisation: Do Participation and Cooperation increase Competitiveness?. Mohr: Tübingen.
- Franks, Julian, Colin Mayer (1995a). "Ownership, Control and the Performance of Corporations". Review of Financial Studies, 2001, 14 (4): 943-77.
- Fritsche, Ulrich, Vladimir Kuzin (2011). "Analysing Convergence in Europe Using the Non-linear Single Factor Model". Empirical Economics, 41: 343-369.
- Fritz, Richard G. (1984). "Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development". Journal of Economic Development July, 91-112.
- Fung, Michael K., (2009). "Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence?". Journal of International Money and Finance, 28 (1): 56-67.
- Galetović, Alexander (1996). "Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of the Evidence". BNL Quarterly Review, 49 (196): 59-82.
- Galor, Oded (1996). "Convergence? Inferences from Theoretical Models". The Economic Journal, 106, 1056-1069.
- Galor, Oded, Andrew Mountford (2006). "Trade and the Great Divergence: The Family Connection". American Economic Review, 96: 229-303.
- Galvão, Antonio F., Fabio Augusto Reis Gomes, (2007). "Convergence or Divergence in Latin America? A Time Series Analysis". Applied Economics, 39 (11): 1353-1360.
- Gao, Shangquan (2000). "Economic Globalization: Trends, Risks and Risk Prevention". Economic and Social Affairs, CDP Background Paper No. 1.
- Garcia, F. Valeriano, Liu, Lin (1999). "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development". Journal of Applied Economics, 2: 29-59.
- Gelbard, Enrique A., Sergio Pereira Leite (1999). "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa". IMF Working Paper, No: WP/99/105, August.
- Gertler, Mark, Andrew Rose (1994). "Finance, Public Policy and Growth". Gerard Caprio Jr. et al, 13-48.
- Giannetti, Mariassunta (2002a). "Risk Sharing and the Growth of Firms: Theory and International Evidence," unpublished manuscript, Stockholm School of Economics.

- Giannetti, Mariassunta (2002b). “Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- Giavazzi, Francesco, Giovannini Alberto (2010). “Central Banks and the Financial System”. Working Paper 16228 <http://www.nber.org/papers/w16228>.
- Gomez-Biscarri, Javier, Luis Carranza, Jose E. Galdon-Sanchez (2010). “Understanding the Relationship between Financial Development and Monetary Policy”. *Review of International Economics*, 18 (5): 849-864.
- Gould, David M., Roy J. Ruffin (1993). “What Determines Economic Growth”. Federal Reserve Bank of Dallas, 5-7.
- Grabel, Ilene (1997). “Savings, Investment, and Functional Efficiency: a Comparative Examination of National Financial Complexes”. In: R. Pollin (ed): *The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Greenwald, Bruce, Joseph Stiglitz, Andrew Weiss (1984). “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations”. *American Economic Review*, 74: 194-200.
- Greenwood, Jeremy, Boyan Jovanovic (1990). “Financial Development, Growth and the Distribution of Income”. *Journal of Political Economy*, 5: 1076-1107. <http://dx.doi.org/10.1086/261720>.
- Gregorio, Jose De, Pablo Emilio Guidotti (1995). “Financial Development and Economic Growth”. *World Development*, 23 (3): 433-448.
- Grima, Sourafel, Anja Shortland (2008). “The Political Economy of Financial Development”. *Oxford Economic Papers*, 60 (4): 567-596.
- Guindos, Luis de (2020) “The Euro Area Financial Sector: Opportunities and Challenges”. XXVI Santander Iberian Conference.
- Gurley, John G., Edward S. Shaw (1955). “Financial Aspects of Economic Development”. *American Economic Review* 45: 515–538.
- Hackethal, Andreas, Reinhard H. Schmidt (2000). “Finanzsystem und Komplementarität”. In: *Beihefte zu Kredit und Kapital* 15: *Finanzmärkte im Umbruch*, 53.
- Hagg, Ingemund, Erik Hornell, (1987). “Agande Och Kontroll i Storbritanniens Naringsliv”. Studie Forbundet Naringsliv Oeb Samhalle: SNS Occasional Papers.
- Hansen, Lars (1982). “Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators”. *Econometrica*, 50 (4): 1029-54.

- Hansmann, H., Kraakman R. (2002). "Toward a Single Model of Corporate Law?". In: McCahery J.A., Moerland P., Raaijmakers T. and Renneboog L. (eds) *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity*, Oxford: Oxford University Press.
- Harris, Richard D.F. (1997). "Stock Markets and Development: A Re-assessment". *European Economic Review*, 41: 139-146.
- Hassan M. Kabir, Benito Sanchez, Jung-Suk Yu (2011). "Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51 (1): 88-104.
- Hauner, David (2008). "Credit to Government and Banking Sector Performance". *J Bank Finance* 32: 1499–1507.
- Hauner, David (2009). "Public Debt and Financial Development". *Journal of Development Economics*, 88: 171–183.
- Hausman, Jerry A. (1978). "Specification Tests in Econometrics". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6): 1251-1271.
- Hausman, Jerry A., William E. Taylor (1981). "Panel Data and Unobservable Individual Effect". *Econometrica*, 49(6): 1377-1398.
- Heimonen, Kari (2010). "Money and Equity Returns in the Euro Area". *Global Finance Journal*, 21(2): 152–169.
- Hellmann, Thomas F., Kevin C. Murdock, Joseph E. Stiglitz (2000). "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: are Capital Requirements enough?". *American Economic Review*, 90(1): 147– 165.
- Hellwig, Martin, (1998). "On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control". University of Mannheim Working Paper (not published).
- Henry, Peter Blair (2000). "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices". *Journal of Finance*, 55 (2): 529-564 (Lead article; nominated for Smith Breeden Prize; Reprinted in: *International Library of Critical Writings in Financial Economics*, Richard Roll, (ed.), Edward Elgar Publishing; *A Reader in International Corporate Finance*, Stijn Claessens and Luc Laeven (eds.), The World Bank).
- Henry, Peter Blair (2007). "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation". *Journal of Economic Literature*, 45 (4).
- Herrmann, Sabine, Adalbert Winkler (2009). "Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account - Emerging Europe versus Emerging Asia". *European Economy - Economic Papers 2008 - 2015*, 362, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

- Holmstrom, Bengt, Steven N. Kaplan (2001). "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s". *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 121-144.
- Holmstrom, Bengt, Jean Tirole (1997). "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector". *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (3): 663-691.
- Holtz-Eakin, Douglas, Whitney Newey, Harvey S. Rosen (1988). "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data". *Econometrica*, Econometric Society, 56(6): 1371-1395.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, David Sharfstein (1991). "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data". *Quarterly Journal of Economics*, 106: 33-60.
- Hossain, Akhtar Akhtar (2000). "Convergence of Per Capita Output Levels across Regions of Bangladesh, 1982-97". IMF Working Paper WP/00/121, Washington, DC: IMF.
- Houben, Aerd, Joost Bats (2017). "Bank-Based Versus Market-Based Financing: Implications for Systemic Risk". SSRN Electronic Journal, De Nederlandsche Bank Working Paper No. 577.
- Hölz, Werner (2003). "Convergence of Financial Systems: Towards An Evolutionary Perspective". Working Papers Series: Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness, Wirtschaftsuniversität Wien, Working Paper No: 31.
- Hristov, Kalin, Rossen Rozenov (2009). "Financial Convergence in the New EU Member States, Project Funded under the Socio-economic Sciences and Humanities". Working Paper, D.1.2.
- Huang, Yongfu (2010). "Political Institutions and Financial Development: An Empirical Study". *World Development*, 38 (12): 1667-1677.
- Huang, Yongfu (2011). "Private Investment and Financial Development in a Globalized World". *Empirical Economics*, 41(1): 43-56.
- Huang, Yongfu, Jonathan Temple (2005). "Does External Trade promote Financial Development?" Bristol Economics Discussion Papers 05/575, Department of Economics, University of Bristol, UK.
- Hughes, Michael P., Chris Palke (2019). "The Bank for International Settlements: An Evolutionary Institution". *Journal of Business Case studies*, 15(1): 19-28.
- Hume, David [1742] (1985). "Of the Rise and Progress of the Arts and Sciences (1742)." In David Hume, *Essays: Moral, Political and Literary*. Edited by Eugene F. Miller. Indianapolis: Liberty Fund.

