



T.C
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANBİLİM DALI

İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNDE SERMAYE
PİYASALARININ GELİŞMİŞLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN
PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

Muhammed KASIM

1630246162

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN

Dr. Öğr. Üyesi Gökhan ÖZKUL

ISPARTA 2019



SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin Adı Soyadı	Muhammed KASIM
Anabilim Dalı	Bankacılık ve Finans
Tez Başlığı	İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Gelişmişliğini Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi
Yeni Tez Başlığı ¹ (Eğer değişmesi önerildi ise)	

Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği hükümleri uyarınca yapılan Yüksek Lisans Tez Savunma Sınavında Jürimiz 14/11/2019 tarihinde toplanmış ve yukarıda adı geçen öğrencinin Yüksek Lisans tezi için;

OY BİRLİĞİ OY ÇOKLUĞU²

ile aşağıdaki kararı almıştır.

- Yapılan savunma sınavı sonucunda aday başarılı bulunmuş ve tez **KABUL** edilmiştir.
 Yapılan savunma sınavı sonucunda tezin **DÜZELTİLMESİ**³ kararlaştırılmıştır.
 Yapılan savunma sınavı sonucunda aday başarısız bulunmuş ve tezinin **REDDİLMESİ**⁴ kararlaştırılmıştır.

TEZ SINAV JÜRİSİ	Adı Soyadı/Üniversitesi	Kabul/Ret	İmza
Danışman	Dr. Öğr. Üyesi Gökhan ÖZKUL / Süleyman Demirel Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/> Kabul <input type="checkbox"/> Ret	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. Dilek ÇETİN / Süleyman Demirel Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/> Kabul <input type="checkbox"/> Ret	
Jüri Üyesi	Dr. Öğr. Üyesi Hakan TUNÇ / Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/> Kabul <input type="checkbox"/> Ret	
Jüri Üyesi		<input type="checkbox"/> Kabul <input type="checkbox"/> Ret	
Jüri Üyesi		<input type="checkbox"/> Kabul <input type="checkbox"/> Ret	

¹ Tez başlığının DEĞİŞTİRİLMESİ ÖNERİLDİ ise yeni tez başlığı ilgili alana yazılacaktır. Değişme yoksa çizgi (-) konacaktır.

² OY ÇOKLUĞU ile alınan karar için muhalefet gerekçesi raporu eklenmelidir.

³ DÜZELTME kararı için gerekçeli jüri raporu eklenmeli ve raporu tüm üyeler imzalamalıdır.

YÖK LİSANSÜSTÜ EĞİTİM-ÖĞRETİM VE SINAV YÖNETMELİĞİ Madde 9-(B) Tezi hakkında düzeltme kararı verilen öğrenci en geç üç ay içinde düzeltmeleri yapılan tezi aynı jüri önünde yeniden savunur. Bu savunma sonunda da başarısız bulunarak tezi kabul edilmeyen öğrencinin yükseköğretim kurumu ile ilişkisi kesilir.

⁴ Tezi REDDEDİLEN öğrenciler için gerekçeli jüri raporu eklenmeli ve raporu tüm üyeler imzalamalıdır. Tezi reddedilen öğrencinin enstitü ile ilişkisi kesilir.

Bu form bilgisayar ortamında doldurulacaktır.



T.C

SÜLEYMAN DEMİRELÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “*İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Gelişmişliğini Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi*” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya ’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

Muhammed KASIM

14.11.2019

(KASIM, Muhammed, *İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Gelişmişliğini Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2019)

ÖZET

Sermaye piyasaları, fon fazlası olan ekonomik birimlerin birikimlerini fon ihtiyacı olan ekonomik birimlere aktarmak suretiyle ekonomide uzun vadeli sermaye ihtiyaçlarının giderilmesine katkı sağlamaktadır. Bu katkı ekonomik büyümenin artmasında, ekonomik istikrarın sağlanmasında ve refah düzeyinin yükselmesinde oldukça önemlidir. Sermaye piyasalarının ekonomide bu rolü yerine getirebilmesi ise belirli bir gelişmişlik seviyesine ulaşması ile mümkündür. Bu bağlamda literatürde makroekonomik faktörler, piyasaya ilişkin faktörler ve hukuki ve siyasi düzenlemeler gibi unsurlar sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörler olarak öne çıkmaktadır.

İslam coğrafyası incelendiğinde birçok ülkede sermaye piyasalarının yeterince gelişmediği veya dünya piyasalarının oldukça gerisinde olduğu görülmektedir. Bu bağlamda çalışmada Müslüman ülkelerin çıkarlarını korumak ve bu ülkelerin haklarını desteklemek amacı ile kurulmuş olan İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) örgütüne üye olan ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörler, 57 üye ülkeden 21'inin 1981-2018 dönemi verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmada sermaye piyasası gelişmişliği değişkeni hisse senedi toplam değerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanmış ve sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörleri ortaya koymak için iki model kurulmuştur. Kurulan modellerde sabit etkiler ve rassal etkiler tahminleri arasında tercih yapmak için Hausman testi yapılmış ve birinci modelde rassal etkiler tahmininin kullanılması, ikinci modelde ise sabit etkiler tahmininin kullanılması gerektiği bulunmuştur. Fakat İİT ülkeleri heterojen bir grup olduğu için, yani birbirinden oldukça farklı ekonomik özellikleri sergileyen ülkeler olduğu için ikinci modelde de rassal etkiler tahmininin yapılması uygun görülmüştür. Modellerde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığını belirlemek için Wald ve Wooldridge testleri yapılmıştır. Buna göre iki modelde de otokorelasyon sorunu bulunmadığı, buna karşın değişen varyans sorunu bulunduğu görülmüştür. Değişen varyans sorununu çözebilmek için ise robust tahmini yapılmıştır. Dirençli (Robust) tahmini sonucunda elde edilen ampirik bulgulara göre sabit sermaye oluşumu, piyasa likiditesi, ihracat, büyüme, ekonomik açıklık, bankacılık sektörü gelişmişliği ve yolsuzluk kontrolü değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği; buna karşın tasarruf oranı, piyasa devir hızı, para arzı, gelir düzeyi ve petrol değişkenlerinin ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Piyasaları, Sermaye Piyasası Gelişmişliği, Hisse Senedi Piyasası Gelişmişliği, İslam İşbirliği Teşkilatı, Panel Veri Analizi.

(KASIM, Muhammed, *Investigation of the Factors Affecting the Development of Capital Markets in the Countries of the Organization of Islamic Cooperation by Panel Data Analysis*, Master Thesis, Isparta, 2019)

ABSTRACT

Capital markets contribute to the elimination of long-term capital needs in the economy by transferring the savings of surplus economic units to economic units in need of funds. This contribution is very important for increasing economic growth, ensuring economic stability and increasing the welfare level. Capital markets can fulfill this role in the economy only if they reach a certain level of development. In this context, factors such as macroeconomic factors, market-related factors, legal and political regulations are prominent factors in the development of capital markets.

The examination of the Islamic world countries show that the capital markets are not sufficiently developed in many countries or are far behind the world markets. In this context, the factors affecting the development of capital markets in 21 out of 57 member countries of the Organization of Islamic Cooperation (OIC), which was established to protect the interests of Muslim countries and to support the rights of these countries, were analyzed using data for 1981-2018 period by applying panel data analysis method. In this study, capital market development variable is represented by the stock market capitalization ratio then two models are used to reveal the factors affecting the development of capital markets. Hausman test was used to choose between fixed effects and random effects. Hausman test results indicate the best estimator for the first model and the second model is random effect and fixed effect respectively. However, since the OIC countries are a heterogeneous group or in other words, exhibit very different economic characteristics, it is deemed appropriate to conduct a random effects test in the second model. Wald and Wooldridge tests were used to determine whether heteroscedastic and autocorrelation problems exist in the models. Accordingly, there is no autocorrelation problem in both models. However, there was a problem of heteroscedastic. In order to solve the heteroscedastic problem, robust test was performed. Empirical findings obtained from Robust test show that, fixed capital formation, market liquidity, corruption control rate, exports, growth, economic openness and banking sector development variables positively affect the capital market development. However, capital market development was negatively affected by the savings rate, market turnover, money supply, income level and oil variables.

Keywords: Capital Markets, Capital Market Development, Stock Market Development, Islamic Cooperation Organization, Panel Data Analysis.

İÇİNDEKİLER

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI	I
YEMİN METNİ SAYFASI	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT	III
İÇİNDEKİLER	IV
KISALTMALAR	VIII
ŞEKİLLER	IX
TABLolar	X
ÖNSÖZ.....	XI
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI VE GENEL ÖZELLİKLERİ

1.1. FİNANSAL PİYASALAR KAVRAMI.....	4
1.1.1. Finansal Piyasalar Kavramı ve Tanımı	4
1.1.2. Finansal Piyasaların İşlevleri	7
1.1.3. Finansal Piyasaların Türleri	8
1.2. SERMAYE PİYASALARININ TANIMI VE KAPSAMI	10
1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tanımı	10
1.2.2. Sermaye Piyasalarının Özellikleri.....	11
1.2.3. Sermaye Piyasalarının İşleyişi	11
1.2.4. Sermaye Piyasalarının Diğer Piyasalar ile İlişkisi	13
1.3. SERMAYE PİYASALARININ TÜRLERİ.....	14
1.3.1. Menkul Kıymet İhracına Göre Sermaye Piyasaları	14
1.3.2. Örgütlenme Derecesine Göre Finansal Piyasalar.....	14
1.3.3. Finansal İlişkiye Göre Sermaye Piyasaları	15
1.3.4. Teslim Zamanına Göre Sermaye Piyasaları.....	16
1.4. SERMAYE PİYASALARININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ.....	17
1.5. SERMAYE PİYASALARININ EKONOMİDEKİ ÖNEMİ VE İŞLEVİ.....	18

1.5.1.	Sermaye Piyasasının İşlevleri	19
1.5.2.	Sermaye Piyasalarının Önemi	19
1.6.	SERMAYE PİYASASI KURUMLARI	20
1.6.1.	Banka Kurumları	21
1.6.1.1.	Merkez Bankası	21
1.6.1.2.	Ticari Bankalar	23
1.6.1.3.	Yatırım Bankaları	25
1.6.1.4.	Tasarruf Bankaları	26
1.6.1.5.	Katılım Bankaları	27
1.6.2.	Sigorta Şirketleri	27
1.6.3.	Kolektif Yatırım Kuruluşları	28
1.6.3.1.	Yatırım Fonları	29
1.6.3.2.	Yatırım Ortaklıkları	29
1.6.3.3.	Hedge Fonları	30
1.6.3.4.	Emeklilik Fonları	30
1.6.3.5.	Kredi Kurumları	31
1.6.4.	Portföy Yönetim Şirketleri	31
1.6.5.	Aracı Kurumlar	31
1.6.6.	Halka Açık Anonim Şirketleri	32
1.6.7.	Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunacak Bağımsız Denetim, Değerleme ve Derecelendirme Kuruluşları	32
1.6.8.	Menkul Kıymetler Borsası	33
1.7.	SERMAYE VE FİNANSAL PİYASA ARAÇLARI	33
1.7.1.	Hisse Senedi	34
1.7.2.	Tahvil	36
1.7.3.	Sukuk	38
1.7.4.	Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	43
1.7.5.	Türev Ürünleri	43
1.7.6.	Varlığı Dayalı Menkul Kıymetler	44

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİĞİ

2.1. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK KAVRAMI VE KAPSAMI.....	45
2.1.1. Finansal Gelişmişlik Kavramı.....	45
2.1.2. Finansal Gelişmişliğin Ölçütleri	46
2.1.2.1. Miktar Ölçütleri.....	47
2.1.2.1.1. Parasal Büyüklükler.....	47
2.1.2.1.2. Kredi Büyüklükleri.....	48
2.1.2.1.3. Sermaye Piyasası Büyüklükleri.....	48
2.1.2.2. Yapısal Ölçütler	51
2.1.2.3. Finansal Fiyatlar.....	52
2.1.2.4. Ürün Çeşitleri.....	52
2.1.2.5. İşlem Maliyetleri.....	53
2.2. SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİĞİ KAVRAMI VE KAPSAMI	55
2.2.1. Sermaye Piyasalarının Gelişmişliği Kavramı	55
2.2.2. Sermaye Piyasası Gelişmişliğinin Ölçütleri.....	55
2.2.2.1. Derinlik (Boyut) Ölçütleri.....	55
2.2.2.2. Erişim Ölçütleri.....	56
2.2.2.3. Etkinlik Ölçütleri.....	57
2.2.2.4. İstikrar Ölçütleri.....	58
2.3. FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN ÖNEMİ	60
2.4. SERMAYE PİYASASI GELİŞMİŞLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER ..	62
2.4.1. Makroekonomik Faktörler	62
2.4.1.1. Makroekonomik İstikrar.....	62
2.4.1.2. Yabancı Sermaye Girişleri	63
2.4.1.3. Reel Gelir (Gelir Düzeyi).....	64
2.4.1.4. Büyüme	65
2.4.1.5. Yurtiçi Tasarruflar ve Yatırımlar	65
2.4.1.6. Dışa Açıklık	66
2.4.1.7. Faiz Oranı.....	67
2.4.1.8. Finansal Sistemin Gelişmişliği.....	67

2.4.1.9. Para Arzı.....	68
2.4.1.10. Yurt Dışındaki Çalışanların Transferleri.....	68
2.4.1.11. Ülke Kredi Notu.....	69
2.4.2. Piyasaya İlişkin Faktörler.....	70
2.4.3. Kurumsal Kalite (Hukuki ve Siyasi Düzenleme).....	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ

3.1. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI'NIN KAPSAMI.....	72
3.1.1. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Kuruluş Amacı	72
3.1.2. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Tarihsel Gelişimi.....	74
3.1.3. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Organları	75
3.2. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNİN DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ.....	76
3.3. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNDE SERMAYE PİYASALARININ KURULUŞU VE GELİŞİMİ.....	85
3.3.1. İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Kuruluşu.85	
3.3.2. İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Gelişmişliği. 91	

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNDE SERMAYE PİYASALARININ GELİŞİMİNE ETKİLEYEN FAKTÖRLERE İLİŞKİN AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

4.1. LİTERATÜR TARAMASI	95
4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	109
4.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	109
4.4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE METODOLOJİSİ	112
4.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	120
4.6. ARAŞTIRMANIN BULGULARI	122
SONUÇ.....	141
KAYNAKÇA	145
ÖZGEÇMİŞ.....	166

KISALTMALAR

AAOIFI	: İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Örgütü
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APEC	: Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği
BAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
BİST	: Borsa İstanbul
BNM	: Malezya Merkez Bankası
BOC	: Kanada Merkez Bankası
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika'nın ekonomileri
CDS	: Kredi temerrüt takası
CEE	: Orta ve Doğu Avrupa
DBK	: Dışişleri Bakanları Konseyi
DYY	: Doğrudan yabancı yatırımlar
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: Merkez Bankaları Sistem (ABD Merkez Bankası)
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
G20	: ABD, Almanya, Arjantin, Avustralya, Brezilya, Çin, Endonezya, Fransa, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada, Meksika, Suudi Arabistan, Rusya ve Türkiye
HEKK	: Havuzlanmış En Küçük Kareler Regresyonu
İİT	: İslam İşbirliği Teşkilatı
LIBOR	: Londra Bankalararası Borç Verme Faiz Oranı
LSE	: Londra Borsası
NYSE	: New York Borsası
OTC	: Tezgâh Üstü Piyasa
SADC	: Güney Afrika Kalkınma Topluluğu
SPV	: Özel Amaçlı Kurum
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

ŞEKİLLER

Şekil 1.1. Finansal Sistemin İşleyişi	12
Şekil 1.2. ABD Ticari Bankalarının Aktif & Pasif Yapısı (1.Çeyrek 2019).....	24
Şekil 1.3. AB'de Sigorta Şirketlerinin Portföy Dağılımı.....	28
Şekil 1.4. Dünya da Sukuk İhracı Milyon Dolar (2001-2017).....	40
Şekil 1.5. Para Birimlerine Göre Sukuk İhracı Milyon Dolar 2017	41
Şekil 2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasasının Gelişmişliği.....	59
Şekil 3.1. İİT'nin Yüzölçümü, Nüfus ve GSYH Açısından Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması*	77
Şekil 3.2. İİT Ülkelerinin Yurtiçi Hasılası	77
Şekil 3.3. En Çok İhracat yapan 10 İİT Ülkesi 2018(Milyar Dolar)	78
Şekil 3.4. İİT Ülkelerinin Örgüt Ülkelerine Yaptığı İhracat Miktarı (Milyar Dolar)	79
Şekil 3.5. İİT Ülkelerinin Örgüt Ülkelerinden Yaptığı İthalat Miktarı (Milyar Dolar) ..	79
Şekil 3.6. Gıda Ürünleri İhracat-İthalat Karşılaştırılması (2017, Milyar Dolar)	81
Şekil 3.7. İİT Ülkelerinde ve Dünyada İşsizlik Oranı (2000-2018).....	82
Şekil 3.8. İİT Ülkelerinde İşsizlik Oranının (2018, %).....	83
Şekil 3.9. İİT Ülkelerinde ve Seçilmiş Ülkelerde Ar-Ge Harcamaları 2017 (Milyar \$).83	
Şekil 3.10. İİT Ülkelerinde Ar-Ge Harcamaları 2017 (Milyon \$).....	84
Şekil 3.11. İİT ve Dünya Ülkelerinde Enflasyon Oranı.....	84
Şekil 3.12. İİT Ülkelerinde Enflasyon Oranı (2018, %)	85
Şekil 3.13. Piyasa Kapitalizasyonu (2017, Milyar Dolar)	91
Şekil 3.14. Piyasa Kapitalizasyonu / GSYH (2017, %).....	92
Şekil 3.15. Piyasa Likiditesi (2017, %).....	93
Şekil 3.16. Piyasa Devir Hızı (2017, %)	93
Şekil 3.17. Piyasa İstikrarı (2015).....	94
Şekil 4.1. Sermaye Piyasası Gelişmişliği ve Piyasa Devir Hızı.....	126

TABLULAR

Tablo 1.1. Finansal Sistemin Ögeleri.....	6
Tablo 1.2. Dünya Borsalarının İşlem Değeri Milyon Dolar (2018).....	11
Tablo 1.3. Hedge Fonları ve Yatırım Fonları Karşılaştırılması.....	30
Tablo 1.4. Tahvil ve Sukuk Karşılaştırılması.....	41
Tablo 1.5. Hisse senedi ve Sukuk Karşılaştırılması.....	42
Tablo 2.1. Finansal Kurumların ve Piyasaların Gelişmişliğinin Göstergeleri.....	54
Tablo 3.1. İİT Ülkeleri ile en Çok Ticaret Yapan Ülkeler (2018).....	80
Tablo 3.2. Dünyanın En Çok Petrol Üreten 20 Ülkesi (2018, Günlük Milyon Varil)....	81
Tablo 3.3. İİT Ülkelerinin Borsaları ile İlgili Genel Bilgiler (2018).....	90
Tablo 4.1. Literatür Özeti.....	106
Tablo 4.2. Çalışmaya Dahil Olan Ülkeler.....	113
Tablo 4.3. İstatistik Bilgiler.....	114
Tablo 4.4. Çalışmadaki İki Modelin Değişkenleri.....	118
Tablo 4.5. Değişkenlerin Literatürdeki Yeri*.....	119
Tablo 4.6. Beklenen İşaret.....	120
Tablo 4.7. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Analizi.....	123
Tablo 4.8. Regresyon Testi En Küçük Kareler Yöntemi (Birinci Model).....	124
Tablo 4.9. Regrsyon Testi En Küçük Kareler Yöntemi (İkinci Model).....	127
Tablo 4.10. Sabit Etkiler Tahmininin Sonuçları (Birinci Model).....	129
Tablo 4.11. Rassal Etkiler Tahmininin Sonuçları (Birinci Model).....	130
Tablo 4.12. Sabit Etkiler Tahmininin Sonuçları (İkinci Model).....	132
Tablo 4.13. Rassal Etkiler Tahminini Sonuçları (İkinci Model).....	134
Tablo 4.14. Robust Tahmininin Sonuçları (Birinci Model).....	136
Tablo 4.15. Robust Tahminini Sonuçları (İkinci Model).....	138
Tablo 4.16. Araştırma Sonuçları Özeti.....	140

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasaları gelişmişliğini belirleyen faktörlerin etkisi araştırılmıştır. Sermaye piyasası gelişmişliği çeşitli ölçütler ile hesaplanabilmektedir. Bu çalışmada sermaye piyasası gelişmişliği hisse senedi piyasası piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır.

Tez çalışmamın planlanmasında, araştırılmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda ilgi ve desteğini esirgemeyen, engin bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım, yönlendirme ve bilgilendirmeleriyle çalışmamı bilimsel temeller ışığında şekillendiren değerli danışman hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi Gökhan Özkul'a, ilgisini, önerilerini göstermekten kaçınmayan İktisat bölümü öğretim üyesi sayın Doç. Dr. Dilek Çetin'e ve yardımlarını esirgemeyen değerli arkadaşlarım Aram, Atik ve Yusuf'a sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

GİRİŞ

Finansal sistem ekonomik birimlere dolaylı ve dolaysız bir şekilde fon sağlamaktadır. Dolaylı finansman, finansal sistemdeki fonların fon arz edenlerden fon talep edenlere aktarılmasıyla gerçekleşirken; dolaysız finansman, fon arz edenlerin aracı kurumlar yolu ile fonlarını direkt fon talep edenlere aktarmasıyla gerçekleşmektedir. Yani dolaysız finansman durumunda, fonlar sermaye piyasaları yardımı ile fon arz edenlerden fon talep edenlere aktarılmaktadır (Haan, vd. 2009:5; Mishkin, 2011: 50; D. Simpson, 2014: 18-23). Sermaye piyasaları finansal sistemin ayrılmaz bir parçası olarak, ekonomideki atıl ve küçük tasarrufları toplayıp verimli alanlara yönlendirerek ve reel sektörü destekleyerek çok önemli bir görevi yerine getirmektedir. İyi gelişmiş sermaye piyasaları ekonomik istikrar ve büyümenin ana belirleyicisi olarak kabul edilmektedir. Yapılan birçok çalışmada elde edilen bulgular finansal sistemdeki gelişmişliğin ekonomik büyüme ve istikrarı desteklediği sonucunu ortaya koymaktadır (Calderon & Liu, 2003; Demetriades ve Hussein, 1996; Garcia & Liu, 1999; King & Levine, 1993; Levine & Zervos, 1996; Levine, Loayza & Beck, 2000).

Literatürde finansal sistemin gelişmişliği kavramı genel olarak bankacılık sektörü gelişmişliği ve sermaye piyasası gelişmişliği ile tanımlanmıştır. Bankacılık sektörünün gelişmişliği kredi hacmi ile hesaplanırken, sermaye piyasası gelişmişliği hisse senedi veya tahvil piyasaları piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH)'ye oranı (piyasa kapitalizasyonu) ile hesaplanmaktadır. Ayrıca sermaye piyasalarının gelişmişliği, menkul varlıkların (hisse senedi ve tahvil) değer kazanmasından ibaret olduğu için ülkelere büyüme ve bireylere refah sağlamaktadır (King & Levine, 1993; Öztürk, vd. 2010: 99; Čihák, vd. 2012). Dolayısıyla sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler nelerdir sorusu önemli olmuştur. Levine & Zervos (1996) ve Garcia & Liu (1999) çalışmalarından Yartey (2008) ve Şahin & Temelli (2018) çalışmalarına kadar sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler birçok çalışmanın konusu olmuştur.

Sermaye piyasası gelişmişliği kavramı çok boyutlu bir kavramdır. Genellikle sermaye piyasası gelişmişliği piyasa büyüklüğü, piyasa likiditesi, piyasa devir hızı, piyasa oynaklığı ve piyasa yoğunlaşma derecesi ile ölçülmektedir (Garcia & Liu, 1999:30). Literatürde hisse senedi piyasasındaki hisse senetlerinin toplam piyasa

değerinin GSYH'ye oranı (piyasa kapitalizasyonu) sermaye piyasası gelişmişliği olarak sıklıkla kullanılmıştır (Garcia & Liu, 1999; Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007; Yartey, 2007; Yartey, 2008; Billmeier & Massa, 2007; Şükrüoğlu & Nalin, 2014; Şahin & Temelli, 2018). Ayrıca sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler makroekonomik faktörler, piyasaya ilişkin faktörler ve kurumsal kalite faktörleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Garcia & Liu (1999), Şükrüoğlu & Nalin, (2014), Khan (2017) ve Matadeen, (2017) makroekonomik faktörlerin; Garcia & Liu (1999), Naceur, vd. (2007), Yartey (2007), Yartey (2008), Kurach (2010), Nguyen & Hanh (2012), Şükrüoğlu & Nalin (2014) piyasaya ilişkin faktörlerin; Ayaydın & Baltacı, (2013), Ayaydın vd. (2013) ve Bayar (2016a) kurumsal kalite faktörlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde etkili olduğunu öne sürmüşlerdir. Dolayısıyla sermaye piyasası gelişmişliği ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

Ülkelerin sermaye piyasası gelişmişliği ekonomik durumlarına, coğrafi konumlarına ve hatta dinsel faktörlere göre bile değişiklik gösterebilmektedir. Bu bağlamda çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri açısından sermaye piyasasının gelişmişliği ele alınmıştır.

İslam İşbirliği Teşkilatı Örgütü, Birleşmiş Milletler Örgütü'nden sonra dünyanın en büyük örgütleri arasında ikinci sırada yer alan, üç kıtaya yayılmış bir örgüttür. İslam İşbirliği Teşkilatı içerisinde Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Malezya, Endonezya, Türkiye ve Katar gibi sermaye piyasaları hızlı gelişen ülkeler yer almasına rağmen, literatürde bu ülkelerdeki sermaye piyasalarının gelişmişliğini ele alan çalışma sayısı oldukça azdır. Dolayısıyla bu çalışmanın amacı İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasasının gelişmişliğini etkileyen faktörleri ortaya koymaktır. Böylelikle çalışma bu ülkelerdeki sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesini belirlemek suretiyle zayıf ve güçlü yönlerini ortaya koyarak hem literatüre hem de yatırımcılara katkı sağlayacaktır.

İslam İşbirliği Teşkilatı 57 ülkeden oluşan bir örgüttür. Fakat bu ülkelerin birçoğunda teknolojik sistemlerin yeterince gelişmemiş olması veya yolsuzluğun yaygın olmasından dolayı birçok değişken ya hiç hesaplanmamakta, ya doğru hesaplanmamakta ya da hesaplanan değişkenler geç yayınlanmaktadır. Dolayısıyla çalışmada sadece 21 ülkenin verilerine ulaşılabilmektedir. Bu bağlamda çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı'na üye

21 ülkenin 1981-2018 dönemine ilişkin verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemiyle sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler incelenmiştir. Böylelikle sermaye piyasalarının gelişmişliğinde İslam ekonomilerinin etkisi de irdelenmiş olunacaktır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Bu bağlamda “Sermaye Piyasaları ve Genel Özellikleri” başlıklı çalışmanın ilk bölümünde; finansal piyasalar kavramı, sermaye piyasalarının tanımı ve kapsamı, sermaye piyasalarının türleri, sermaye piyasalarının ortaya çıkışı ve tarihsel gelişimi, sermaye piyasalarının ekonomideki önemi ve işlevi, sermaye piyasası kurumları ile sermaye ve finansal piyasa araçları gibi konulara değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise; sermaye piyasalarının gelişmişliği kavramı ve literatürde yer alan çalışmaların ışığında sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörleri açıklanmaya çalışılmıştır. “Finansal Gelişmişlik Kavramı ve Kapsamı” başlığı altında, finansal gelişmişlik kavramı ve kapsamı ile finansal gelişmişliğin ölçütleri tartışılmıştır. “Sermaye Piyasalarının Gelişmişliği Kavramı ve Kapsamı” başlığı; sermaye piyasalarının gelişmişliği kavramı ve kapsamı ile sermaye piyasası gelişmişliğinin ölçüleri gibi konuları içermektedir. Ayrıca finansal gelişmişliğin önemine de yer verilmiştir. Son olarak sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen makroekonomik faktörlere, piyasaya ilişkin faktörlere ve kurumsal kalite faktörlerine değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ilk olarak İslam İşbirliği Teşkilatı Örgütü’nün kuruluş amacı, tarihsel gelişimi ve organları gibi konular ele alınmıştır. Daha sonra İslam istatistiki bilgilerini sergileyerek, İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin dünya ekonomisindeki yeri ve önemi tartışılmıştır. Ayrıca İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasalarının tarihsel gelişimi ve bu ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi değerlendirilmiştir.

Dördüncü bölümde (uygulama kısmında) ise; İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde panel veri analizi yöntemi kullanılarak sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler araştırılmıştır. Çalışma sonuç kısmıyla son bulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI VE GENEL ÖZELLİKLERİ

Finansal piyasalar ve finansal kurumlar sadece günlük hayatımızı etkilemekle kalmayıp, aynı zamanda ekonomi içerisinde fon akışı yaratmaktadır. Böylece iş getirileri, mal ile hizmet üretimini ve dünya ülkelerinin refahını etkilemektedir. Gelişmiş sermaye piyasaları ekonomik büyümenin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Diğer taraftan sermaye piyasaları kötü performans gösteren ülkelerin sanayi ve teknoloji açısından geride kalmalarına neden olmuştur. Ayrıca sermaye piyasalarının performansı kişisel refahı, işletmeler ile hane halkı davranışlarını ve ekonomi performansını etkilemektedir (Mishkin, 2011: 2-3). Bu bağlamda sermaye piyasalarının ve genel özelliklerinden bahsedileceği bu bölümde finansal piyasalar kavramına, sermaye piyasalarının tanımı ve kapsamına, sermaye piyasalarının türlerine, sermaye piyasalarının ortaya çıkışı ve gelişimine, sermaye piyasalarının ekonomideki önemi ve işlevine, sermaye piyasası kurumlarına ve sermaye ve finansal piyasa araçlarına değinilecektir.

1.1. FİNANSAL PİYASALAR KAVRAMI

Günümüzde finansal piyasalar, sadece finansal sistem için değil ekonominin tüm sektörleri açısından oldukça önemli hale gelmiştir. Bu artan önem ile birlikte finansal piyasaları iyi anlamak gerekmektedir. Bu başlığın altında finansal piyasalar kavramı ve tanımı, finansal piyasaların işlevleri ve finansal piyasaların türleri konularına değinilecektir.

1.1.1. Finansal Piyasalar Kavramı ve Tanımı

Finansal piyasalar, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların satın alındığı veya satıldığı yerlerdir. Yani finansal varlıkların ve fonların ekonomik birimler arasında el değiştirildiği yer olarak tanımlanabilmektedir. Finansal piyasalar, fonların akışını kolaylaştırmaktadır. Böylece bireysel yatırımcıların, firmaların ve devlet kuruluşlarının finansman ve yatırım yapmalarına imkân sağlamaktadır (Madura, 2010: 3).

Finansal piyasalar, genel olarak farklı finansal kurumlar ile hisse senedi ve tahvil gibi varlıkların yaratıldığı ve el değiştirildiği piyasalardır (Parrino, vd. 2011:25). Finansal piyasalar, diğer piyasalar gibi ekonomik birimlerin çeşitli ürünleri satın alabileceği ve satabileceği ya da pazarlık edebileceği piyasalardır. Fakat finansal piyasalarda geleneksel ürünler değil; hisse senedi, tahvil ve vadeli işlem sözleşmeleri gibi finansal araçlar alınıp satılmaktadır. Finansal piyasalarda büyük değerlerde işlem yapılmaktadır, dolayısıyla büyük ölçüde risk içerebilmektedir (Kidwell, vd. 2012:4).

Ekonomide piyasa kavramı, alıcıları ve satıcıları bir araya getiren organizasyon olarak açıklanmaktadır. Genel olarak ekonomistler, finansal piyasaları fiziksel bir yere ihtiyacı olmayan pazarlar biçiminde tanımlamaktadır. Fakat bu tanım sermaye piyasalarının geçmişte fiziksel bir konuma sahip olduğunu görmezden gelmektedir. Örneğin Londra Borsası (London Stock Exchange) 1986 Ekim ayına kadar alış veya satış işlemleri gerçekleştirmek için fiziksel konumu üzerinde yoğunlaşmıştır. Teknolojik gelişmeler ile birlikte sermaye piyasaları, satıcıları ve alıcıları fiziksel yeri olmadan bir araya getirmeyi başarmıştır (Howells & Bain, 2007:17).