- Huybens, Elisabeth, Bruce Smith (1999). "Inflation, Financial Markets and Long-run Real Activity". *Journal of Monetary Economics*, 43 (2): 283–315.
- Ibrahim, Juliana, Muzafar Shah Habibullah (2013). "Financial Convergence in the Asia Pacific Economies". *Prosiding Perkem VIII, Jilid 2: 1051-1058 ISSN: 2231-962X*.
- Inada, Ken-ichi (1963). "On a Two-Sector Model of Economic Growth: Comments and a Generalization," *Review of Economic Studies*, 30 (2): 119-127.
- Incoom S.E, (1998). "The Monetary and Financial System". *The Chartered Institute of Bankers Ghana*, 19-49.
- Islam, Nazrul (1995). "Growth Empirics: a Panel Data Approach". *The Quarterly Journal of Economics*, 110 (4), 1127- 1170.
- Islam, Nazrul (2003). "What Have We Learnt from The Convergence Debate?". *Journal of Economic Surveys*, 17 (3): 309-362.
- Jaffee, Dwight, Mark Levonian (2001). "The Structure of Banking Systems in Developed and Transition Economies". *European Financial Management*, 7(2): 161-181.
- Joen, Bang Nam, George M. Von Furstenberg (1990). "Growing International Co-movement in Stock Price Indexes". *Quarterly Review of Economics and Business*, 30(3): 15-30.
- Jones Emily, Zeitz Alexandra O. (2019). "Financial Convergence in the Financial Periphery: How Interdependence Shapes Regulators Decisions". *GEG Working Paper No. 141, University of Oxford, Global Economic Governance Programme (GEG), Oxford*.
- Jones, Benjamin F., (2002). "Economic Integration and Convergence of Per-Capita Income in West Africa". *African Development Review*, 14(1): 18-47.
- Jung, Woo S., (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence". *Economic Development Cultural Change*, 34 (2): 333-346.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems". *American Economic Review*, 89 (3): 473-500.
- Kar, Muhsin, Eric J. Pentecost (2000). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence". *Economic Research Paper, Department of Economics, Loughborough University, No. 00/27. Loughborough*.
- Kar, Muhsin, Seyhan Taş (2004). "İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri". *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular. (Ed.) Sami Taban ve Muhsin Kar (159-188), Bursa: Ekin Kitabevi*.

- Kar, Muhsin, Hüseyin Ağır (2005). “Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 42: 496.
- Karaca, Orhan (2004). “Türkiye’de Bölgeler Arası Gelir Farklılıkları: Yakınsama Var mı?”. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*: 2004/7.
- Karadima, Maria, Helen Louri (2020). “Bank Competition and Credit Risk in Euro Area Banking: Fragmentation and Convergence Dynamics”. *Journal of Risk and Financial Management*, 13: 57.
- Karim, Mohd Zaini Abd, (2005). “Trade Openness, Economic Growth, and Convergence: Evidence From Asian Countries”. *Malaysian Management Journal*, 9 (1-2): 55-69.
- Kasa, Kenneth (1992). “Common Stochastic Trends in International Stock Markets”. *Journal of Monetary Economics*, 29: 95-124.
- Kaufmann, Daniel, Kraay Aart, Pablo Zoido-Lobaton (1999). “Governance Matters”. Working Paper No. 2196, World Bank, Washington, DC.
- Khan, Mohsis S., Abdelhak Senhadji Senglali (2000). “Financial Development and Economic Growth: An Overview”. *International Monetary Fund Working Paper*, 00/209.
- Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, Bruce D. Smith (2001). “Inflation and Financial Depth”. *IMF Working Paper No. 01/44* <https://doi.org/10.2139/ssrn.879432>.
- Kim, E.Han, Vijay Singal (2000). “Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies”. *The Journal of Business*, 73: 25–66.
- King, Robert G., Ross Levine (1993a). “Finance and Growth: Schumpeter must be Right”. *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717–737.
- King, Robert G., Ross Levine (1993b). “Finance, Entrepreneurship and Growth”. *Journal of Monetary Economics* 32: 513–542.
- King, Mervyn A., Sushil Wadhvani (1990). “Transmission of Volatility between Stock Markets”. *Review of Financial Studies*, 3: 5-33.
- Kitson, Michael, Ron Martin, Peter Tyler (2011). “The Geographies of Austerity”, *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 4(3): 289-302.
- Klein, Michael, Giovanni P. Olivei (2000). “Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth”. *Nber Working Paper Series*, 7384.
- Koopmans, Tjalling C., (1965). “On the Concept of Optimal Economic Growth”. In *the Econometric Approach to Development Planning*, Amsterdam, Elsevier, 225-300.

- Krippner, Greta R. (2005). "The Financialization of the American Economy". *Socio-Economic Review*, 3, Issue 2, 173–208.
- Kuznets, Simon (1973). "Modern Economic Growth: Findings and Reflections". *American Economic Review*, 63 (3): 247-258.
- Kuznetsova, Natalia P., Zhanna V. Pisarenko (2015). "Financial Convergence Analysis: Implication for Insurance and Pension Market". *Verslas: Teorija Ir praktika / Business: Theory and Practice*, Issn 1648-0627 / eIssn 1822-4202 <http://www.btp.vgtu.lt> 17(2): 89–100.
- Laeven, Luc (2000). "Does Financial Liberalization Relax Financing Constraints on Firms?". The World Bank Financial Sector Strategy and Policy Department October 2000, Policy Research Working Paper 2467.
- Lagua, Benel D. (2019). Bank versus Market-based Financial Systems, *Business World*, 33 (108): 2/1- 2/3. Retrieved from https://animorepository.dlsu.edu.ph/faculty_research/4100.
- Landes, David (1965). "Technological Change and Development in Western Europe, 1750-1914". In the *Cambridge Economic History of Europe*, 6, The Industrial Revolutions and After: Incomes, Population, and Technological change, ed.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1997). "Legal Determinants of External Finance". *The Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2002). "Government Ownership of Commercial Banks". *The Journal of Finance*, 57: 265-301.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2006). "What Works in Securities Laws?". *The Journal of Finance*, 61: 1-32.
- Leon, Florian (2018). "Convergence of Credit Structure around the World". *Economic Modelling*, 68: 306-317.
- Le Pen, Yannick, Sevi Benoit (2010). "On the Non-convergence of Energy Intensities: Evidence from a Pair-wise Econometric Approach. *Ecological Economics*, 69: 641–650.
- Levine, Ross, Sara Zervos (1996). "Stock Market Development and Long-run Growth". *World Bank Economic Review*, 10 (2): 323-339.
- Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature*, 35:2.