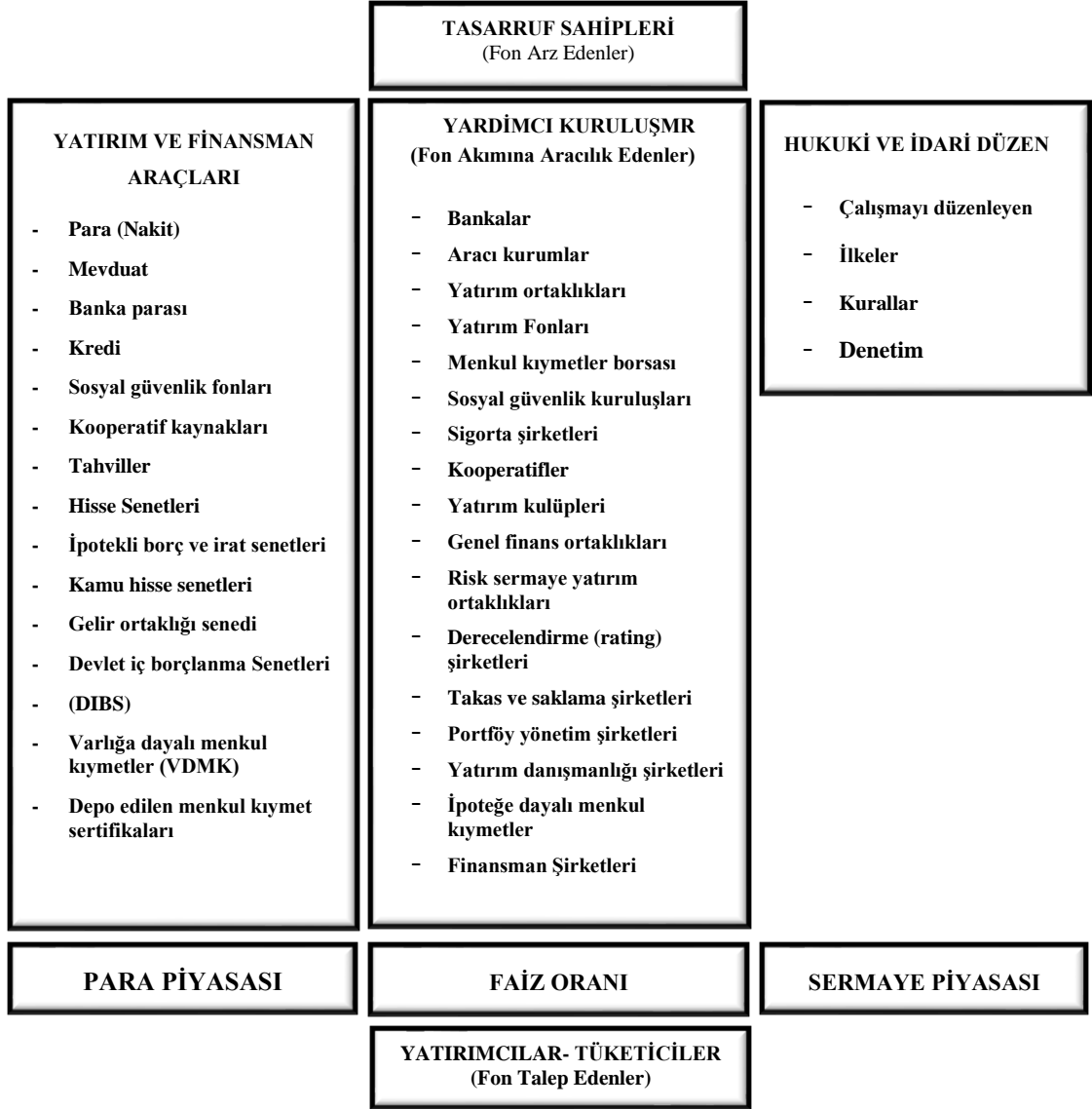
Finansal piyasalar diğer piyasalar gibi alıcıları ve satıcıları bir araya getirmek için ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalarda borç ve ortaklık niteliğinde kıymetli evrak alınıp satılmaktadır (Ross, vd. 2003: 18).

Ekonomik açıdan baktığımızda piyasa kavramı, yatırımcıların arasında anlaşmaların gerçekleşmesini sağlayan bir dizi düzenlemeler olarak tanımlanabilmektedir (Bailey, 2005: 34). Finansal piyasalar aşağıda belirtilmiş üç öge yolu ile fonların fon arz edenlerden fon talep edenlere akışını kusursuz bir şekilde sağlamaktadır (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 2):

- Fon arz edenler ile fon talep edenler,
- Finansal araçlar,
- Düzenlemeler ve finansal kurumlar.

Finansal sistemin öğeleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 1.1. Finansal Sistemin Ögeleri



Kaynak: (İMKB, 2001: 3).

Finansal sistemin temel görevi, fon fazlası olan sektörlerden fon açığı olan sektörlerle fon akışını sağlamaktır. Bunu yapmak için finansal sektör iki ana fonksiyonu yerine getirmektedir. İlk olarak bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmekte, ikinci olarak dolaşımı çeşitlendirmekte ve risk yönetimini kolaylaştırmaktadır (Haan, vd. 2009:3). Tahvil ve hisse senedi piyasaları gibi finansal piyasalar, yaratıcı olmayan birimlerden yaratıcı birimlere fonların akışını sağlayarak ekonomide verimliliği desteklemektedir (Mishkin & Eakins, 2012:2). Firmaların büyümesiyle birlikte bu firmaların sermayeye olan ihtiyaçları da artmıştır. İhtiyaçlarını gidermek adına firmalar finansal piyasalar ve finansal kurumlar yardımı ile yeni finansal araçları ihraç etmektedirler. Böylece finansal

piyasalar ve finansal kurumlar hem halkın refahına hem de ekonominin sorunsuz işleyişine katkıda bulunmaktadır (Brealey, vd. 2001:11-12).

1.1.2. Finansal Piyasaların İşlevleri

Finansal piyasaların temel işlevi fon akışını sağlamakla birlikte diğer işlevleri de yerine getirmektir. Bu işlevler aşağıdaki gibidir (Haan, vd. 2009:65; Brealey, vd. 2001:13; Vernimmen, vd. 2005: 269; Berk, vd. 2015: 40-41):

- **Fiyat Belirleme İşlevi:** Finansal piyasalar bilgilerin yayılmasını kolaylaştırmaktadırlar. Böylece finansal piyasalar alım veya satım işlemleri yapmak isteyen yatırımcılara fiyatları belirleyerek işlemlerini gerçekleştirmek için olanak sağlamaktadırlar.
- **Dolaşım Mekanizması Sağlama İşlevi:** Finansal piyasalar uzlaşmaların gerçekleşmesini kolaylaştırmaktadır. Diğer bir ifade ile finansal piyasalar finansal araçları çıkararak satıcılar ile alıcıların birbirleriyle iletişim kurabilmelerine olanak sağlamaktadırlar.
- **Takas ve Uzlaşma Düzenleme İşlevi:** Finansal piyasalar, her bir sözleşmenin şartlarının yerine getirilmesini sağlamaktadırlar. Böylece finansal piyasalar yatırımcıların arasında çatışmaları azaltmaktadırlar.
- **Risk Dağıtma İşlevi:** Finansal piyasalar ekonomik birimlere risk dağıtmak için araçlar sunmaktadırlar. Örneğin küçük tasarruf sahiplerinin bir şirkete yatırım yapması riskli bir yatırımdır. Ama yatırım fonlarına katılarak risk dağıtabilmektedirler.
- **Büyük Projelere Finansman Sağlama İşlevi:** Finansal piyasalar küçük birikimleri bir havuzda toplamakta olup büyük yatırımlara yönlendirmektedirler. Bu şekilde sermaye piyasaları hem büyük projeleri finanse etmekte hem de bireylere çeşitlilik fırsatı sunmaktadırlar.
- **Zaman ve Mekân Dağıtma İşlevi:** Finansal piyasalar birikimleri farklı vadelere ve farklı yerlere dağıtma olanağı sağlamaktadır. Örneğin, bireyler emeklilik dönemlerinde harcamalarını karşılamak için emeklilik fonlarına katılırlar,

gelişmiş ülkeler ya da fon fazlası olan ülkeler geliştirmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında yatırım yapmaktadırlar.

- **Likidite Sağlama İşlevi:** Finansal piyasalar fiyat belirlemekle beraber finansal araçların kolayca paraya çevrilmesini sağlamaktadır. Bu işlev, dış yatırımcılar için finansal piyasaları cazip hale getirmiştir. Diğer bir ifade ile finansal piyasalar firmaların yatırımlarının zamanlaması ve süresi konusunda esneklik sağlamaktadır.

1.1.3. Finansal Piyasaların Türleri

Finansal piyasalar yatırımcılara fon sağlarken uzun ve kısa vadeli fonlar sunmaktadır. Kısa vadeli fonları para piyasası sunarken, uzun vadeli fonları sermaye piyasası sunmaktadır.

Sermaye piyasaları hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli finansal araçların alınıp satıldığı piyasalar olarak tanımlamak mümkündür¹.

Para piyasaları ise, hazine bonoları (genellikle üç aylık veya altı aylık devlet bonoları) veya vadesi kısa olan diğer krediler gibi menkul kıymetlerin değişimini kolaylaştırmak için ortaya çıkmıştır (Bailey, 2005: 4).

Para piyasaları, ticari bankaların ve diğer işletmelerin borçlanma, borç verme veya kısa bir süre için yatırım yaparak likidite pozisyonlarını değiştirebildikleri piyasalardır. Merkez bankaları, para piyasalarında para politikası uygulamakta ve devlet hazinesi, günlük işlemlerini finanse etmek için para piyasasını kullanmaktadır. Ayrıca, para piyasalarında, firmalar ve devletler kısa vadeli (1-120gün) fon ihtiyaçlarını gidermeye çalışmaktadırlar. Para piyasalarında paraya çok benzer özelliklere sahip finansal araçlar alınıp satılmaktadır. Yani para piyasası araçları genellikle kısa vadelere sahip olup, likit ve düşük temerrüt riski taşımaktadır (Kidwell, vd. 2012: 14-15).

Para piyasalarını beş kategori altında sıralamak mümkündür (Howells & Bain, 2007: 119-134):

¹ Sermaye piyasalarının tanımı ve kapsamı başlığı altında sermaye piyasaları daha ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

- **İskonto Piyasası**, bankalar arasında menkul kıymetlerin (genellikle kısa vadeli borçlanma araçları) teminat verildiği ve bu menkul kıymetlerin değerlerinin belirli bir oran ile borç verildiği piyasalardır.
- **İnterbank Piyasası (Bankalar Arası Piyasa)**, bankaların birbirlerine borç verdikleri bir piyasadır. Normalde bu piyasa kısa vadeli (bir gece-14 güne kadar) kredilerden oluşmaktadır. Fakat bazı durumlarda bu vade bir yıla kadar uzayabilmektedir.
- **Mevduat Sertifikaları Piyasası**, mevduat sertifikalarının satıldığı piyasalardır. Mevduat sertifikaları ise, bankaların kabul ettikleri mevduat karşılığında ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikalar için vade sonunda faiz ödemesi yapılır.
- **Repo Piyasası**, repo işlemlerinin yapıldığı piyasalardır. Repo işlemleri ise, belirli bir fiyat üzerinden bir satıcıdan herhangi bir menkul kıymetin gelecekte belirli bir zamanda geri alınacağını ifade eden satın alma sözleşmesidir.
- **Euro Para Piyasası**, borçlanma ve borç verme işlemlerinin başka bir ülkenin para birimi cinsinden yapıldığı piyasalardır.

Para piyasası menkul kıymetleri, vadesi bir yıl veya daha az olan borç senetleridir.

Birincil piyasada hazine, firmalar ve kısa vadeli finansman elde etmek isteyen ekonomik birimler para piyasalarında kısa vadeli finansal borçlanma araçları ihraç etmektedirler. Hazine para piyasasında menkul kıymetler (Hazine bonusu) ihraç ederek bütçe açığını finanse eder. Firmalar ise para piyasasında menkul kıymetler ihraç ederek mevcut faaliyetlerini destekler veya genişletir. Diğer yandan finansal kurumlar para piyasasında menkul kıymetler ihraç ederek hane halklarına veya firmalara kredi verir (Madura, 2010: 125).

Para piyasaları, kısa vadeli borçlanma araçlarının (genellikle bir yıldan daha az) alım satımının yapıldığı piyasalar olarak tanımlamak mümkündür. Para piyasaları araçları likiditesinin yüksek olması ile birlikte yaygın hale gelmiştir. Firmalar ve bankalar faiz elde etmek için ihtiyacından fazla olan fonları kullanarak para piyasası araçlarını satın almaktadırlar (Mishkin & Eakins, 2012: 20).

Para piyasalarının araçları aşağıdaki gibidir (Mishkin, 2011: 22-23):

- Kısa vadeli (vadesi 1-3 ve 6-12 ay) hazine bonoları

- Mevduat sertifikaları
- Kambiyo senetleri
- Repo
- Bir gecelik repo

1.2. SERMAYE PİYASALARININ TANIMI VE KAPSAMI

Sermaye piyasaları genel olarak uzun vadeli finansal araçların alınıp satıldığı piyasalardır. Dolayısıyla sermaye piyasaları; firmalar, yatırımcılar ve devletler için önem taşımaktadır. Bu kısımda sermaye piyasalarının tanımı, sermaye piyasalarının özellikleri ve sermaye piyasalarının diğer piyasalar ile ilişkisi konularına değinilecektir.

1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tanımı

Sermaye piyasaları, vadesi bir yıldan daha uzun (hisse senedi ve uzun vadeli borçlanma araçları) araçların işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalarda, büyük firmalar uzun vadeli olan yatırımları finanse eder. New York Borsası (NYSE), Londra Borsası ve Tokyo Borsası gibi borsalar sermaye piyasalarıdır (Parrino, vd. 2011: 31).

Firmalar uzun vadeli sermaye ihtiyaçlarını gidermek için sermaye piyasasına gitmektedirler. Genel olarak firmalar fon ihtiyaçlarını borçlanma (tahvil ihraç etmek) veya sermaye artırımını yapmak (hisse senedi ihraç etmek) suretiyle gidermektedir. Diğer bir ifade ile firmalar fon gereksinimlerini karşılamak için hisse senedi veya tahvil ihraç etmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasaları hisse senedi ve tahvil piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır (Bailey, 2005: 3):

- Hisse senedi piyasası, sınırlı sorumlu şirketler için ana piyasalardır. Hisse senedi piyasaları birincil ve ikincil piyasalardan oluşmaktadır.
- Tahvil piyasası, uzun vadeli devlet bonolarının veya şirket tahvillerinin çıkarılıp satıldığı piyasalardır.

Tablo 1.2.'de dünya borsalarından yedi büyük borsanın hisse senedi işlem değerleri yer almaktadır. Buna göre bu yedi borsanın işlem değeri toplamı yaklaşık 60.5

trilyon dolar, yani dünya GSYH'sının (85.8 trilyon dolar) yarısından fazladır (World Bank 2019). Bundan dolayı genel olarak sermaye piyasalarında özellikle de hisse senedi piyasalarında herhangi bir sarsıntı yaşanırsa, bu sarsıntı ekonomik hayattaki bütün faaliyetleri etkileyecektir.

Tablo 1.2. Dünya Borsalarının İşlem Değeri Milyon Dolar (2018)

Borsanın İsmi	Hisse Senedi İşlem Değeri
New York Borsası	19,340,917.9
Nasdaq Borsası	16,789,814.7
Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası	7,498,573.2
Şanghai Menkul Kıymetler Borsası	6,037,193.3
Japonya Menkul Kıymetler Borsası	6,290,598.6
Hong Kong Takas ve Menkul Kıymet Borsası	2,340,132.1
Euronext Borsası	2,200,719.9

Kaynak: (World-Exchanges 2019).

1.2.2. Sermaye Piyasalarının Özellikleri

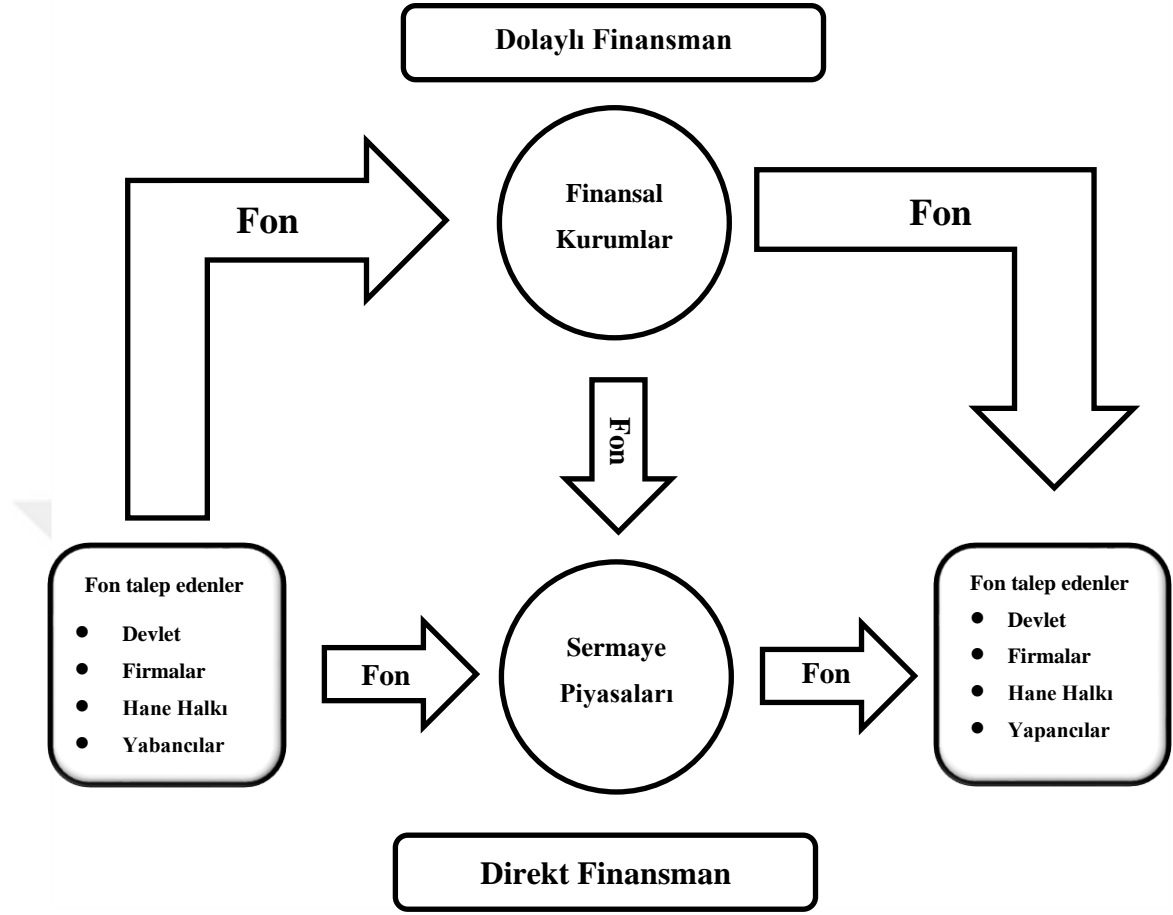
Sermaye piyasalarının özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (İMKB, 2001: 2):

- Sermaye piyasaları orta ve uzun vadeli (bir yıldan fazla) fonlardan oluşmaktadır.
- Sermaye piyasalarının en önemli sermaye kaynakları ekonomik birimlerinin tasarruflarıdır.
- Sermaye piyasalarının en yaygın ve en önemli araçları hisse senedi ve tahvildir.
- Firmalar sermaye piyasasından topladığı sermaye ile uzun vadeli yatırım yapmaktadırlar.

1.2.3. Sermaye Piyasalarının İşleyişi

Genel olarak finansal sistemin temel görevi fon fazlası ekonomik birimlerden fon açığı birimlere fon akışını sağlamaktır. Aşağıdaki şekil bu sistemin işleyişini açıklamaktadır:

Şekil 1.1. Finansal Sistemin İşleyişi



Kaynak: (Haan, vd. 2009: 5)

Dolaylı finansman, finansal sistemde fonları fon arz edenlerden fon talep edenlere aktararak gerçekleşmektedir. Yani fon arz edenler fonlarını direkt fon talep edenlere vermek yerine finansal sistemde değerlendirir ve sonra finansal sistem de fon talep edenlere aktarır. Diğer taraftan direkt finansman, fon arz edenlerin aracı kurumlar yolu ile fonlarını direkt fon talep edenlere aktararak gerçekleşmektedir. Yani direkt finansman durumunda, fonlar finansal araçların karşılığında direkt tasarruf edenlerden sermayeye ihtiyacı olanlara aktarılmaktadır. Finansal araçlar satın alan ekonomik birimler açısından aktif, satan ekonomik birimler açısından yükümlülük sayılmaktadır (Mishkin, 2011: 50).

1.2.4. Sermaye Piyasalarının Diğer Piyasalar ile İlişkisi

Finansal piyasalar birbirlerini tamamlayıcı ve aynı zamanda birbirine alternatif piyasalardır. Bu başlık altında sermaye piyasası ile diğer piyasalar arasındaki ilişki ele alınacaktır.

Para piyasası ve sermaye piyasası birbirleriyle yakından ilişkilidir, çünkü finansal kurumlar ve firmaların çoğu her ikisinde de aktif durumdadır. Firmalar para piyasasından kısa vadeli, sermaye piyasasından ise uzun vadeli borç alabilmektedirler.

Sermaye piyasaları ve para piyasaları arasında güçlü bir bağ bulunmaktadır. Bu bağın nedenleri şunlardır (Taner & Akkaya, 2009: 8):

- Fon sahipleri yatırım politikalarına ve gelir oranlarına göre birikimlerini bir piyasaya ya da her iki piyasaya da yönlendirebilmektedirler,
- Fona ihtiyacı olanlar, ihtiyaç duydukları fonları para ve sermaye piyasasından temin edebilmektedirler,
- Para ve sermaye piyasaları arasında birisinden diğerine, ileriye ve geriye doğru sürekli bir fon akışı bulunmaktadır,
- Bazı kurumlar aynı zamanda para ve sermaye piyasalarına hizmet etmektedir,
- Para ve sermaye piyasalarındaki gelirler birbirleriyle bağlıdır.

Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki farklar ise şunlardır (Civan, 2010: 11; Taner & Akkaya, 2009: 8):

- Para piyasasının araçlarının vadesi kısa (bir yıl veya daha az), sermaye piyasası araçlarının vadesi ise uzundur (bir yıldan fazla),
- Para piyasası sermaye piyasasına kıyasla hem düşük risklidir. Hem de düşük finansal araçlar sunmaktadır,
- Firmalar para piyasasından elde edilen fonları dönen varlıklarının finansmanında kullanırken, sermaye piyasasından elde edilen fonlar ise ek yatırım ve duran varlıklarının finansmanında kullanılmaktadırlar,
- Para piyasasının araçları ticari senetler, sermaye piyasasının araçları ise menkul kıymetlerdir.

1.3. SERMAYE PİYASALARININ TÜRLERİ

Genel olarak finansal piyasalar görevlerinin sorunsuz şekilde çalışması için birbirlerine bağlı alt pazarlardan oluşmaktadır. Bu alt piyasaları menkul kıymet ihracına göre, örgütlenme derecesine göre, finansal ilişkiye göre ve teslim zamanına göre ayırmak mümkündür (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 8; Coşkun , 2010: 9-11).

1.3.1. Menkul Kıymet İhracına Göre Sermeye Piyasaları

Menkul kıymet ihracına göre sermaye piyasalar birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır (Saunders & Cornett, 2012:3).

Birincil piyasalar, yeni finansal araçlar (dolaşıma ilk defa çıkarılan araçlar) çıkararak ve bunları yatırımcılara satan piyasalardır (Berk, vd. 2015: 43). Yani firmalar yeni finansal araçları ihraç etmek istediğinde birincil piyasalar vasıtasıyla çıkarmakta olup bu piyasalarda halka arz etmektedir. 2018 yılında Shanghai borsasında yaklaşık 164 milyar dolar değerinde, BİST de ise 3.5 Milyar dolar değerinde yeni hisse senedi ihraç edilmiştir (World-Exchanges 2019).

İkincil piyasalar ise, daha önce birincil piyasalarda çıkarılmış finansal araçların el değiştirildiği piyasalardır. Diğer bir ifade ile finansal araçların likiditeye çevrildiği piyasalardır (Saunders & Cornett, 2012:3). Dünya borsalarında milyarlarca dolar değerinde işlem yapılmaktadır. Örneğin 2018 yılında elektronik ortamda gerçekleşen işlem değeri yaklaşık 97 trilyon dolardır (World-Exchanges 2019).

1.3.2. Örgütlenme Derecesine Göre Finansal Piyasalar

Örgütlenme derecesine göre finansal piyasalar örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır (Rodoplu, 1993: 10).

Örgütlenmiş piyasalarda, alım satım işlemleri elektronik ortamda değil, borsanın duvarlarının arasında gerçekleştirilmektedir. New York Borsası fiziksel piyasalar örneği olarak gösterilebilmektedir. New York Borsası'nda piyasa yapımcıları, satıcıları ve alıcıları eşleştirmeye çalışmaktadırlar (Berk, vd. 2015, : 44). Bu piyasalar belirli kurallara ve düzenlemelere tâbidir. *“NYSE borsasında yalnızca üyeler alışveriş yapmaktadır. Üye*

olmak için bir üye ya da bir birey bir sandalye satın almaktadır. 1366 sandalye vardır. Bu sandalyelerin büyük bir kısmı brokerlik firmalarına aittir. Günümüzde NYSE sandalyeler 1,2 milyon dolara kadar satılmaktadır. Sandalye fiyatının belirlenmesinde etkili olan bir tacir olmak için piyasanın potansiyel kârlılık algısı önemli rol oynamaktadır.” (Parasız, 2012: 107).

Örgütlenmemiş piyasalar (tezgâh üstü piyasalar) ise günümüz teknolojik yapısına uygun olarak ortaya çıkan piyasalardır. Günümüzün ağırlıklı olarak teknolojiye dayanan ekonomisinde, finansal piyasalar fiziksel bir yere sahip olmak zorunda değildir. Böylece yatırımcılar telefon ya da bilgisayar ağı üzerinden alım veya satım işlemleri yapabilmektedirler. NASDAQ tezgâh üstü piyasalar bu piyasalara örnek olarak gösterilebilmektedir. NASDAQ borsası bilgisayar ve telefon ağları üzerine bağlı borsa ajanlarından ve piyasa yapımcısından oluşmaktadır. NYSE ve NASDAQ arasındaki önemli fark; NYSE borsasında her payın yalnızca bir piyasa yapımcısına ait olması, NASDAQ borsasında ise hisse senetlerinin birbirleriyle rekabet eden birden fazla piyasa yapımcısına ait olabilmesidir (Berk, vd. 2015: 45). Tezgâh üstü piyasalarda yeni işletmelerin ya da gelişen işletmelerin (örgütlenmiş piyasaların kurallarına uyamayan işletmeler) finansal piyasalara girmesi veya alım satım işlemleri yapması için koşullar kolaylaştırılmıştır (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 11).

1.3.3. Finansal İlişkiye Göre Sermaye Piyasaları

Finansal ilişkiye göre sermaye piyasaları borçlanma piyasaları ve özsermaye piyasaları (pay piyasaları) olarak ikiye ayrılmaktadır (Rodoplu, 1993: 10).

Borçlanma piyasaları özel ile devlet tahvilleri ve bono gibi borçlanma araçlarının alınıp satıldığı piyasalardır. Borçlanma piyasalarının araçları ise aşağıdaki gibidir (İMKB, 2001: 148):

- Menkul kıymetleştirilmiş borçlanma araçları
- Devlet tahvilleri
- Özel sektör tahvilleri
- Finansman bonoları

- Varlığa dayalı menkul kıymetler

Özsermaye piyasaları ortaklık payı (hisse senedi) gibi ortaklığı gösteren finansal araçların alım-satımının yapıldığı piyasalardır. Bu piyasaların araçları borç değil ortaklık temsil etmektedir. Yani bu araçların sağladığı gelir faiz değil kâr payıdır. Pay piyasasının araçları ise şunlardır (Borsa İstanbul 2019):

- Hisse senedi
- Sertifikalar
- Kâr zarar ortaklığı
- Yatırım fonu katılma belgeleri

1.3.4. Teslim Zamanına Göre Sermaye Piyasaları

Teslim zamanına göre sermaye piyasaları; spot ve vadeli piyasalar olarak ikiye ayırmak mümkündür (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 12).

Spot piyasalarda, işlemler belirli bir mal ve belirli bir bedel karşılığında hem teslimat hem de malın bedeli anlaşma gününde gerçekleşmektedir. Döviz, altın, hisse senedi gibi ürünler piyasası spot piyasalara örnek olarak gösterebilmektedir (Coşkun, 2010: 203).

Vadeli İşlem Piyasası ise anlaşmanın bugünden yapıldığı ve yükümlülüklerin gelecek bir vadede yerine getirilmesini öngören piyasalardır. Vadeli işlemler dünyada kullanılan terminolojiye göre türev araçlar olarak ifade edilmektedir. Genellikle vadeli piyasalarda işlem yapabilmek için iki taraftan (satıcı ve alıcı) belirli miktarda teminat alınmaktadır. Future piyasaları, forward piyasaları ve swap piyasaları² vadeli piyasalar örneğidir (Chisholm, 2004: 1).

² Bu piyasaların araçları finansal piyasalar araçları bölümünde ele alınacaktır.

1.4. SERMAYE PİYASALARININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

Borsa, Latince’de cüzdan anlamına gelen “bursa” kelimesinden gelmektedir. Eskiden alıcıları ve satıcıları bir araya getiren, alım satım işlemlerini düzenleyen organizasyonuna verilen isimdir. (L.Moldashbayeva, vd. 2019: 60).

Sermaye piyasası ve sermaye piyasası taraflarının bulunduğu yer olan borsaların çok eski geçmişleri vardır. Borsalar, ilk olarak kıymetli madenlerin alımı satımını; daha sonra kredi belgelerinin ve ticari senetlerinin alım satımını yapmaya başlamıştır. Tarihte ilk borsanın M.Ö 180 yılında Roma’da açıldığı kabul edilmektedir. Ancak ilk resmi borsa faaliyeti 14.yy’da Paris’te başlamış, özel bir binada ilk yerleşik borsa ise 1487 yılında Belçika’nın Anvers şehrinde kurulmuştur (İMKB, 2001: 7; Yasin, 2002: 45).

Asya-Avrupa arasında ticaret yapan Hollanda Doğu Hindistan Şirketi (Verenigde Oost-Indische Compagnie)’nin 1602 yılında 1143 yatırımcıya ortaklık payı çıkarmıştır. Ayrıca tarihte ilk hisse senedi çıkaran şirket olarak bilinmektedir. Bu da Amsterdam Borsası (Amsterdam Stock Exchange)’nin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Daha sonra 1623 yılında Hollanda Batı Hindistan Şirketi (West-Indische Compagnie) tarihte hisse senedi çıkaran ikinci şirket olmuştur (Petram, 2011:1-2). Diğer yandan, Fransa’ya karşı savaşını finanse etmek için İngiltere 1693 yılında tarihte ilk devlet tahvili çıkarmıştır (Cummins 2014).

Japonya’da Dojima Pirinç Borsası (Dojima Rice Exchange) pirinç ticaretini kolaylaştırmak için 17. yüzyılda kurulmuştur. Sonra 1730 yılında Tokugawa Shogunate tarafından spot ve vadeli piyasasının işlem yapmasına izin verilmiştir. Bu da dünyanın ilk vadeli işlem borsası olarak bilinmektedir. Daha sonra 1878 yılı Dojima Borsası, Osaka Borsası ismini almıştır. Diğer taraftan Tokyo Borsası 1878 yılında kurulmuştur. 2013 yılında bu iki borsa birleşerek Japonya Holding Borsası (Japan Exchange Group) ortaya çıkmıştır (Japan Stock Exchange Group 2018).