- Levine, Ross, Sara Zervos (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *The American Economic Review*, 88 (3): 537-558.
- Levine, Ross (1999). "Law, Finance, and Economic Growth". *Journal of Financial Intermediation*, 8 (1-2): 8-35.
- Levine, Ross, Loayza Norman, Beck Thorsten (2000). "Financial Intermediation and Growth". *Journal of Monetary Economics*, 46 (1): 31-77.
- Levine, Ross (2003). "Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better?". *Journal of Financial Intermediation*, 11: 398-428.
- Levine, Ross (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence". NBER Working Paper Series. Working Paper 10766.
- Levine, Ross (2005). "Finance and Growth: Theory and Evidence". *Handbook of Economic Growth*, 1: 865-934.
- Llewellyn, David T. (1992). "Structural Change in the British Financial System". In: Green, D./Llewellyn, D. (eds.), *Survey in Monetary Economics*, 2: 210-259.
- Lucas, Robert E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development". *Journal of Monetary Economics* 22(1): 3-42.
- Lynch, David (1996). "Measuring Financial Sector Development: A study of Selected Asia-Pacific countries". *The Developing Economies*, 34: 3-33.
- Mankiw, N. Gregory, David Romer, David N. Weil (1992). "A Contribution to the Empirics of Economic Growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 107: 407-437.
- Mankiw N. Gregory (1995). "Growth of Nations" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 275-326.
- Maxfield, Sylvia, W. Kindred Winecoff, Kevin Young (2017). "An Empirical Investigation of the Financialization Convergence Hypothesis". *Review of International Political Economy*, 24(3): 1-26.
- Merton, Robert C. (1993). "Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective". In *Operation and Regulation of Financial Markets*, ed. Peter Englund, (The Economic Council, Stockholm, 1993), 17-67.
- Merton, Robert (1995). "A Functional Perspective of Financial Intermediation". *Financial Management*, 24 (2): 23-41.
- Merton, Robert C., Zvi Bodie (1995). "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment". In: Crane, Dwight B., et al. (Ed.), *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, Boston, MA, 3-32.

- Miwa, Yoshiro, J. Mark Ramseyer (2000b). "Corporate Governance in Transitional Economies: Lessons from the Pre-war Japanese Cotton Textile Industry. *Journal of Legal Studies* 29: 171–204.
- Moore, Craig, Anna Nagurney (1989). "A General Equilibrium Model of Interregional Monetary Flows". *Environment and Planning A*, 21(3): 397-404.
- Mosley, Layna (2003a). "Attempting Global Standards: National Governments, International Finance, and the IMF's Data Regime". *Review of International Political Economy* 10 (2): 331-362.
- Murinde, Victor ve Eng, Fern S. H. Eng. (1994a). "Financial Restructuring and Economic Growth in Singapore". *Savings and Development*, 18 (2): 225-246.
- Murinde, Victor, Fern S. Eng, H. Eng. (1994b). "Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand Following or Supply Leading?", *Applied Financial Economics*, 46 (6): 391- 401.
- Murinde, Victor, Juda Agung, Andy Mullineux (2004). "Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe". *Review of International Economics*, 12(4): 693–705.
- Musabeh, Ahmed, Alrifai Koutibah, Mohammed Kalloub (2020). "Financial Development, Economic Growth and Welfare: Evidence from Emerging Countries". *Journal of Business Economics and Finance*, 9 (2).
- Naceur, Sami Ben, Samir Ghazouani (2007). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth: Empirical Evidence from the MENA Region". *Research in International Business and Finance*, 21(2): 297-315.
- Nahar, Syfun, Brett Inder (2002). "Testing Convergence in Economic Growth for OECD Countries". *Applied Economics*, 34: 2011-2022.
- Nitoi, Mihai, Maria Miruna Pochea (2016). "Testing Financial Markets Convergence in Central and Eastern Europe: A Non-linear Single Factor Model". *Economic Systems*, 40 (2): 323-334.
- Obstfeld, Maurice (1998). "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?". *Journal of Economic Perspectives*, 12(4): 9-30.
- Odedokun, Mathew O. (1989). "Causalities Between Financial Aggregates and Economic Activities in Nigeria: The Results from Granger's Test". *Savings and Development*, 23 (1): 101-111.
- Oksay, Suna (2000). "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi". *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*, 75 (10): 9-18.

- Paas, Tiiu, Andres Kuusk, Friso Schlitte, Andres Võrk (2007). "Econometric Analysis of Income Convergence in Selected EU Countries and their NUTS 3 Level Regions". University of Tartu, Faculty of Economics and Business Administration, Working Paper Series, 60: 1–56.
- Paolo, Mauro, Nathan Sussman, Yishay Yafeh (2000). "Emerging Market Spreads: Then Versus Now". IMF Working Papers 2000/190, International Monetary Fund.
- Park, Yung Chul, Chi-Young Song (2001). "Financial Contagion in the East Asian Crisis-With Special Reference to the Republic of Korea". In S. Claessens and K. Forbes (eds.), *International Financial Contagion*. Boston: Kluwer Academic.
- Peltzman, Sam (1977). "The Gains and Losses from Industrial Concentration, *Journal of Law and Economics*", 20 (3): 229-263.
- Perotti, Enrico C., Pieter Van Oijen (2001). "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies". *Journal of International Money and Finance*, 20 (1): 43–69.
- Perotti, Enrico, Von Thadden, Ernst Ludwig (2003). "The Political Economy of Bank and Equity Dominance". Discussion Paper No. 3914, Centre for Economic Policy Research, London, U.K.
- Pesaran, M. Hashem, Yongcheol Shin, Richard J. Smith (2001). "Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships". *Journal of Applied Econometrics*, 16: 289-326.
- Popov, Alexander A., Neeltje VanHoren (2013). "The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis". De Nederlandsche Bank Working Paper No. 382.
- Prebisch, Raul (1950). "The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems". UN document no. E/CN.12/89/Rev.1. Lake Success, N.Y.: United Nations.
- Quah, Danny (1990). "Galton's Fallacy and Tests of the Convergence Hypothesis". Unpublished paper, Massachusetts Institute of Technology (May).
- Quah, Danny (1993). "Galton's Fallacy and Tests of the Convergence Hypothesis". *The Scandinavian Journal of Economics*, 95 (4): 427-433.
- Quah, Danny (1996a). "Empirics for Economic Growth and Convergence". *European Economic Review*, 40: 1353-1376. [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00051-8](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00051-8).
- Rajan, Raghuram (1992). "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt". *Journal of Finance*, XLVII (1992), 1367-1400.

- Rajan, Raghuram G., Luigi Zingales (1995). "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, 50: 1421-1460.
- Rajan, Raghuram G., Luigi Zingales (1998a). "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, 88(3).
- Rajan, Raghuram G., Luigi Zingales (1998b). "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis". *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (3): 40–48.
- Rajan, Raghuram, Luigi Zingales (1999). "The Politics of Financial Development". Unpublished working paper, University of Chicago, Chicago.
- Rajan, Raghuram, Luigi Zingales (2003a). "Banks and Markets: the Changing Character of European Finance". NBER Working Paper Series, N. 9595, March.
- Rajan, Raghuram, Luigi Zingales (2003b). "The Great Reversal: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century". *Journal of Financial Economics*, 69: 5-50.
- Ramakrishnan, Ram T.S., AV Thakor (1984). "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation". *Review of Economic Studies*, 51: 415-432.
- Ramirez, Gomez Leopoldo, Peter Skott, (2018). "Credit Constraints and Economic Growth in a Dual Economy". *Structural Change and Economic Dynamics*. 45: 64-76.
- Ramsey, Frank P. (1928). "A Mathematical Theory of Saving". *The Economic Journal*, 38 (152): 543-559.
- Rioja, Felix, Neven Valev (2004). "Finance and the Sources of Growth at various Stages of Economic Development". *Economic Inquiry*, 42 (1): 127-140.
- Robinson, James A., Ragnar Torvik, Thierry Verdier, (2006). "Political Foundations of the Resource Curse". *Journal of Development Economics*, 79 (2): 447-468.
- Rodrik, Dani (2006). "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?". *Journal of Economic Literature*, XLIV, 969-983.
- Rodrik, Dani (2011). "The Future of Economic Convergence". National Bureau of Economic Research, 1050, Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138.
- Rogoff, Kenneth (1999). "International Institutions for Reducing Global Financial Instability". *Journal of Economic Perspectives*, 13(4): 21-42.
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing Returns and Long-run Growth". *The Journal of Political Economy*, 1002-1037.