16. yüzyılda alım satım işlemleri Londra caddelerinde ve kahvehanelerinde yapılmaktaydı. Fiziki bir mevkiye ihtiyaç duyularak “Thomas Gresham” adlı tüccar tarafından yeni bina finanse edilmiştir. Finansal araçların 1695 yılından beri alım-satımı yapılmaya başlanmıştır. 1801 yılı Londra Borsasının gerçek doğumu sayılmaktadır. Daha sonra 2007 yılında Milan borsası ile birleşerek “London Stock Exchange Group” ismi değiştirilmiştir (L.Moldashbayeva, vd. 2019: 61).

Büyük firmaların ortaya çıkması ve yeni finansal araçlara ihtiyaç duyulması ile birlikte yeni borsalar ve sermaye araçları ortaya çıkmıştır. Örneğin; Roma Borsası 1821, Milano Borsası 1808, Brüksel ve Londra Borsası 1801 yılında kurulmuştur (Yasin, 2002: 46).

Dünyanın en büyük ve en önemli borsası olan New York Borsası 1792 yılında 24 komisyoncu arasındaki anlaşma ile kurulmuştur. 1817 yılında ismi “New York Stock and Exchange Board” olarak değişen borsa, 29 Ocak 1863 yılından bu yana şimdiki ismi olan “New York Stock Exchange” olarak bilinmektedir (Taner & Akkaya, 2009: 87).

Daha sonra Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Birliği (National Association of Securities Dealers) tarafından kurulan NASDAQ Borsası 8 Şubat 1971 yılında dünyanın ilk elektronik borsası olarak 2,500'den fazla menkul kıymet alım satımı yapmaya başlamıştır (Terrell, 2012).

1972 yılında Londra Borsasında işlemlerin otomasyonu başlamıştır (L.Moldashbayeva, vd. 2019: 61). Ardından 1982 yılında Tokyo borsası alım satım işlemleri gerçekleştirmek için bilgisayar kullanmaya başlamıştır (Japan Stock Exchange Group 2018). Rekabet gücünü muhafaza etmek amacıyla New York Borsası 1984 yılında hemen hemen tüm işlemlerini elektronik bir ortamda gerçekleştirmeye başlamıştır (Yeugh 2006).

Dünya piyasaları tarihte çok sayıda kriz yaşamıştır. Bunlardan biri dünyayı en çok etkilemiş olan “Wall Street” Borsası’nda başlayan, bütün dünyaya yayılan, 1929 büyük buhranıdır. Diğerisi ise, ABD’de başlamış olan ve bütün dünya piyasalarına sarsıntı getirmiş olan 2007 “Mortgage” ipotek krizidir.

1.5. SERMAYE PİYASALARININ EKONOMİDEKİ ÖNEMİ VE İŞLEVİ

Sermaye piyasalarının finansal sistemin bir parçası olarak temel amacı ülkede ekonomik birimleri tasarrufa yöneltmek ve fonları verimli olmayan ya da yatırım imkanlarına sahip olmayan ekonomik birimlerden verimli ya da yatırım imkanlarına sahip olan ekonomik birimlere aktarmaktır.

1.5.1. Sermaye Piyasasının İşlevleri

Sermaye piyasasının temel işlevi atıl ve küçük tasarrufları toplayıp büyük projelere aktarmaktır. İşte sermaye piyasasının yerine getirdiği görevler aşağıdaki gibidir (Civan, 2010: 16):

- Özel sektöre ve projelere kaynak sağlamak ve kaynakları verimli olan alanlara aktarmaktadır.
- Sermaye piyasaları firmalara hem ucuz maliyetli hem de uzun vadeli sermaye sağlamaktadır.
- Sermaye piyasasında listelenmiş firmalar ile ilgili bilgi verilmesiyle birlikte ekonomik birimlerin tasarruflarını yatırımlara yönlendirmektedir.
- Sermaye piyasaları yatırımcılara bankaların kredilerinin yanı sıra alternatif sermaye kaynakları sunmaktadır.
- Küçük tasarruf sahiplerinin menkul kıymet alımını sağlamasıyla birlikte ekonomide gelir dağılımını olumlu etkilemektedir.

1.5.2. Sermaye Piyasalarının Önemi

Genel olarak bir ülkenin ekonomi performansı, uzun vadeli büyümesi ve refahı o ülkenin finansal gelişmişlik derecesine bağlıdır. Finansal gelişmişlik derecesinin artması, riskten korunmak amacıyla kullanılan finansal hizmetlerin yayılması anlamına gelmektedir (World Economic Forum, 2008: 3-4).

Sermaye piyasaları firmalar, yatırımcılar, devletler ve ekonomi için farklı faydalar sağlamaktadır. Sermaye piyasalarının önemi aşağıdaki gibidir (IFC World Bank Group, 2017: 1-2):

- Firmalar açısından önemi, fona ihtiyacı olan firmalar için, sermaye piyasaları, banka finansmanını tamamlayabilecek şekilde alternatif bir finansman kaynağı sağlar. Ayrıca sermaye piyasaları daha düşük fiyat ve daha uzun vade sunmasıyla birlikte daha geniş bir yatırımcı tabanına erişim sağlamaktadır. Sermaye piyasaları bankacılık sektöründen finansman sağlayamayan riskli faaliyetlere sahip olan

firmalara fon sağlayabilmekte, böylece ekonomide yeniliğe katkıda bulunabilmektedir.

- Devletler açısından önemi, yerel sermaye piyasaları devletlere yerel para birimi üzerinden fon sağlayarak devletleri döviz kuru riskinden korumaktadır. Böylece yerel sermaye piyasaları kalkınmaya çalışan hükümetler için son derece önemlidir.
- Yatırımcılar ve tasarruf edenler açısından önemi, sermaye piyasaları, risk tercihleri ve likidite gereksinimleri gibi faktörlere bağlı olarak banka mevduatlarından daha iyi getiri ile daha cazip yatırım fırsatları sunmaktadırlar. Ayrıca geniş ve çeşitli finansal araçlarıyla sermaye piyasaları yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmelerine ve risk dağıtmalarına fırsat sunmaktadır.
- Ekonomi açısından önemi, iyi geliştirilmiş sermaye piyasaları likit menkul kıymet araçları ile makroekonomik düzeyde para politikasını desteklemektedir. Sermaye piyasaları finansal istikrarı artırabilir ve döviz kuru şoklarına karşı kırılganlıkları ve ani sermaye akışlarının kesilmesini azaltabilmektedir. Ayrıca altyapı ve kentleşme gibi projelere finansman sağlamaktadır.

1.6. SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Mortgage krizinin Wall Street borsasına, bankalara ve işletmelere yayılması ile beraber finansal kurumlardaki ve ekonomideki rolü sermaye piyasaları herkesin ilgisini çekmiştir. Genel olarak finansal kurumlar; mevduat kabul etmek, yatırımları yönetmek, finansal aracılık yapmak ya da kredi vermek gibi finansal hizmetler sunmaktadırlar (Berk, Demarzo, & Harford, 2015:46). Böylece finansal kurumlar hem finansal piyasaların işleyişini gerçekleştirmekte hem de fon arz edenlerden fon talep edenlere fon akışını kolaylaştırmaktadırlar. Diğer bir ifade ile hem fon arz edenlere hem fon talep edenlere aracılık yapmaktadırlar. Bunu yaparken şu yararları sağlarlar (Canbaş & Doğukanlı, 2012, :131):

- Fon maliyetlerini azaltmak
- Riski azaltmak ve dağıtmak

- Vade ayarlaması yapmak
- Miktar ayarlaması yapmak
- Finansal danışmanlık hizmeti sunmak

Finansal sistem hem karmaşık hem de büyük ölçüde devlet kontrolü altında bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları, finansman şirketleri ve yatırım bankaları da dahil olmak üzere pek çok farklı türde özel sektör finansal kurumu içermektedir. Ekonomik birimler firmalara yatırım yapmak için direkt firmalara gitmek yerine aracı kurumlar olan, ticari bankalar, tasarruf ile kredi sandıkları, kredi kooperatifleri, sigorta şirketleri, yatırım fonları, emeklilik fonları ve finansman şirketleri gibi finansal kurumlara gitmektedirler (Mishkin & Eakins, 2012: 6).

Bu başlığın altında merkez bankası, ticari bankalar, yatırım bankaları katılım bankaları, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, portföy saklama kuruluşları, bağımsız denetim şirketleri ve derecelendirme şirketleri gibi ekonomide öne çıkan sermaye piyasası kurumları ele alınacaktır.

1.6.1. Banka Kurumları

Merkez bankası başta olmak üzere genel olarak bankalar sermaye piyasalarında etkin faaliyet göstermektedir. Merkez bankası para politikasını iyi yürütmek için sermaye piyasalarında alım satım işlemleri yaparak sermaye piyasalarını etkilemektedir. Diğer bankalar ise kendilerinin veya müşterilerinin adına finansal araçları alım satımını gerçekleştirmektedir. Bu başlığın altında Merkez Bankası, ticari bankalar, yatırım bankaları, tasarruf bankaları ve katılım bankaları gibi kurumlar ele alınacaktır.

1.6.1.1. Merkez Bankası

Merkez bankası, finansal sistemin en önemli kurumu olarak tanımlanabilmektedir. Genel olarak merkez bankası faiz oranı, enflasyon ve para arzını etkileyerek finansal piyasaları ile finansal kurumları etkilemektedir (Mishkin & Eakins, 2012: 6-7). Bir ülkenin merkez bankası, para arzı ve finansal kurumları kontrol ederek

ekonomide istikrar ve etkili ödeme sistemi sağlamaya çalışmaktadır (Kidwell, vd. 2012:40). Genellikle merkez bankasının (FED, BOC, TCMB, vb.) bağımsız bir kurum olduğu bilinmektedir. Bu bağımsızlık ikiye ayrılabilir. İlki; araç kullanma bağımsızlığı, yani merkez bankasının araç kullanma özgürlüğü; ikincisi ise hedef bağımsızlığı, yani amaç koyma özgürlüğüdür (Mishkin, 2011: 386). Para arzını kontrol etmek ve ekonomide istikrarı gerçekleştirmek için merkez bankası çeşitli araçlar kullanmaktadır. Merkez bankalarının kullandığı araçlar aşağıdaki gibidir (Alkan, 2016:53-59):

- Açık Piyasa İşlemleri
- Reeskont Oranları
- Zorunlu Karşılıklar
- Faiz Oranı
- Döviz İşlemleri

Genel olarak merkez bankası iki temel görevi yerine getirmektedir. Bunlar: enflasyonu kontrol altında tutmak ve tam istihdamı sağlamaktır. Bununla birlikte kriz zamanlarında son çare olarak para kaynaklarını kullanarak borç vermek gibi birçok görevi yerine getirmektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi bazı merkez bankaları, başarılarını ölçmek için enflasyonist hedefleri kullanmaktadır (Duarte, 2006: 21).

Genel olarak merkez bankası finansal sistem üzerinden sermaye piyasasını etkilemektedir. Merkez bankasının temel görevleri aşağıdaki gibidir (Hoskins, 1991: 9-10; Türk, 2015: 226-227; Tunay, 2014:310-311):

- Bir merkez bankasının temel rolü, paranın alım gücünün uzun vadeli istikrarını sağlamak,
- Fiyat istikrarı sağlayarak, finansal piyasaların verimliliğini ve istikrarını artırmak,
- Küresel piyasalardaki rekabetin önündeki engelleri azaltarak piyasadaki performansı artırmak,
- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Zorunlu karşılık üzerinden finansal sistemdeki likiditeyi kontrol etmek,

- Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- Ülkenin altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Mali piyasaları izlemek,
- Para basmak ve para politikalarına yön vermek,
- Banka sistemini düzenlemek, denetlemek ve banka başarısızlığını önlemektir.

1.6.1.2. Ticari Bankalar

Aktifler açısından finansal kurumlar arasında en büyük aktiflere sahip kurumlardır. Bu bankalara mevduat bankaları da denebilmektedir. Çünkü bu bankaların fonlarının önemli kısmı müşteri mevduatlarından oluşmaktadır. Bankaların yükümlülüklerinin büyük kısmı mevduattan, aktiflerinin büyük kısmı (40%-45%) kredilerden oluşmaktadır (Saunders & Cornett, 2012: 348; Parasız, 2012: 184).

Tarih boyunca, finansal sistemin en önemli finansal kurumu olarak ticari bankalar olmuştur. Günümüzde daha az gelişmiş ekonomilerde, sermaye piyasaları gelişmediği için ticari bankalar hala işletmelere ve çoğu zaman hükümetlere finansman sağlayarak finansal sisteme hâkim olmuştur. Ayrıca hem gelişmiş ekonomilerde hem gelişmekte olan ekonomilerde nakit dışındaki ödemelerin büyük kısmı ticari bankalar aracılığıyla gerçekleşmektedir (D. Simpson, 2014: 33-34).

Yukarıda belirtildiği gibi ticari bankaların aktiflerinin büyük kısmı kredilerden oluşurken, yükümlülüklerinin büyük kısmı mevduatlardan oluşmaktadır. Diğer yandan ticari bankaların fon kaynakları ve fon kullanımları aşağıda yer almaktadır (Madura, 2010: 462):

Fon Kaynağı:

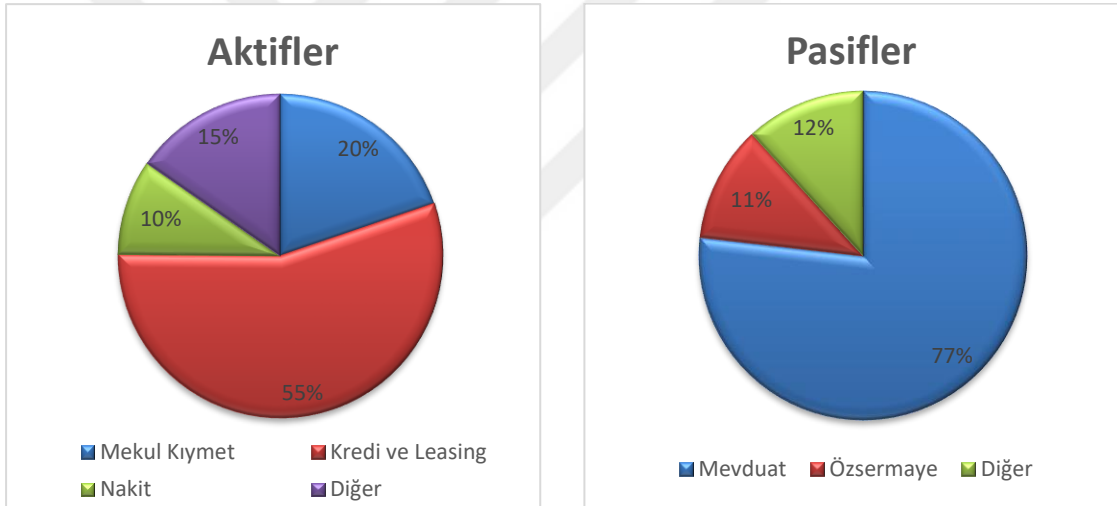
- Mevduat, genel olarak vadeli ile vadesiz mevduat ve mevduat sertifikaları hesaplarından oluşur.
- Ödünç alma, genel olarak merkez bankası ve diğer yerli veya yabancı ticari bankalardan borç ve repo işlemlerinden oluşur.
- Kıymetli evraklar, bu da tahvil veya hisse senedi ihracından oluşur.

Fon Kullanımları:

- Nakit, ticari bankalar merkez bankası tarafından uygulanan rezerv gereksinimlerini karşılamak için rezerv olarak bir miktar nakit para bulundurur.
- Krediler, yerli veya yabancı firmaların kredilerinden oluşur.
- Kıymetli evrak alımı, birincil veya ikincil piyasa yatırımlarından oluşur.
- Repo işlemleri,
- Sabit varlıklar.

Ticari bankaların aktif veya pasif yapısını anlamak için ABD ticari bankalarının aktifleri ve pasifleri aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Şekil 1.2. ABD Ticari Bankalarının Aktif & Pasif Yapısı (1.Çeyrek 2019)



Kaynak: (FDIC 2019)

Görüldüğü üzere krediler ticari bankaların aktiflerinin yüzde 55'ini oluştururken menkul kıymet yüzde 20'sini oluşturur. Diğer taraftan mevduat pasiflerin yüzde 77'sini oluştururken özsermaye yüzde 12'sini oluşturur. Ticari bankaların toplam aktifleri yaklaşık 17 trilyon dolara eşittir. Diğer yandan ticari bankalar aktiflerinin yüzde 20 kadarını (yaklaşık 3.35 trilyon dolar) sermaye piyasasında değerlendirmektedir.