- Romer, Paul M. (1990). "Endogenous Technological Change". *Journal of Political Economy*, 98(5): 71–102.
- Romer, Paul M. (1994). "The Origins of Endogenous Growth". *Journal of Economic Perspectives*, 8(1): 3-22.
- Rosovsky, Henry (1966). "Japan's Transition to Modern Economic Growth, 1868-1885". In *Industrialization in Two Systems: Essays in Honor of Alexander Gerschenkron*, Ed. Henry Rosovsky, 91-139. New York: Wiley.
- Roubini, Nouriel, Xavier Sala-i-Martin (1992). "Financial Repression and Economic Growth". *Journal of Development Economics*, 39: 5-30.
- Roubini, Nouriel, Xavier Sala-i-Martin (1995). "A Growth Model of Inflation, Tax Evasion and Financial Repression". *Journal of Monetary Economics*, 275-301.
- Rousseau (1999). "Finance, Investment and Growth in Meiji-era Japan". *Japan and the World Economy*, 11: 185-198.
- Ryzbczinski, Tadeusz (1985). "Financial Systems, Risk and Public Policy". *The Royal Bank of Scotland Review*, December, 35-45.
- Rysin, Vitalii, Oksana Galenko, Nina Duchynska, Nataliia Kara, Oleksii Voitenko, Alla Shalapak (2021). "Financial Convergence as a Mechanism for Modifying Sectors of the Global Financial Services Market". *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9 (1): 65-73.
- Sachs, Jeffrey, Andrew M. Warner (1995). "Economic Convergence and Economic Policies". NBER Working Paper, No: 5039.
- Saint-Paul, Gilles (1992). "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development". *European Economic Review*, 36, 763-781. [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(92\)90056-3](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(92)90056-3).
- Sala-i-Martin, Xavier X. (1995). "The Classical Approach to Convergence Analysis". Center Discussion Paper, No. 734, Yale University, Economic Growth Center, New Haven, CT.
- Sala-i-Martin, Xavier X. (1996a). "Regional Cohesion: Evidence and Theories of Regional Growth and Convergence". *European Economic Review*, 40: 1325-1352.
- Sala-i Martin, Xavier X. (1996b). "The Classical Approach to Convergence Analysis". *The Economic Journal*, 106: 1019-1036.
- Scharfstein, David (1988). "The Disciplinary Role of Takeovers". *Review of Economic Studies*, 55: 185-99.

- Schmidt, Reinhard, Marcel Tyrell (2001). "Pension Systems and Financial Systems in Europe: A Comparison from the Point of View of Complementarity". *Ifo Studien*, 47: 469-503.
- Schmidt, Reinhard, Andreas Hackethal, Marcel Tyrell (2002). "The Convergence of Financial Systems in Europe". *Schmalenbach Business Review*, Special Issue 1-02: 7-53.
- Schwert, William G. (1989). "Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?". *The Journal of Finance*, 44 (5): 1115-1153.
- Schwert, William G., Adrian R. Pagan, (1990). "Alternative Models for Conditional Stock Volatility". *Journal of Econometrics*, 45 (1-2): 267-290.
- Shleifer Andrei, Aron Balas, Rafael La Porta, Filorencio Lopez-de-Silanes (2009). "The Divergence of Legal Procedures". *American Economic Journals: Economic Policy* 1 (2): 138-162.
- Simmons, Beth A. (2001). "The International Politics of Harmonization: the Case of Capital Market Regulation". *International Organization*, 55 (3): 589-620.
- Singer, Hans Wolfgang (1949). "Economic Progress in Underdeveloped Countries". *Social Research: An International Quarterly of Political and Social Science* 16.1: 1-11.
- Sirri, Erik R., Peter Tufano (1995). "The Economics of Pooling". In: Crane, D.B., et al. (Eds.), *The Global Financial System: A Functional Approach*. Harvard Business School Press, Boston, MA, 81-128.
- Sohn, Yul (1998). "The Rise and Development of the Japanese Liscensing System". In *is Japan Really Changing Its Ways? Regulatory Reform and the Japanese Economy*, ed. L. E. Carlile and M. C. Tilton 16-32. Washington: Brookings Institution Press.
- Solow, Robert (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth". *Quarterly Journal of Economics*, 70: 65-94.
- Solow, Robert M. (2010). "Introduction". Unpublished Manuscript.
- Soriano, Domingo Ribeiro, Salvador Roig Dobon (2009). "Linking Globalization of Entrepreneurship in Small Organizations". *Small Business Economics*, 32(3): 233-239.
- Steger, Manfred B. (2005). "Ideologies of Globalization". *Journal of Political Ideologies*, 10(1): 11-30.
- Stern, Nicholas (1989). "The Economics of Development: A Survey". *The Economic Journal*, 99: 597-685.

- Stiglitz, Joseph E. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital". *Journal of Money, Credit and Banking*, 17: 133-152.
- Stiglitz, Joseph E. (1994). "The Role of the State in Financial Markets". (Editor: Michael Bruno ve Boris Pleskovic). *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*. Washington: World Bank, 19-52.
- Stiglitz, Joseph E. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability". *World Development*, 28(6): 1075-1086.
- Stolbov, Mikhail (2008). "Finansovyi Rinok i Economichesky Rost: Konturi Problemi". - M.: Naychnaya Kniga, 201.
- Stulz, Rene M. (1999). "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3): 8-25.
- Stulz, Rene M. (2000). "Financial Structure, Corporate Finance, and Economic Growth". *International Review of Finance*, 1 (1): 11-38.
- Stulz, Rene M., Rohan Williamson (2003). "Culture, Openness, and Finance". *Journal of Financial Economics*, 70(3): 313-349.
- Summers, Lawrence (2000). "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures". *American Economic Review*, 90(2): 1-16.
- Summers, Robert, Alan Heston (1984). "Improved International Comparisons of Real Product and its Comparisons: 1950-1977". *Review of Income and Wealth* 30: 8-16.
- Svaleryd, Helena, Jonas Vlachos (2002). "Markets for Risk and Openness to Trade: How are they Related?" *Journal of International Economics*, 57: 369-395.
- Swan, Trevor W. (1956). "Economic Growth and Capital Accumulation". *Economic Record* 32, November, 334-361.
- Szeles, Monica Raileanu (2011). "Exploring the Economic Convergence in the EU's New Member States by using Non-Parametric Models". *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 14 (1): 20-40.
- Şendeniz Yüzcü, İlkay, Levent Akdeniz, Abdurrahman Kürşat Aydoğan (2008). "Interdependence of the Banking Sector and the Real Sector: Evidence from OECD Countries" , *Applied Economics*, 40, 749-764.
- Tomova, Mariana (2005). "X-Efficiency of European Banking: Inequality and Convergence". *Eco Mod 2005: International Conference on Policy Modeling*, Istanbul, 29 June-1 July.

- Townsend, Robert M. (1979). "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification". *Journal of Economic Theory*, 21: 265-293.
- Ueda, Kazuo (1994). "Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System". 89-108 in *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Ed. M. Aoki and H. Patrick. Oxford: Oxford University Press.
- Van den Berghe, Lutgart, Kurt Verweire, S.W.M. Carchon (1999). "Convergence in the Financial Services Industry". *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 2000, 25 (2): 262-272.
- Van der Wee, Hermann (1963). "The Growth of the Antwerp Market". 3 Vols. The Hague: Nijhoff.
- Van der Zwan, Natascha (2014). "Making Sense of Financialization". *Socio-Economic Review*, 12(1): 99-129.
- Veysov, Alexander, Mikhail Stolbov (2011). "Do Financial Systems Converge? A Comprehensive Panel Data Approach and New Evidence From A Dataset For 102 Countries". MPRA, No: 36103, <https://mpra.ub.unimuenchen.de/36103>. Erişim: 30.12.2019.
- Voghoei, H., M. Azali, Mohammad Ali Jamali (2011). "A Survey of the Determinants of Financial Development". *Asian-Pacific Economic Literature* 25(2): 1-20.
- Von Furstenberg, George M., Michele Fratianni (1996). "Financial Development Indicators". *North American Journal of Economics and Finance*, 7(1): 19-29.
- Wagner, Helmut (2001). "Implications of Globalization for Monetary Policy". IMF Working Paper, WP01/184, Washington, DC.
- Wenger, Ekkhard, Christoph Kaserer (1998). "The German System of Corporate Governance: A Model which should not be Imitated". In Black, S.W. and Moersch, M. (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets: the German and Anglo-American Models*. North-Holland Press, New York, USA.
- White, Eugene N. (2001). "France and the Failure to Modernize Macroeconomic Institutions in the Legacy of Western European Fiscal and Monetary. Institutions for the New World". Ed. Michael D. Bordo and Roberto Cortes Conde, 59–99. Cambridge: Cambridge University Press.
- William, J. (2012). "Revised IORP can Revive DB plans". In *Investment and Pensions Europe*, December 2012.
- Windmeijer, Frank (2005). "A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-step GMM estimators". *Journal of Econometrics*, Elsevier, 126(1), 25-51.

- Wood, Anthony (1994). "Financial Development and Economic Growth in Barbados: Causal Evidence". *Savings and Development*, 17 (4): 379- 390.
- Worthington, Andrew, Helen Higgs (2004). "Random Walks and Market Efficiency in European Equity Markets". *Global Journal of Finance and Economics*, 1(1): 59-78.
- Wu, De-min (1973). "Alternative Tests of Independence Between Stochastic Regressors and Disturbances". *Econometrica*, 41(1973): 733-750.
- Wymeersch, Eddy (1994). "Aspects of Corporate Governance in Belgium". *Corporate Governance: An International Review*, 2(3): 138-150.
- Xu, Zenhui (2000). "Financial Development, Investment and Economic Growth". *Economic Inquiry*, 38: 331-344.
- Yamazawa, Ippei (1992). "On Pacific Economic Integration". *The Economic Journal*, 102 (415): 1519-1529.
- Yartey, Charles Amo (2005). "Stock Market Development, Corporate Finance and Economic Growth in Africa". PhD thesis, Faculty of Economics, University of Cambridge, Cambridge, UK.
- Yartey, Charles Amo (2010). "The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies". *Applied Financial Economics*, 20: 1615–1625.
- Yaseen, Hadeel (2012). "The Convergence of Financial Institutions in GCC Countries". *The Journal of Global Business Management*, 8 (1).
- Yetiz, Filiz (2008). "Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi". *Türk Finans Sistemi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.*
- Yetiz, Filiz, Kemal Şimşek (2017). "Finansal Derinleşmede Bankacılık Sisteminin Rolü". *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 26 (1): 1-29.
- Yetkiner, Hakan, Dilara Kılınç, Ünal Seven (2017). "Financial Development Convergence: New Evidence for the EU". *Central Bank Review* 17: 47-54.
- Yeyati, Eduardo Levy, Alejandro Micco, Ugo Panizza (2004). "Should the Government be in the Banking Business? The Role of State-owned and Development Banks". *Inter-American Development Bank Banco Interamericano de Desarrollo (IDB), Research Department, Departamento de Investigación, Working Paper No. No. 517.*
- Yıldız, Mehmet (2014). "Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010)". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Dr. Mehmet Yıldız Özel Sayısı 2014*, 109-118.

Zeira, Joseph (2007). "Wage Inequality, Technology, and Trade". *Journal of Economic Theory*, 137(1): 79-103.

Zilibotti, Fabrizio (1994). "Endogenous Growth and Intermediation in an Archipelago Economy". *Economic Journal*, 104: 462-473.

3. Elektronik Kaynaklar

Asian Development Bank (ADB), (2005). "Connecting East Asia: A New Framework for Infrastructure". Washington, DC: World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7267> License: CC BY 3.0 IGO. URI <http://hdl.handle.net/10986/7267>.

Bems, Rudolfs, Philip Schellekens (2007). "Finance and Convergence : What's Ahead for Emerging Europe?". IMF Working Paper, No 07/244, International Monetary Fund.

BIS (1991). "The International and Domestic Bond Markets". In *International Banking and Financial Market Development*.

BIS (2017). "The history of the Bank for International Settlements". Available at: <https://www.bis.org/about/history.htm>.

BIS (2021). https://www.bis.org/about/orggov.htm?m=1_2.

Boulila, Ghazi, Mohamed Trabelsi, (2002). "Financial Development and Long-Run Growth: Granger Causality in Bivariate VAR Structure, Evidence from Tunisia: 1962-1997". Available at: www.erf.org.eg/CMS/getFile.php?id=700.

Calcagnini, Giorgio, Fabio Farabullini, Donald D. Hester, (2000). "Financial Convergence in the European Monetary Union?". (November 2000). U of Wisconsin at Madison, SSRI Economics Dept. WP, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=253358>.

Beck, Thorsten (2015). "Finance and Growth - Beware the Measurement". *VoxEU.org*, 30 September.

Cuadro, Saez Lucia, Sonsoles Gallego Herrero, Alicia Garcia Herrero (2003). "Why Do Countries Develop More Financially than Others?". *The Role of the Central Bank and Banking Supervision*, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers>. Cfm abstract_id=450400 (Erişim: 12.01.2013).

Dolores, Maria, Gadea Rivas, Isabel Sanz Villarroya, (2016). "Testing the Convergence Hypothesis for OECD Countries: A Reappraisal". *Economics Discussion Papers*, No. 2016-45, Kiel Institute for the World Economy. <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2016-45>.

- Dolores, Maria, Gadea Rivas, Isabel Sanz Villarroya, (2016). “Testing the Convergence Hypothesis for OECD Countries: A Reappraisal”. Economics Discussion Papers, No. 2016-45, Kiel Institute for the World Economy. <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2016-45>.
- Drehmann, Mathias, Ckudio Borio, Kostas Tsatsaronis (2011). “Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates”. International Journal of Central Banking, 7(4): 189– 239. Also available as BIS Working Paper 355, Bank for International Settlements, Basel, November. <http://www.bis.org/publ/work355.html>.
- Fischer, Manfred, Claudia Stirböck (2004). “Regional Income Convergence in the Enlarged Europe, 1995-2000. A Spatial Econometric Perspective”. Discussion Paper No:04-42, Centre of European Economic Research, 1-28.
- Gallizo, Jose L., Jordi Moreno, Manuel Salvador (2016). “Banking Efficiency in the Enlarged European Union: Financial Crisis and Convergence”. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/infi.12083>.
- Haslag, Joseph H., Jahyeong Koo, (1999). “Financial Repression, Financial Development and Economic Growth”. Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No: 9902. <http://dallasfed.org/assets/documents/research/papers/1999/wp9902.pdf> (Erişim: 17.01.1013).
- IMF, BIS ve FSB (2009). “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations”. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- IMF (2016). “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development”. Prepared by Katsiaryna Svirydzenka. Working Paper No. 16/5.
- IMF (2017). “Fintech and Financial Services: Initial Considerations”. Monetary and Capital Markets, Legal, and Strategy and Policy Review Departments. SDN 17/05.
- Koetter, Michael, Michael Wedow (2006). “Is it Quantity or Quality that Matters? Finance and growth in a Bank Based Economy”. Bundesbank Discussion Paper Series 2: 2.
- Lebor, Adam (2013a). “Meet the Secretive Group that Runs the World”. Retrieved from <https://www.zerohedge.com/news/2015-04-11/meet-secretive-group-runs-world>.
- Lebor, Adam (2013b). “Tower of Basel”. Public Affairs, Perseus Books Group. New York, NY. Moya, E. (2009). Financial stability board: How it will work. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/world/2009/apr/04/financial-stability-board-g20>.