Genel olarak ticari bankaların temel görevi fon fazlası ekonomik birimlerden fona ihtiyacı olan birimlere fon akışını sağlamaktır. Ticari bankaların fonksiyonları aşağıdaki gibidir (Fabozzi, vd. 2010: 45-46; Saunders & Cornett, 2012: 385; Vernimmen, vd. 2005, s. 270):

- Firmalardan ve bireylerden mevduat kabul etmek,
- Ekonomik birimlerin adına fonları yönetmek,
- Muhabir bankacılık hizmeti vermek (hizmetleri yürütecek personel kaynağına sahip olmayan diğer bankalara bankacılık hizmetlerini sunmak),
- Bireylere ve reel sektöre kredi vermek,
- Para göndermek,
- Çeşitli ödeme yöntemleri sunmak,
- Aracılık hizmeti sunmak,
- Leasing, faktöring ve forfaiting hizmetleri sunmak,
- Yatırım ile emeklilik fonları kurmak ve portföy yönetmek,
- Kabul, garanti ve teminat mektubu işlemleri yapmak,
- Döviz hizmetleri sunmak,
- Menkul kıymetler ile türev ürünleri alım satımı yapmak.

1.6.1.3. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları, uzun vadeli fona ihtiyacı olan ekonomik birimlere fon fazlası olanlar ve aynı zamanda yatırım yapmak isteyenlerden menkul kıymetler çıkararak fon akışını sağlamaktadırlar. Yatırım bankaları devletlere ve şirketlere borç ve sermaye sağlamaya çalışmaktadırlar. Bu da, yeni menkul kıymet ihracı ya da daha önce çıkarılmış olan menkul kıymetler ticaretini kapsamaktadır. Diğer bir ifade ile yatırım bankaları fon arz edenler ile fon talep edenler arasında aracılık yapan kurumlardır. Fakat yatırım bankalarının aracılık yapmaları normal bir banka olduklarını göstermez. Yani mevduat kabul eden ve daha sonra kredi veren bir finansal aracı değildir (Saunders & Cornett, 2012: 500; Canbaşı & Doğukanlı, 2012: 204; Parasız, 2012: 280).

Genel olarak sermaye piyasaları finansal sistemdeki bankaların rolünü değiştirmiştir. Diğer bir ifade ile sermaye piyasalarının ekonomideki artan önemi ile birlikte yatırım bankaları mevcut hizmetlerini geliştirmiştir. Yatırım bankalarının verdiği

hizmetler aşağıdaki gibidir (Vernimmen, vd. 2005: 270; Canbaş & Doğukanlı, 2012: 204-207):

- **Hisse senedi ve tahvil piyasalarına erişim sağlamak:** Firmaların ihraç edecekleri menkul kıymetleri kendi adına satın almak ve daha sonra halka satmaktır. Ayrıca yatırım bankaları, şirketlerin borsada halka arz teklifleri hazırlamalarına ve gerçekleştirmelerine yardımcı olur.
- **Danışmanlık hizmetleri:** Yatırım bankaları hem menkul kıymetler ihracında hem de devralma ve birleşme işlemlerinde firmalara danışmanlık yapar.
- **Destekleme alımı yapmak:** Satılmayan menkul kıymetleri kendi adına satın alır.
- **Aracılık hizmetleri sunmak:** Yatırım bankaları menkul kıymetler ihraç eden firmalar ile menkul kıymet satın alan kuruluşlar arasında aracılık yapar.
- **Yatırımcılara garanti vermek:** Menkul kıymetlerin vadesi geldiğinde anapara ile faiz ödemelerinin yapılacağı konusunda garanti verir,
- **Tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarını korumak:** Yatırım bankaları daha önce müşterilerine sattıkları menkul kıymetleri geri satın alarak tasarruf sahiplerinin haklarını korumaya çalışmaktadır.
- **Varlık yönetimi hizmeti vermek:** Menkul kıymet portföylerini müşteri adına yönetir veya kasalarında saklar.

1.6.1.4. Tasarruf Bankaları

Genellikle bu tür bankaların temel amacı halkı tasarrufa yönlendirmektir. Bu tür bankalar faiz karşılığında halkın küçük tasarruflarını toplarlar. Ayrıca tasarruf bankaları topladığı fonları risksiz ya da riski az olan yatırımlara yönlendirir. Genellikle bu bankaların sahibi mevduat sahipleridir (Kidwell, vd. 2012: 513-514). Tasarruf bankaların kaynaklarının büyük kısmı mevduatlardan oluşan fonlardır. Diğer yandan bankaların aktiflerinin en önemli unsuru konut ipotekleridir. Tasarruf bankalarının portföyleri şirket tahvilleri, bono ve devlet kurumlarının hisse senetleri, belediye menkul kıymetleri, normal hisse senetleri ve tüketim kredilerinden oluşur (Fabozzi, vd. 2010: 55-56).

1.6.1.5. Katılım Bankaları

İslami bankalar ya da faizsiz bankalar olarak bilinmektedir. Bu tür bankalarda faiz karşılığında borç vermek ya da mevduat kabul etmek yasaktır. Katılım bankaları İslam kriterlerine aykırılık (alkol, silah, sigara firmaları.... gibi) gösteren projeleri finanse etmezler. Ayrıca katılım bankaları tahvil ihraç etmek yerine Sukuk³ ihraç etmektedirler. Sukuk İslami tahvil olarak tanımlanabilmektedir. Fakat sabit faiz kazandırmak yerine kardan pay kazandırır. Bu da diğer finansal araçlar gibi finansal piyasalarda işlem görmektedir (Vernardos, 2006: 66,71,74).

1.6.2. Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri sigorta primleri karşılığında müşterilerin yerine riski üstlenmektedirler. Sigorta şirketleri ödenmesi beklenen tazminatın üstünde bir prim belirleyerek kâr elde etmektedirler (Mishkin & Eakins, 2012: 514). Risklerin çoğu gerçekleşirse sigorta şirketleri büyük zarara uğrayabilmektedir. Bu nedenle sigorta şirketleri elde ettiği fonların büyük kısmını devlet tahvilleri ve şirket hisse senetleri yada tahvilleri almak için kullanmaktadırlar (Mishkin, 2011: 36).

Sigorta şirketleri aşağıdaki ortaklıkları kapsamaktadır (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 209):

- Hayat sigortası ortaklıkları
- Mal ve kaza sigortası ortaklıkları
- Sosyal güvenlik kurumları

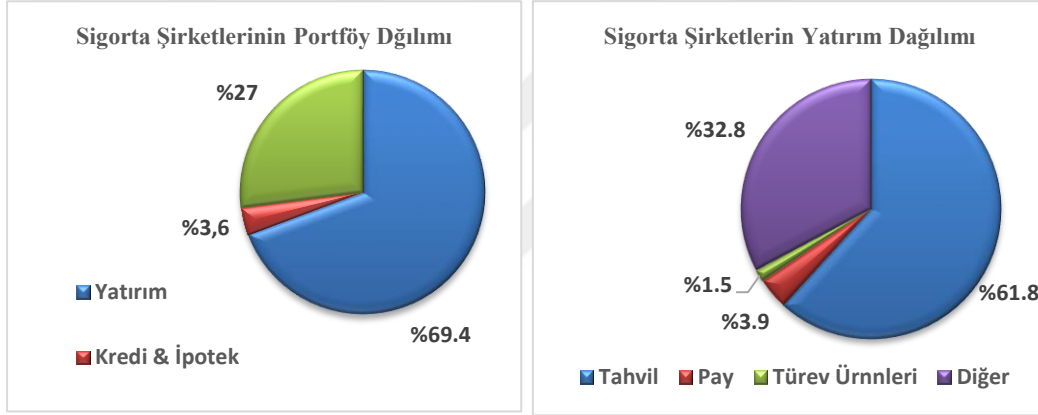
Hayat, sağlık, trafik... vb. sigorta türleridir. Fakat finansal risklerine yönelik en önemli sigorta sözleşmesi “Credit Default Swap” (CDS) kredi temerrüt swaplarıdır. CDS ya da kredi temerrüt swapı; finansal araçların geri ödenmemesine yönelik olan sigorta sözleşmesidir. Borç verenler verdikleri borcun geri ödenmemesi durumunda riski üçüncü kişiye aktarmak için yatırım ya da sigorta şirketlerinden CDS sözleşmesi satın alırlar (sigorta şirketine prim öderler). Borcun geri ödenmeme olasılığı düşükse CDS sözleşmesi için ödenecek prim düşük olur, tam tersi borcun geri ödenmeme ihtimali yüksek ise CDS

³ Sukuk, “Sermaye Piyasası Araçları” başlığı altında ele alınacaktır.

sözleşmesi için ödenecek prim yüksek olur (Mishkin & Eakins, 2012: 529,530). Bu durum ülkeler için de geçerlidir. Yani bir ülkenin kredi notu düştükçe CDS primleri yükselir. Diğer bir ifade ile kredi notları ile CDS primleri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Dünyada sigorta şirketleri finansal sistemde çok önemli bir rol oynamaktadır. Genel olarak sigorta şirketleri elde ettikleri fonları kullanarak yatırım yapmaktadır. Böylece sigorta şirketleri bir sektörden diğer sektöre fon akışını sağlamaktadır (Ivan, vd. 2015: 97). Avrupa sigorta şirketlerinin yatırım portföyü son yıllarda ve 2017 yılında Avrupa Birliği (AB)'nin GSYH'sinin %64'üne eşittir (Insurance Europe, 2017: 45). Aşağıdaki grafikte sigorta şirketlerinin portföyünü oluşturan kalemler gösterilmiştir.

Şekil 1.3. AB'de Sigorta Şirketlerinin Portföy Dağılımı



Kaynak: (Insurance Europe, 2017: 46)

Grafikte görüldüğü üzere sigorta şirketlerinin sermaye piyasalarında önemli rol oynadığı görünmektedir. Sigorta şirketleri portföyünün %69'unu yatırıma yönlendirmektedir. Diğer taraftan yatırımlarının %66'sını tahvil ve paylara yatırım yapmaktadır.

1.6.3. Kolektif Yatırım Kuruluşları

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, hedge fonları ve emeklilik fonları gibi kolektif yatırım kuruluşları ele alınacaktır.

1.6.3.1. Yatırım Fonları

Yatırım fonları finansal araçlara yatırım yapmak adına küçük tasarrufları toplayarak büyük bir portföy oluşturur. Genellikle yatırım fonları tüzel kişilik tarafından kurulur. Yatırım fonlarına yatırım yapmak için bir yatırım fonuna katılma belgesini satın almak yeterlidir. Yatırım fonlarının yararları aşağıdaki gibidir (Mishkin & Eakins, 2012: 489,490):

- Uzmanlar tarafından yönetilmesi,
- Maliyet düşürmesi,
- Çeşitlendirmesi,
- Likiditesinin yüksek olması,
- Küçük tasarruflara büyük yatırımlara yatırım yapma fırsatı tanınmasıdır.

Yatırım fonları hem finansal kurum hem de bir tür güvenli yatırım aracı olarak görülebilmektedir (Saunders & Cornett, 2012: 523). Yatırım fonları yatırım yaptığı araçlara göre çeşitli türlere ayrılmaktadırlar. Yatırım fonları türleri şunlardır (Kidwell, vd. 2012: 609):

- Hisse senedi yatırım fonları
- Tahvil yatırım fonları
- Karma yatırım fonları
- Para piyasası yatırım fonları

Ayrıca İslami ülkelerde şariat kriterlerine uygun olarak İslami yatırım fonları (Islamic Unit Trust Fund) bulunmaktadır (Abdullah, vd. 2007: 143).

1.6.3.2. Yatırım Ortaklıkları

Hisse senetleri borsada işlem gören ve gayrimenkullere (projeler, konut...), gayrimenkule dayalı finansal araçlara (menkul kıymetleştirilmiş araçlar) ya da menkullere (hisse senedi, tahvil ...gibi) yatırım yapma imkânı sağlayan anonim şirketlerdir. (Türkmen, 2011: 274). Yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki farklar şunlardır (SPK 2019):

- Yatırım fonları tüzel bir kişiliğe sahip değildir tüzel bir kişi tarafından kurulur, ama yatırım ortaklıkları tüzel bir kişiliğe sahiptir.
- Yatırım fonlarına katılmak için katılma belgesi satın alınır, ama yatırım ortaklıklara yatırım yapmak için hisse senetleri satın alınır. Diğer bir ifade ile katılım belgesi alındığında şirkete değil yatırım fonuna ortak olunur, yatırım ortaklıklarının hisse senetleri satın alındığında şirkete ortak olunur.

1.6.3.3. Hedge Fonları

Hedge fonları, varlıklı bireyler ya da diğer yatırım kurumlarının adına fonları yönetmek için toplanan bir yatırım havuzudur. Fonları toplayarak diğerlerinin adına yönetmesi ile yatırım fonlarına benzemektedirler. Ancak, yatırımcıları korumak amacıyla yatırım fonları işlemlerinin tâbi olduğu düzenlemeler ve kurallar (örn: belirli bir likidite derecesi, payların istenildiği zaman ödenebilmesi ve payların fiyatlanmasında adalet zorunluluğu ile kaldıraç kullanma sınırı) hedge fonları işlemlerinde bulunmamaktadır (Saunders & Cornett, 2012: 545).

Tablo 1.3. Hedge Fonları ve Yatırım Fonları Karşılaştırılması

Hedge Fonları	Yatırım Fonları
Hem kısa hem uzun yatırım	Sadece uzun
Kaldıraç kullanılır	Kaldıraç yok
Yüksek performans, performansa dayalı ücret	Düşük performans, yüzdeye dayalı performans yapısı
Fon yöneticisiyle ortak yatırımı gerektirir	Fon yöneticisiyle ortak yatırımı teşvik etmez
Future ve diğer türevler kullanılabilir	Türevlerin kullanımı sınırlıdır
Geniş bir yatırım alanı mevcut	Sınırlı yatırım alanı
Büyük nakitlere sahip olunabilir	Yatırımda kalmak için nakit gereklidir
Mutlak getiri hedefi	Nispi getiri hedefi
Yatırım girişi düzenlenmiş fakat ürünün kendisi daha az düzenlenmeye sahip	Daha fazla düzenleme içeriyor

Kaynak: (Terzi, 2009: 25)

1.6.3.4. Emeklilik Fonları

Emeklilik fonları ülkedeki çalışanlara emeklilik dönemlerinde harcayabilecekleri gelirleri temin etmek için tasarruf planı sunmaktadırlar. Emeklilik sistemine düzenli bir şekilde çalışanlar tarafından belirli bir tutar üzerinden prim ödenmektedir. Oluşan fonlar

ile hisse senedi, tahvil ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetler gibi finansal araçlara yatırım yapılır. Emeklilik fonları devlet ya da bankalar tarafından kurulur. En yaygın emeklilik fonları devlet tarafından kurulan sosyal güvenlik emeklilik fonlarıdır (Madura, 2010: 660).

1.6.3.5. Kredi Kurumları

Kredi kurumları (credit unions) kâr elde etme amacı olmayan kurumlardır. Genellikle aralarında ortak bağ (işçi sendikaları, üniversite ya da kilise...vb.) olan üyelerden oluşur. Nitelikli üyeler belirli bir miktar ödeyerek üyeliği kazanır. Kredi kurumları üyeler arasında aracılık yapar, yani fon fazlası olan üyelerden fona ihtiyacı olan üyelere aktarır (Madura, 2010: 560).

1.6.4. Portföy Yönetim Şirketleri

Portföy yönetim şirketleri (assets management companies) anonim şirketler şeklinde kurulmaktadır. Bu şirketlerin ana faaliyetleri her türlü yatırım fonları kurmak ve yönetmektir. Bu tür şirketler yatırım araştırması, finansal analiz ve danışmanlık hizmetleri sunabilmektedirler. Bu şirketlere yatırım yapmak için hisse senetlerinin satın alınması yeterlidir (SPK 2019). Dünya çapında varlıkları 6 trilyon doları aşan BlackRock dünyanın en büyük portföy yönetim şirketidir (Lemke 2019).