- Miwa, Yoshiro, J. Mark Ramseyer (2000a). "Banks and Economic Growth: Implications from Japanese History". Discussion Paper No. 289. Cambridge, Mass.: Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, August.
- Miwa, Yoshiro, J. Mark Ramseyer (2001). "Property Rights and Indigenous Tradition among Early Twentieth Century Japanese Firms". Discussion 311. Cambridge, Mass.: Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, February.
- Obst, Carl (2000). Report of the September 1999 OECD Expert Workshop on the Measurement of Sustainable Development". 7-17 in Organisation for Economic Co-operation and Development, Frameworks to Measure Sustainable Development. OECD, Paris.
- OECD (2004). "Corporate Governance. A Survey of OECD Countries". OECD, Paris.
- OECD (2019). "Financing Infrastructure in APEC Economies". APEC/OECD Report on Selected Effective Approaches, Paris.
- Sanford, Jonathan E., Martin A. Weiss, (2004). "The International Monetary Fund: Organization, Function and Role in the International Economy". CRS Report for Congress.
- World Bank (1989). "World Development Report Financial Systems and Development". World Development Indicators.
- World Bank Policy Research Report (1993). "The East Asian Miracle". Economic Growth and Public Policy.
- World Bank (2001). "Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World". (World Bank and Oxford University Press, 2001).
- World Bank, (2014). "World Development Indicators (WDI)". <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.
- World Bank, (2021). <https://www.worldbank.org>.
- Zoli, Edda (2007). "Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda". IMF Working Paper No. 07245, Washington D.C., IMF. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07245.pdf> (Erişim: 17.01.2013).

EKLER

EK 1

Tablo 4: Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

	Breusch-Pagan LM	Pesaran CD LM1	Pesaran CD LM2	Pesaran CD
LS	1682.958 (0.0000)	47.4608 (0.0000)	45.4608 (0.0000)	37.1836 (0.0000)
ÖSYK	1454.712 (0.0000)	39.1596 (0.0000)	37.159 (0.0000)	22.9021 (0.0000)
MBV	1189.132 (0.0000)	29.5005 (0.0000)	27.5005 (0.0000)	14.2351 (0.0000)
DBV	1563.321 (0.0000)	43.1097 (0.0000)	41.1097 (0.0000)	17.9987 (0.0000)
BKO	1152.331 (0.0000)	28.1621 (0.0000)	26.1621 (0.0000)	25.9387 (0.0000)
BDH	876.4454 (0.0000)	18.1282 (0.0000)	16.1282 (0.0000)	9.8743 (0.0000)
BK	1151.297 (0.0000)	28.1245 (0.0000)	26.1245 (0.0000)	22.3381 (0.0000)
LERNER	833.8783 (0.0000)	16.5801 (0.0000)	14.5801 (0.0000)	15.3876 (0.0000)
BO	784.0399 (0.0000)	16.3440 (0.0000)	14.4154 (0.0000)	19.9877 (0.0000)
DA	1982.374 (0.0000)	58.3505 (0.0000)	56.3505 (0.0000)	41.6460 (0.0000)
KGSYİH	1160.622 (0.0000)	28.4636 (0.0000)	26.4636 (0.0000)	29.6866 (0.0000)
ENF	1074.968 (0.0000)	25.3484 (0.0000)	23.3484 (0.0000)	27.6845 (0.0000)

Tablo 9: Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

	Breusch-Pagan LM	Pesaran CD LM1	Pesaran CD LM2	Pesaran CD
LS	2164.114 (0.0000)	47.8594 (0.0000)	45.4309 (0.0000)	40.5577 (0.0000)
ÖSYK	2146.582 (0.0000)	47.3360 (0.0000)	44.9075 (0.0000)	24.1436 (0.0000)
MBV	1684.760 (0.0000)	33.5488 (0.0000)	31.1202 (0.0000)	8.9177 (0.0000)
DBV	2360.417 (0.0000)	53.7199 (0.0000)	51.2913 (0.0000)	25.7928 (0.0000)
BKO	1449.705 (0.0000)	26.5314 (0.0000)	24.1028 (0.0000)	22.8147 (0.0000)
BDH	1331.402 (0.0000)	22.9996 (0.0000)	20.5710 (0.0000)	9.5106 (0.0000)
BK	1851.504 (0.0000)	38.5267 (0.0000)	36.0982 (0.0000)	24.3328 (0.0000)
LERNER	1393.379 (0.0000)	24.8490 (0.0000)	22.4123 (0.0000)	19.9146 (0.0000)
BO	1414.392 (0.0000)	25.4772 (0.0000)	23.0486 (0.0000)	28.8038 (0.0000)
DA	2541.379 (0.0000)	59.1223 (0.0000)	56.6938 (0.0000)	39.0289 (0.0000)
KGSYİH	1417.307 (0.0000)	25.5642 (0.0000)	23.1356 (0.0000)	29.1408 (0.0000)
ENF	1382.998 (0.0000)	24.5399 (0.0000)	22.1114 (0.0000)	27.2050 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 19: Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

	Breusch-Pagan LM	Pesaran CD LM1	Pesaran CD LM2	Pesaran CD
LS	751.3508 (0.0000)	31.3817 (0.0000)	30.0346 (0.0000)	22.1427 (0.0000)
ÖSYK	552.1124 (0.0000)	20.6082 (0.0000)	19.2510 (0.0000)	11.9535 (0.0000)
MBV	339.8126 (0.0000)	10.6793 (0.0000)	9.3936 (0.0000)	0.7974 (0.4252)
DBV	562.7350 (0.0000)	21.1826 (0.0000)	19.8254 (0.0000)	13.9805 (0.0000)
BKO	450.9339 (0.0000)	15.1370 (0.0000)	13.7799 (0.0000)	10.0670 (0.0000)
BDH	394.0747 (0.0000)	12.0625 (0.0000)	10.7053 (0.0000)	3.0029 (0.0000)
BK	526.4502 (0.0000)	19.2205 (0.0000)	17.8634 (0.0000)	11.7745 (0.0000)
LERNER	444.4790 (0.0000)	16.6627 (0.0000)	15.3770 (0.0000)	9.5702 (0.0000)
BO	401.4657 (0.0000)	14.2038 (0.0000)	12.9198 (0.0000)	15.3230 (0.0000)
DA	608.4659 (0.0000)	23.6554 (0.0000)	22.2983 (0.0000)	7.6606 (0.0000)
KGSYİH	288.9846 (0.0000)	6.3798 (0.0000)	5.0227 (0.0000)	7.9025 (0.0000)
ENF	324.3651 (0.0000)	8.2930 (0.0000)	6.9358 (0.0000)	10.6360 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

EK 2

Tablo 5: Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri
LS	-2.524 (0)***
ÖSYK	-2.610 (1)***
MBV	-2.160 (0)*
DBV	-2.219 (0)*
BKO	-2.611 (1)***
BDH	-2.130 (0)*
BK	-2.273 (0)**
DA	-2.704 (0)***
KGSYİH	-2.117 (0)*
ENF	-2.792 (1)***
LERNER	-2.229 (0)**
BO	-2.610 (1)***
Kritik Değerler	%10 -2.100 %5 -2.220 %1 -2.440
Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir. Yıl bazında gruplandırma yapıldığından zaman boyutu kısaltılmıştır. Aynı zamanda değişkenlerin grafikleri de incelendiğinde sabit terimli sonuçların geçerli olduğu ifade edilebilir.	

Tablo 10: Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri
LS	-3.788(0) ^{***}
ÖSYK	- 2.805(1) ^{***}
MBV	- 2.903(1) ^{***}
DBV	- 2.096(0) ^{**}
BKO	- 2.432(1) ^{***}
BDH	-2.320 (0) ^{***}
BK	- 2.292(1) ^{**}
DA	- 3.994(0) ^{***}
KGSYİH	-3.270 (0) [*]
ENF	- 3.385(0) ^{***}
LERNER	-2.613 (0) ^{**}
BO	- 2.484(1) ^{***}
Kritik Değerler	% 10 -2.040 %5 -2.110 %1 -2.230
Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir. Yıl bazında gruplandırma yapıldığından zaman boyutu kısaltılmıştır. Aynı zamanda değişkenlerin grafikleri de incelendiğinde sabit terimli sonuçların geçerli olduğu ifade edilebilir.	

Tablo 20: Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri
LS	-3.172(0) ^{***}
ÖSYK	- 3.317(1) ^{***}
MBV	-3.354(0) [*]
DBV	- 2.212(1) [*]
BKO	-2.267 (1) ^{***}
BDH	- 3.052(0) ^{***}
BK	- 2.690(1) ^{**}
DA	- 3.957(0) ^{***}
KGSYİH	-3.263 (0) ^{***}
ENF	- 3.151(1) ^{***}
LERNER	- 2.668(0) ^{***}
BO	- 2.549(1) ^{***}
Kritik Değerler	% 10 -2.100 %5 -2.220 %1 -2.440
Not: *,**,*** sırasıyla %10, %5 ve %1 önem seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir. Yıl bazında gruplandırma yapıldığından zaman boyutu kısaltılmıştır. Aynı zamanda değişkenlerin grafikleri de incelendiğinde sabit terimli sonuçların geçerli olduğu ifade edilebilir.	

EK 3

Tablo 6: Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları

	Delta
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	-0.250 (0.803)
Model 2	-0.291 (0.771)
Model 3	2.352 (0.059)
Model 4	0.966 (0.334)
Model 5	-0.254 (0.800)
Model 6	-0.627 (0.531)
Model 7	-2.039 (0.051)
Model 8	-1.405 (0.160)
Model 9	1.326 (0.185)
Model 10	0.842 (0.400)
Model 11	-0.783 (0.434)
Model 12	-1.762 (0.078)
Model 13	-0.502 (0.616)
Model 14	-1.940 (0.052)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	0.351 (0.725)
Model 2	0.628 (0.530)
Model 3	1.001 (0.317)
Model 4	0.647 (0.518)
Model 5	0.019 (0.985)
Model 6	-0.463 (0.643)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	-0.366 (0.715)
Model 8	1.648 (0.099)
Model 9	1.725 (0.085)
Model 10	1.737 (0.082)
Model 11	0.777 (0.437)
Model 12	-0.529 (0.597)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 11: Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları

	Delta
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	-0.983 (0.326)
Model 2	-0.958 (0.338)
Model 3	2.043 (0.041)
Model 4	1.365 (0.172)
Model 5	-0.211 (0.833)
Model 6	-0.675 (0.500)
Model 7	-2.272 (0.023)
Model 8	-0.680 (0.496)
Model 9	1.107 (0.268)
Model 10	2.768 (0.006)
Model 11	0.532 (0.595)
Model 12	-0.736 (0.462)
Model 13	-1.837 (0.066)
Model 14	-3.127 (0.002)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	0.300 (0.764)
Model 2	2.202 (0.058)
Model 3	1.876 (0.061)
Model 4	1.200 (0.230)
Model 5	0.553 (0.580)
Model 6	-0.354 (0.723)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	-0.320 (0.749)
Model 8	2.216 (0.057)
Model 9	2.168 (0.050)
Model 10	1.642 (0.101)
Model 11	0.626 (0.531)
Model 12	-0.320 (0.749)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 21: Modellere İlişkin Delta Testi Sonuçları

	Delta
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	-0.043 (0.966)
Model 2	-0.847 (0.397)
Model 3	1.853 (0.064)
Model 4	1.095 (0.274)
Model 5	0.204 (0.838)
Model 6	-0.378 (0.706)
Model 7	-1.304 (0.192)
Model 8	-0.728 (0.466)
Model 9	-0.296 (0.767)
Model 10	1.328 (0.184)
Model 11	1.204 (0.228)
Model 12	-0.140 (0.888)
Model 13	-1.034 (0.301)
Model 14	-1.874 (0.061)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	0.282 (0.778)
Model 2	1.929 (0.054)
Model 3	1.862 (0.063)
Model 4	1.319 (0.187)
Model 5	0.303 (0.762)
Model 6	-0.486 (0.627)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	0.488 (0.626)
Model 8	1.822 (0.068)
Model 9	1.830 (0.067)
Model 10	0.711 (0.477)
Model 11	0.268 (0.788)
Model 12	-0.335 (0.737)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

EK 4

Tablo 7: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları

	F	Breusch-Pagan LM
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü		
Model 1	1.67 (0.0267)	3795.17 (0.0000)
Model 2	1.79 (0.0155)	3343.21 (0.0000)
Model 3	2.66 (0.0000)	3229.15 (0.0000)
Model 4	2.86 (0.0000)	2232.67 (0.0000)
Model 5	3.30 (0.0000)	2182.03 (0.0000)
Model 6	3.84 (0.0000)	2207.10 (0.0000)
Model 7	4.12 (0.0000)	2204.29 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler		
Model 8	1.83 (0.0115)	2820.94 (0.0000)
Model 9	2.56 (0.0000)	3004.45 (0.0000)
Model 10	4.41 (0.0000)	1496.97 (0.0000)
Model 11	4.33 (0.0000)	1460.02 (0.0000)
Model 12	4.51 (0.0000)	1512.96 (0.0000)
Model 13	5.25 (0.0000)	1527.10 (0.0000)
Model 14	5.46 (0.0000)	1516.19 (0.0000)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi		
Model 1	2.74 (0.0000)	3712.18 (0.0000)
Model 2	3.12 (0.0000)	2710.44 (0.0000)
Model 3	3.04 (0.0000)	2075.43 (0.0000)
Model 4	4.45 (0.0000)	2063.09 (0.0000)
Model 5	6.91 (0.0000)	2309.36 (0.0000)
Model 6	8.01 (0.0000)	2539.92 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı		
Model 7	3.05 (0.0000)	3395.20 (0.0000)
Model 8	3.37 (0.0000)	2040.09 (0.0000)
Model 9	3.65 (0.0000)	1524.65 (0.0000)
Model 10	3.59 (0.0000)	1460.01 (0.0000)
Model 11	3.80 (0.0000)	1474.76 (0.0000)
Model 12	4.38 (0.0000)	1550.89 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 12: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları

	F	Breusch-Pagan LM
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü		
Model 1	2.39 (0.0000)	4932.45(0.0000)
Model 2	2.51 (0.0000)	4691.78 (0.0000)
Model 3	3.32 (0.0000)	4253.88 (0.0000)
Model 4	3.27 (0.0000)	3475.07 (0.0000)
Model 5	3.53 (0.0000)	3502.98 (0.0000)
Model 6	3.51 (0.0000)	3482.30 (0.0000)
Model 7	3.58 (0.0000)	3485.43 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler		
Model 8	2.94 (0.0000)	4281.54 (0.267)
Model 9	3.85 (0.0000)	4376.22 (0.0000)
Model 10	10.15 (0.0000)	3434.61 (0.0000)
Model 11	10.15 (0.0000)	3392.93 (0.0000)
Model 12	10.19 (0.0000)	3249.35 (0.0000)
Model 13	10.14 (0.0000)	3092.49 (0.0000)
Model 14	10.14 (0.0000)	3122.79 (0.0000)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi		
Model 1	3.65 (0.300)	5593.72 (0.267)
Model 2	3.69 (0.0000)	5201.71 (0.0000)
Model 3	3.68 (0.0000)	5013.46 (0.0000)
Model 4	4.88 (0.0000)	4911.40 (0.0000)
Model 5	4.83 (0.0000)	4668.75 (0.0000)
Model 6	4.55 (0.0000)	4387.07 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı		
Model 7	3.14 (0.0000)	4934.54 (0.0000)
Model 8	7.10 (0.0000)	4276.79 (0.0000)
Model 9	8.19 (0.0000)	4165.24 (0.0000)
Model 10	8.03 (0.0000)	4021.48 (0.0000)
Model 11	8.12 (0.0000)	3773.57 (0.0000)
Model 12	8.31 (0.0000)	3483.50 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 22: Modellere İlişkin F Testi ve Breusch-Pagan LM Testi Sonuçları

	F	Breusch-Pagan LM
Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü		
Model 1	3.69 (0.0000)	3879.50 (0.0000)
Model 2	3.72 (0.0000)	2270.30 (0.0000)
Model 3	4.07 (0.0000)	1485.84 (0.0000)
Model 4	3.95 (0.0000)	1498.40 (0.0000)
Model 5	5.90 (0.0000)	1435.77 (0.0000)
Model 6	6.04 (0.0000)	1707.03 (0.0000)
Model 7	6.18 (0.0000)	1517.48 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler		
Model 8	3.29 (0.0000)	3814.53 (0.0000)
Model 9	3.43 (0.0000)	3058.55 (0.0000)
Model 10	3.83 (0.0000)	1249.64 (0.0000)
Model 11	3.74 (0.0000)	1252.20 (0.0000)
Model 12	4.64 (0.0000)	1188.35 (0.0000)
Model 13	5.05 (0.0000)	1489.77 (0.0000)
Model 14	5.48 (0.0000)	1156.37 (0.0000)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama		
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi		
Model 1	5.42 (0.0000)	2350.78 (0.0000)
Model 2	11.79 (0.0000)	2992.05 (0.0000)
Model 3	12.06 (0.0000)	2828.78 (0.0000)
Model 4	12.81 (0.0000)	2448.81 (0.0000)
Model 5	7.91 (0.0000)	2628.99 (0.0000)
Model 6	8.27 (0.0000)	297.64 (0.0000)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı		
Model 7	7.80 (0.0000)	4099.33 (0.0000)
Model 8	12.24 (0.0000)	2640.91 (0.0000)
Model 9	12.04 (0.0000)	2478.44 (0.0000)
Model 10	11.79 (0.0000)	2108.27 (0.0000)
Model 11	9.75 (0.0000)	2207.61 (0.0000)
Model 12	8.89 (0.0000)	1827.14 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

EK 5

Tablo 8: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (AB Ülkeleri)

Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	43.526 (0.0231)
Model 2	31.270 (0.2602)
Model 3	29.372 (0.3431)
Model 4	24.092 (0.6252)
Model 5	21.597 (0.7576)
Model 6	28.531 (0.3840)
Model 7	23.954 (0.6329)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler	
Model 8	37.745 (0.0820)
Model 9	29.097 (0.3562)
Model 10	26.495 (0.4913)
Model 11	23.464 (0.6598)
Model 12	24.444 (0.6056)
Model 13	26.709 (0.4796)
Model 14	26.663 (0.4821)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	63.597 (0.0001)
Model 2	47.556 (0.0086)
Model 3	45.413 (0.0147)
Model 4	21.735 (0.7507)
Model 5	27.643 (0.4296)
Model 6	22.921 (0.6374)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	50.189 (0.043)
Model 8	41.150 (0.0368)
Model 9	22.148 (0.7298)
Model 10	26.158 (0.5098)
Model 11	20.724 (0.7990)
Model 12	25.190 (0.5082)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 16: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (OECD Ülkeleri)

Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	38.977 (0.2187)
Model 2	38.092 (0.2488)
Model 3	26.685 (0.7733)
Model 4	15.920 (0.9947)
Model 5	20.471 (0.9565)
Model 6	20.483 (0.9563)
Model 7	19.878 (0.9651)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler	
Model 8	34.309 (0.4048)
Model 9	27.655 (0.7303)
Model 10	20.042 (0.9629)
Model 11	19.916 (0.9646)
Model 12	26.584 (0.7776)
Model 13	29.042 (0.6646)
Model 14	27.088 (0.7558)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	40.450 (0.1745)
Model 2	33.403 (0.4477)
Model 3	30.895 (0.5723)
Model 4	12.794 (0.9994)
Model 5	12.088 (0.9997)
Model 6	8.067 (0.9999)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	55.387 (0.0087)
Model 8	29.924 (0.6210)
Model 9	8.420 (0.9999)
Model 10	8.420 (0.9999)
Model 11	6.706 (0.998)
Model 12	7.639 (0.988)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 24: Modellere İlişkin Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları (APEC Ülkeleri)

Bankacılık Sektörü Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Likidite Yükümlülüğü	
Model 1	25.273 (0.1176)
Model 2	25.429 (0.0855)
Model 3	21.333 (0.2117)
Model 4	19.452 (0.302)
Model 5	19.143 (0.3204)
Model 6	22.048 (0.1829)
Model 7	21.151 (0.728)
Bağımlı Değişken: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Krediler	
Model 8	25.614 (0.1089)
Model 9	21.333 (0.2117)
Model 10	18.238 (0.3740)
Model 11	16.357 (0.4987)
Model 12	15.881 (0.5323)
Model 13	18.262 (0.3725)
Model 14	11.244 (0.7942)
Sermaye Piyasası Açısından Finansal Yakınsama	
Bağımlı Değişken: Borsa İşlem Hacmi	
Model 1	28.740 (0.0516)
Model 2	15.077 (0.6567)
Model 3	15.293 (0.6417)
Model 4	16.466 (0.5600)
Model 5	16.692 (0.5444)
Model 6	13.429 (0.7071)
Bağımlı Değişken: Borsa Devir Hızı	
Model 7	22.266 (0.2204)
Model 8	21.336 (0.2628)
Model 9	20.797 (0.2898)
Model 10	21.158 (0.2715)
Model 11	20.707 (0.2945)
Model 12	20.429 (0.2529)

Not: Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini göstermektedir.

ÖZGEÇMİŞ

Jülide Damadoğlu Edirne Anadolu Lisesi'ni bitirdikten sonra Lisans eğitimini İstanbul Üniversitesi, İngilizce İktisat Bölümü'nde tamamlamıştır. Bir bankada MT olarak iş hayatına atılan Jülide Damadoğlu bu bankada 4 yıl hizmet verdikten sonra 13 yıl kimya sektöründe yer alan ulusal ve uluslararası firmaların Yurtiçi Satış ve Dış Ticaret Departmanlarında çeşitli görevlerde yer almıştır. 2013 yılında Marmara Üniversitesi Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi (Tezsiz) Yüksek Lisans'ını tamamladıktan sonra 2014 yılında Kocaeli Üniversitesi, İktisadi İdari Birimler Fakültesi, İktisat Bölümü'nde İktisat Doktora'ya başlamıştır. 2017 yılında İstanbul Gedik Üniversitesi'nde Öğretim Görevlisi olarak çalışmaya başlayan Jülide Damadoğlu, halen aynı üniversitede görevine devam etmektedir.