1.6.5. Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar, üçüncü taraf hesabına ya da kendi hesabına aracılık amacıyla menkul kıymetlerin alım ve satımı ile uğraşan ve halka açık bir anonim ortaklıktır (Civan, 2010: 25). Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri ise, halka arz aracılığı, alım-satım aracılığı ve türev araçların alım-satım aracılığı işlemlerinden oluşmaktadır (Taner & Akkaya, 2009: 49).

1.6.6. Halka Açık Anonim Şirketleri

Anonim şirket, sermayesi hisselerle bölünmüş ticari bir sermaye şirkettir. Halka açık anonim şirketleri ise, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır. Diğer bir ifade ile pay sahibi 250'yi aşan anonim ortaklarının hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar (İMKB, 2001: 106).

1.6.7. Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunacak Bağımsız Denetim, Değerleme ve Derecelendirme Kuruluşları

Ana işi paraya dayanmayan ama sermaye piyasasının sağlıklı yürümesi için önemli kuruluşlardır. Bunlar (Canbaş & Doğukanlı, 2012: 299-300; Borsa İstanbul, 2019; Taner & Akkaya, 2009: 76):

- **Portföy Takas ve Saklama Kuruluşları:** Takas kurumları çek, poliçe, bono, döviz ve sermaye piyasası araçlarında nakit hareketlerini azaltmak amacıyla aynı hamillere ait ve hamiller arası alacak borç ve talepleri takas yoluyla tek kaleme indirirler. Gelişmiş takas sistemlerinde, teslim-tesellümün tamamen ortadan kalkmasıyla gerek menkul kıymet gerekse de para hareketleri sadece hesaptan hesaba virman şeklinde yürütülmektedir. Böylece menkul kıymetler, saklama hizmeti veren kurumların kasalarında muhafaza edilirler.
- **Bağımsız Denetim Şirketleri:** Sermaye piyasasında denetim faaliyeti gösteren şirketlerdir. Bağımsız denetim ise, ortaklıkların hesap ve işlemlerinin, bağımsız denetleme kuruluşları tarafından görevlendirilen yetkili denetleme elemanları tarafından bu kuruluşlar adına, denetleme ilke, esas ve standartlarına göre incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak finansal tabloların gerçeği yansıtmayı yansıtmadığının tespit edilmesi ve raporlandırılmasıdır.
- **Gayrimenkul Değerleme Kuruluşları:** Mali analiz ve değerlendirme yaparak menkul kıymetlerin kalitelerini saptayan kuruluşlardır. Derecelendirilmiş bir kıymet yatırımcı açısından bir meçhul olmaktan çıkar. Bu da menkul kıymete bir itibar sağlar. Bir ortaklığın değerlendirmeyi kabul etmesi kendisine güvenini kanıtlar.

- **Derecelendirme Kuruluşları:** Derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetleri gösteren şirketlerdir. Derecelendirme ise, kredi derecelendirilmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Kredi derecelendirilmesi, işletmelerin risk durumları ve ödenebilirliklerini veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak derecelendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi ise, işletmelerin kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak derecelendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

1.6.8. Menkul Kıymetler Borsası

Menkul kıymet borsaları, daha önce birincil piyasasında çıkarılmış tahvil ve hisse senetlerinin elektronik ortamda alım ve satım işlemlerinin gerçekleştiği kapalı piyasa alanlarıdır. Menkul kıymet borsalarında borsada kayıtlı olmayan finansal varlıklar alınıp satılmamaktadır (Aydoğuş, 2006: 25).

Menkul kıymet borsalarının bazıları New York borsası (NYSE), Londra (LSE) ve Tokyo borsaları (TSE) gibi merkezileştirilmiş yerlerdir. NASDAQ gibi diğerlerinde yalnızca borsa ajanlarının elektronik şebekeleri aracılığıyla alım satım yapılır (Parasız, 2012: 22).

Menkul kıymet borsalarının yararları şunlardır (Levinson, 2014: 234,235):

- Yatırımcılara likidite ve en iyi fiyat elde etmelerini sağlamak,
- Herkese bilgi edinme fırsatı sunmak
- Yatırım için borsa kuralları çerçevesinde güvenli bir ortam sağlamaktır.

1.7. SERMAYE VE FİNANSAL PİYASA ARAÇLARI

Finansal araçlar, piyasalarda işlem görebilecek varlıklardır. Finansal araçların çoğu ekonomik birimlerin arasında sermaye akışını sağlar. Finansal varlıklar ortaklık

hakkı ya da borcu geri alma hakkı içerebilmektedir. Bu başlığın altında hisse senedi, tahvil, sukuk, yatırım fonu katılma belgeleri, türev ürünleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler ele alınacaktır.

1.7.1. Hisse Senedi

Hisse senedi piyasalarının temel amacı, firmaların işlerini başlatmak veya büyütme için ihtiyaç duydukları sermayeyi artırmalarını sağlamaktır. Böylece firmalar bankacılık sisteminden borç almak ve faiz ödemek yerine, yatırımcıların hisse senedi satarak fon ihtiyaçlarını sağlamaktadır (Carrel, 2010: 1).

Hisse senetleri, bir şirketin net gelir ve varlıklarına ortaklık hakkı veren araçlardır (Mishkin, 2011: 25). Hisse senetleri belirli bir şirkete belirli bir oranda ortaklığı ispat eden bir belgedir (Parrino, vd. 2011: 271). Hisse senedi bir firmada mülkiyet temsil etmektedir. Yatırımcılar bir firmanın hisse senedini satın aldıklarında bu firmanın başarısına ortak olarak firmanın bir parçası olurlar. Bu nedenle yatırımcıların sahip oldukları pay sayısı ne kadar artarsa, kontrol ettikleri firma da o kadar artar. (Faerber, 2008: 12; Sincere, 2004: 4).

Hisse senetleri adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Adi hisse senetleri, bir şirkette mülkiyeti temsil eden bir finansal varlıktır. Genel olarak aşağıdaki özelliklere sahiptir (Saunders & Cornett, 2012: 246-248; Faerber, 2008: 13):

- **Oy Verme Özelliği:** Genellikle oy hakkı düzenlemesi, adi hisse senetlerinin her bir hisse başına bir oy vermesidir. Hissedarlar yönetim kurulu seçimi ile dolaylı olarak firmanın faaliyetleri üzerinde kontrol yapabilmektedirler.
- **İkinci Derecede Alacak Özelliği:** Hissedarlar firmanın tasfiyesi ya da iflası durumunda en düşük öncelikli ödeme hakkına sahiptir. Yani tüm üst düzey yükümlülükler (şirketin çalışanları, kredi ve bono sahipleri devlet vergileri ve imtiyazlı hisse senedi) ödendikten sonra kalanı hissedarlar arasında dağıtılır.
- **Sınırlı Sorumluluk Özelliği:** Yasal olarak, sınırlı sorumluluk, şirketin varlık değeri borcunun değerinin altına düşerse, hissedarların zararlarının firmadaki orijinal yatırım tutarı ile sınırlı olduğu anlamına gelmektedir.

- **Temettüden Pay Alma Özelliği:** Hissedarlar, şirketin kârlı olması durumunda potansiyel olarak temettü ödemesi alabilirken, özel veya garantili temettü haklarına sahip değildir. Ayrıca firmalar temettü ödemesi yapmadığı durumda temerrüde düşmemektedir⁴.

İmtiyazlı hisse senetleri ise normal hisse senetlerine benzer, fakat kâr gerçekleştiğinde belirli miktarda temettü alma hakkına sahiptir. Bu tür hisse senetlerinin oy verme hakkı kısıtlıdır (Groot, 2008: 28). Birikimli imtiyazlı hisse senedi durumunda, tüm hisse senedi temettü ödemelerinin (hem cari hem de daha önce dağıtılmayan temettü) ödenene kadar adi hisse senetlerine ödenmesini önler. Ayrıca imtiyazlı hisse senetleri tasfiye ya da iflas durumunda adi hisse senetlerine göre payları almada üstünlük sahibidir (Madura, 2010: 232).

Hisse senedi primli-primsiz, nama-hamiline ve bedelli-bedelsiz şeklinde ihraç edilebilmektedir (Ertem, 2015: 108-109):

- **Primli ve primsiz hisse senedi:** Nominal fiyatından daha yüksek bir fiyattan ihraç edilen hisse senetlerine primli, nominal fiyatından ihraç edilen hisse senetlerine primsiz hisse senedi denir.
- **Nama ve hamiline hisse senedi:** Hisse senetleri nama veya hamiline çıkarılabilmektedir. Fakat elektronik ortamda nama hisse senedi ortadan kalkmıştır.
- **Bedelli bedelsiz hisse senedi:** Firmaya halka arz yolu ile yeni fon akışını sağlayan hisse senetlerine bedelli hisse senedi denmektedir. Firma karlarını dağıtmayıp mevcut ortaklara yeni hisse senedi verirse buna bedelsiz hisse senedi denmektedir.

Hisse senedi halka arz yolu ve özel yatırımcılara arz yolu ile iki yöntemle ihraç edilebilmektedir (Madura, 2010: 228-230):

- **Halka Arz Yolu:** Bir firma halka arz yolu ile birincil piyasada hisse senetlerini ihraç edebilmektedir. Halka arzın firmaya iki etkisi vardır. Bunlardan ilki firmada ortak sayısını artırıp ortaklık yapısını değiştirir. İkincisi ise firmanın hisse senetlerini artırarak sermaye yapısını değiştirmektedir.

⁴ Firmalar borç ödemeleri yapmadığı durumda temerrüde düşmektedirler.

- **Özel Yatırımcılara Arz Yolu:** Firmanın kurucuları halka değil belirli ekonomik birimlere arz ederek hisse senetlerini ihraç edebilmektedir. Bu yol ile alınan hisse senetleri halka ikincil piyasada satılmamaktadır.

Genel olarak yatırımcılar gelir elde etmek amacıyla hisse senedi satın almaktadırlar. Firmaların elde ettikleri kârın hepsini veya bir kısmını hissedarlara dağıtmak istedikleri tutara temettü denmektedir (Carrel, 2010: 35; Sincere, 2004: 32). Hisse senedi temettüsünün türleri aşağıdaki gibidir (Faerber, 2008: 16-21):

- **Nakit temettüleri:** Nakit şeklinde ödenen temettüdür. Firmaların nakit temettü ödemesi yapabilmesi için, sadece kârlı olması değil, aynı zamanda yeterli likideye sahip olması gerekir.
- **Hisse senedi şeklinde temettüler:** Bazı firmalar likidite durumunu korumak amacıyla nakit ödemesi yapmak yerine, yeni hisse senedi ihraç etmekte olup hissedarlara dağıtmaktadırlar.
- **Mülkiyet temettüleri:** Nakit para veya şirketin kendi hissesi dışında bir biçimde ödenen temettüdür. Örneğin firmalar sahip oldukları küçük firmaların hisse senetlerini hissedarlarına dağıtabilmektedir.
- **Özel dağıtılan temettüler:** Şirketler bir defaya mahsus veya nadiren hissedarlarına ek temettü dağıtmak isteyebilir. Firmalar finansal açıdan iyi bir dönem geçirdiklerinden veya başka nedenlerden dolayı ek temettü dağıtmak isteyebilmektedir. Fakat bu durumlarda firmalar hisse senedi başına ödene kar oranını artırmamak için temettüyü diğer yollar ile dağıtabilmektedir.

1.7.2. Tahvil

Tahviller borçlanma araçlarının en yaygın ve en önemli araçlarıdır. Firmalar ya da devletler tahvil çıkararak uzun vadeli sermayeye olan ihtiyaçlarını gidermektedirler. Bu durumda tahvil ihraç edenler tahvil satın alanlara düzenli bir şekilde faiz öderler. Tahviller hem ihraç edenler hem de satın alanlar için avantajlı araçlardır (Aydın, 2016: 63).

Tahvil, yatırımcıların (borç veren) belirli bir bedel (faiz) karşılığında satın aldıkları, fona ihtiyacı olanların (borç alan) belli bir vade içinde ihraç ettikleri, sermaye piyasası borçlanma aracıdır (Loader, 2003: 15). Dolayısıyla faiz, vade, borç alan ve borç veren taraflar tahvil unsurlarıdır.

Tahvil türleri aşağıdaki gibidir (Howells & Bain, 2007: 153-154; Levinson, 2014:117-120; Mishkin, 2011: 27; Parrino, vd. 2011:240-241):

- **Çağrılabilir ve Koyulabilir Tahvil;** Çağrılabilir tahvil ihraççıya, belirtilen itfa tarihinden önce kendi isteğine bağlı olarak itfa edilebilir. Koyulabilir tahvil ihraççıya, geri ödeme tarihinden önce belirtilen tarihlerde geri satılabilir. Yani satın alan tarafa vadesinden önce ihraççıya önceden belirlenmiş tarihlerde geri satma hakkı veren tahvildir.
- **Dönüştürülebilir Tahvil;** Bazen firmalar tahvil sahiplerine tahvilleri vadesi gelmeden önce başka bir finansal varlıklarla değiştirmelerine fırsat tanımaktadırlar. Genellikle tahviller hisse senetlerine dönüştürülebilmektedir.
- **Eurobond Tahvil;** Eurobond tahvilleri ülkede döviz cinsinden ihraç edilen tahvillerdir. Londra'daki dolar cinsinden ihraç edilen tahviller, ABD'deki Yen cinsinden ihraç edilen tahviller Eurobond tahvil örnekleridir.
- **Değişken Faizli Tahvil;** Piyasadaki faizler sürekli dalgalanmaktadır, dolayısıyla değişken faizli tahvillerde sabit faiz değil değişken faiz uygulanmaktadır. Firmalar ya da devletler değişken faizi hesaplamak için "London Inter Bank Offered Rate" (LIBOR) oranını baz almaktadırlar. Değişken faizli tahviller sürekli yükselen enflasyona karşı korunmak için cazip hale gelmiştir.
- **Yabancı Tahvil;** Bir ülkede yabancı firma tarafından ihraç edilen tahvillere yabancı tahviller denmektedir. Örneğin, Amerikalı bir firma Londra borsasında sterlin cinsinden tahvil çıkarabilmektedir.
- **Endeksli Tahvil;** Endeksli tahviller enflasyon oranını hesaba katan tahvillerdir. Normal tahviller durumunda hem faiz hem de itfa değeri sabittir. Endeksli tahviller durumunda ise faiz sabitken itfa değeri değişkendir. Örneğin, 100 dolar değerinde ihraç edilen tahvilin faiz oranı %2 ve ülkede tahvilin vadesi gelince

enflasyon oranı %4 varsayalım, bu firma faiz için 2 dolar ve anapara için 104 dolar ödeyecektir.

1.7.3. Sukuk

Sukuk Arapça bir kelime olup finansal sertifika anlamına gelmektedir. Sukuk şeriata uyarak faize dayalı olmayan ve sabit getirili finansal araçtır (QFinance, 2010: 139). İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial, AAOIFI) sukuku şu şekilde tarif etmiştir: “Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanmış şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır.” (Yılmaz, 2014: 82,83). Diğer bir ifade ile sukuk bir proje finanse etmek için ya da bir mal varlığı teminat göstererek borçlanmak için şeriat kriterlerine uygun finansal araçtır.

Sukuk öğeleri üç kesimden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla sukuk yatırımcısı (sukuk satın alan taraf), ihraç eden taraf özel amaçlı kurum “Special Purpose Vehicle” (SPV), ve toplanan parayı kullanacak olan taraftır (firmalar, projeleri yöneten taraf) (Cosgrave, 2010: 39).

Sukuk’ın çeşitli türleri vardır. Bu türler şu şekilde sıralanabilir (Yılmaz, 2014: 88):

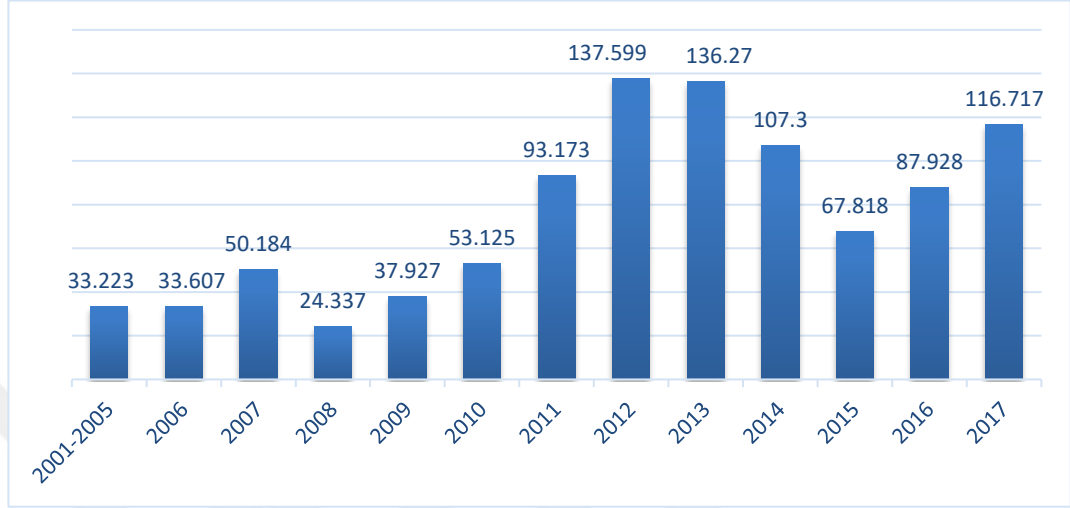
- **Mudârabe Sukuk:** Mudârabe sukuku mudârib (yatırım yöneticisi ya da girişimci), ihraç eden (SPV) ve sukuk yatırımcılarından oluşmaktadır. Mudârib bir proje için emeğini ortaya koyarken sukuk yatırımları sermayelerini ortaya koymaktadırlar. Bu yatırımlardan elde edilen kârlar önceden kararlaştırılmış bir formüle göre paylaşılır, ancak zarar gerçekleştiğinde tamamen yatırımcı tarafından karşılanır (mudârib zaman ve çabasını kaybeder) (Cosgrave, 2010: 40).
- **Muşâreke sukuk:** Mudârabe sukukuna benzer şekilde 3 taraftan oluşmaktadır. Fakat müşâraka sukuku durumunda girişimci (mudârib) emek ile birlikte sermaye ortaya koymaktadır. Projenin sonucu kâr ise önceden kararlaştırılan herhangi bir orana göre paylaşılır, zarar ise sermaye oranına göre paylaşılır (Cosgrave, 2010: 40).

- **İcare sukuk:** İcara sukukunda leasing sözleşmesine benzer şekilde bir varlığın kullanma hakkını kazanma karşılığında kira ödenir. (Yılmaz, 2014: 92). İcara sukukunda söz konusu varlık eşit değerlere bölünerek sukuk ihraç edilir. Sukuk yatırımcısı varlığın bir kısmına sahip olur diğer taraftan sukuk ihraç isteminde bulunan firma kira öder. Sukuk geliri ise kira ödemelerinden ibarettir (Ayub, 2007: 297).
- **Selem sukuk:** Selem sukukunda söz konusu malın satış bedeli şimdiden ödenir ve varlığın teslimatı gelecekte yapılır. Genellikle selem sukuku kısa vadeli (3 ay) bir finansal araçtır (Wilson, 2008: 173)
- **Murabaha sukuk:** Murabaha sözleşmesi bir varlığın teslimi için bir alıcı ve satıcı arasında yapılan bir anlaşmadır. Murabaha sözleşmesinin değeri ise, varlığın maliyetini ve satıcı için üzerinde anlaşmaya varılan kâr marjını içerir. Varlığın karşılığında alıcı satıcıya belirli bir süre içinde düzenli bir şekilde ödeme yapar. Murabaha sözleşmesine dayanan sukuk, ihraççı yatırımcıların fonları kullanılarak söz konusu varlık alınır. Sukuk yatırımcısı bu durumda varlığın bir kısmına sahip olur ve murabaha sözleşmesinin ödemeleri yatırımcıların arasında paylaşılır (Jamaldeen, 2012: 173).
- **İstisnâ sukuk:** İstisnâ, alıcı ile üretici arasında, bir imalat projesini gelecek bir tarihte tamamlamayı kabul ettiği bir sözleşmedir. Sözleşmede, her iki tarafın kabul ettiği sabit bir fiyat ve ürün özellikleri belirlenmektedir. Son ürün sözleşme şartlarına uymuyorsa alıcı sözleşmeden çekilebilir. İstisnâ sukuku istisnâ sözleşmesine dayanmaktadır. Sukuk yatırımcıları, üretilecek ürünün sahipleri olurlar ve gelecekte satış bedeline hak kazanırlar (Jamaldeen, 2012: 176).
- **Hibrit sukuk:** Hibrit sukukunda iki veya daha fazla ürünün bir araya getirildiği bir varlık havuzu oluşturulmakta ve bu şekilde bir karma sukuk yapısı elde edilmektedir. Genellikle hibrit sukukların ikincil piyasalarının olabilmesi için en az %51 oranında varlığa dayalı sukukların kullanılması gerekmektedir (Avcu, 2015: 50).

Genel olarak dünya da ve özellikle Müslüman ülkelerinde sukuk ihracı artmaktadır. 2001-2005 yılları arasında sadece 33 milyar dolar değerinde sukuk ihraç

edilmiştir. 2017 yılında ciddi bir artış göstererek 116,7 milyar dolar değerinden sukuk ihraç edilmiştir (IIFM, 2018: 21).

Şekil 1.4. Dünya da Sukuk İhracı Milyon Dolar (2001-2017)

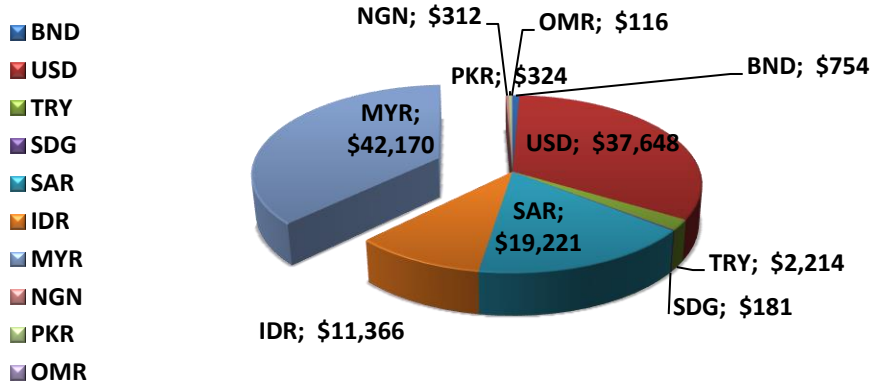


Kaynak: (IIFM, 2018: 21)

Şekil 1.4.'de dünyada 2001-2017 yıllarında sukuk ihracı gösterilmiştir. Görüldüğü gibi 2008 yılından sonra sukuk ihracı artmaktadır. 2015 yılında 2014 yılına göre sukuk ihracında ciddi bir düşüş (yaklaşık %37) yaşanmıştır. Bu düşüşün önemli bir bölümü, Malezya Merkez Bankası (BNM)'nin kısa vadeli sukuk ihracını durdurma kararından kaynaklanmaktadır (IIFM, 2016: 7). Diğer taraftan 2017 yılında 2016 yılına göre ciddi bir artış izlenmiştir. Bunun nedeni ise; Suudi Arabistan'ın devlet sukuku ihraç etmesi, Asya, Afrika ve diğer Arap Körfez ülkelerinin düzenli olarak sukuk ihraç etmeleridir (IIFM, 2018: 20).

Diğer yandan sukuk ihracı çeşitli para birimleri ile yapılmaktadır. Aşağıdaki Şekil 1.5.'de para birimlerine göre sukuk ihracı gösterilmiştir. Buna göre Malezya Ringgiti ve ABD doları sukuk ihracı için en çok kullanılan para birimi gösterilmektedir.

Şekil 1.5. Para Birimlerine Göre Sukuk İhracı Milyon Dolar 2017



Kaynak: (IIFM, 2018: 59)

İslami tahvil olan sukukun normal tahvilden farklı yanları bulunmaktadır. Sukuk mülkiyet hakkı temsil ederken tahvil borç temsil eder, diğer taraftan tahvilin geliri kesin faiz olurken sukukun geliri kesin olmayan kâr payıdır. Sukuk ile normal tahvil arasındaki farklılıklar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1.4. Tahvil ve Sukuk Karşılaştırılması

	Tahvil	Sukuk
Varlık Mülkiyeti	Borç temsil ettiği için projeye mülkiyet payı vermez	Yatırımcıya sukukun dayandığı varlıkta kısmi mülkiyet hakkı verir
Yatırım Kriterleri	Herhangi bir varlık, proje, işletme veya ortak girişimi finanse etmek için kullanılabilir.	Sukukun dayandığı varlık şeriat uyumlu olmalıdır.
İhraç Birimi	Her tahvil borcun payını temsil eder.	Her sukuk, dayanak varlığın payını temsil eder.
İhraç Fiyatı	Tahvil fiyatının değeri, ihraççının kredi değerliliğine dayanmaktadır	Sukukun değeri, dayanak varlığın piyasa değerine dayanmaktadır.
Yatırım Gelir ve Riskleri	Faiz ödemeleri alırlar ve anaparalarının tahvilin vade tarihinde iade edilmeleri garanti edilir.	Sukuk sahipleri, dayanak varlığından kar payları alırlar (ve meydana gelen zararların payını kabul ederler).
Maliyet Etkisi	Tahvil sahipleri proje veya işletmenin performansından etkilenmez	Sukuk sahipleri dayanak varlık maliyelerinden etkilenir. Daha yüksek maliyet daha düşük kâr anlamına gelmektedir

Kaynak: (Jamaldeen, 2012: 227)

Sukuk tahvilden ayrılarak hisse senedine daha çok benzemektedir. Sukuk ile hisse senedi her ikisi hak sahibi temsil eder, fakat hisse senedi şirkete ortaklığı temsil ederken sukuk şirkete değil belirli bir projeye ortaklığı temsil eder. Diğer yandan hisse senedi süresiz veya sürekli bir yatırım aracı olurken sukuk geçici bir yatırım aracından ibarettir

(Yılmaz, 2014: 84). Aşağıdaki tabloda hisse senedi ile sukuk arasındaki benzerlik ve farklılıklar özetlenmiştir.

Tablo 1.5. Hisse senedi ve Sukuk Karşılaştırılması

	Sukuk	Hisse Senedi
İhraç Konusu	Borç senedi değildir. Belirlenmiş varlık ya da proje üzerinde bölünmemiş sahiplik hakkı söz konusudur.	Şirketin hissesinden sahiplik hakkı söz konusudur.
Varlığa Dayalı Olma Durumu	En az belirlenen oran nispetinde maddi varlık olmalıdır. (%51-sukuku icara için)	Gerekli değildir.
Teminat	Dayandığı varlıklar ya da proje üzerindeki sahiplik hakkı ile teminat sağlamaya ek olarak teminat artırımı ile de teminat sağlar.	Teminat içermezler
Anapara ve Gelir	İhraççı tarafından garanti edilmemiştir.	Şirket tarafından garanti edilmemiştir.
Amaç	Sadece İslam hukukuna uygun amaçlar için ihraç edilebilir.	Her türlü amaca uygundur
Senetlerin Satılması	Belirlenmiş varlık ya da proje üzerindeki sermaye payının satışı söz konusudur.	Şirketin hisselerinin satışı söz konusudur
Senet Hamillerinin Sorumlulukları	İhraç edilen senetlere katılım oranında dayalı olduğu varlık/teşebbüse bağlı olarak tanımlanmış bir sorumluluk söz konusudur.	Sahip olunan şirket hisseleri oranında şirketin işlerinden sorumluluk söz konusudur.

Kaynak: (Yılmaz, 2014: 84)

Tabloda görüldüğü gibi sukuk ile hisse senedinin sabit bir geliri yoktur. Her ikisinin geliri firmanın ve projenin başarısına dayanmaktadır. Dolayısıyla sukuk, tahvillerden ziyade hisse senetlerine daha çok benzemektedir.

Ekonomide sukukun önemi giderek artmaktadır. Bunun temel nedeni şunlardır (COMCEC, 2018: 16):

- Sukuk ihracı finansal ürünlerin çeşitliliğini artırmaktadır.
- Sukuk, devletler ve kurumlar için fon sağlama açısından bir alternatiftir.
- Sukuk, devletlerin bütçe açıklarını, altyapı ve mega projeleri ve diğer ekonomik kalkınma programlarını finanse etmek için önemli bir araçtır.

1.7.4. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri

Yatırım fonlarına yatırım yapabilmek için yatırım fonu katılım belgeleri satın almak gerekir. Katılım belgeleri eşit değerlere bölünen ve yatırım fonunun bir payını temsil eden belgelerdir. Yani herhangi bir yatırım fonuna katılma belgesi satın alındığında bu yatırım fonuna ortak olunur. Hisse senetlerine benzer şekilde katılma belgeleri yatırım fonunun karlarından pay alma hakkını yatırımcılara kazandırır. Fakat katılma belgesi yatırım fonunun yönetimine katılma hakkını vermemektedir (Ertem, 2015: 117).

1.7.5. Türev Ürünleri

Türev ürünleri çok çeşitlidir. En önemlileri future, forward, swap ve opsiyon sözleşmeleridir (Mishkin, 2011: 346):

- **Future Sözleşmeleri:** Future sözleşmeleri, alıcı ve satıcı arasındaki sözleşmelerdir. Alıcı; gelecekte belirlenen sürenin sonunda belirlenen bir fiyat üzerinden bir varlığın bedelini ödemeyi kabul eder, satıcı ise belirlenen sürenin sonunda belirlenen bir fiyata bir teslimat yapmayı kabul eder (Fabozzi, vd. 2010: 523).
- **Forward Sözleşmeleri:** Forward sözleşmeleri, iki tarafın belirli bir varlığın önceden belirlenmemiş bir fiyatı üzerinden gelecekte belirli bir tarihte alım satımını öngören sözleşmelerdir. Diğer bir ifade ile alıcı ile satıcının belirli bir varlık miktarının, belirli bir tutar karşılığında şimdiden belirlenen bir tarihte ve yerde teslim etmeyi kabul ettikleri bir sözleşmedir. Forward sözleşmelerinin; fiziksel bir emtia (soya, fasulye), bir firma hisse senedi ya da döviz kuru söz konusu olabilmektedir (Bailey, 2005: 337).
- **Swap Sözleşmeleri:** Geleneksel swap sözleşmesinde iki taraf, temel tutarda eşit ama ödeme şekillerinde farklılık olan iki finansal borcun ödeme yükümlülüklerini değiştirmeyi kabul ederler. Swap sözleşmelerini forward sözleşmeleri gibi iki taraf birbirine güvenerek yapmaktadır. Değişken faizli ödemeleri ile sabit faizli ödemeleri değiştirerek faiz riskinden korunmak için en çok kullanılan swap sözleşmesidir. Ayrıca swap sözleşmeleri döviz kuru riskinden korunmak amacıyla kullanılmaktadır (Kidwell, vd. 2012: 363).

- **Opsiyon sözleşmeleri:** Opsiyon sözleşmesi, sahibine bir varlığın alım veya satımını yapma seçeneğini veren bir sözleşmedir. Call opsiyon satın alama opsiyonunu temsil ederken, put opsiyonu satma opsiyonunu temsil etmektedir. Vade tarihinde teslimatı yapması gereken future sözleşmelerinden farklı olarak, opsiyon satın alan taraf sözleşmesinin vadesi geldiğinde satım veya alım seçeneğini kullanmayabilmektedir (Bailey, 2005: 438). Diğer taraftan opsiyon sözleşmesi Avrupa ve ABD opsiyonu olarak ikiye ayırmak mümkündür. Avrupa opsiyonu sadece vadesinde gerçekleştirilebilirken, ABD opsiyonu vadesinde ya da vadesinden önce gerçekleştirilebilmektedir (Duarte, 2006: 48).

1.7.6. Varlığı Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler; krediler, kiralamalar, kredi kartı borcu gibi alacaklar ile teminatlandırılmış finansal araçlardır. Varlığa dayalı menkul kıymetler, teminat türüne göre sınıflandırılabilir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler için ipotek krediler teminat olarak gösterilmektedir. Borçlara dayalı menkul kıymetler tahvil ya da krediler teminat olarak gösterilmektedir. Genel olarak varlığa dayalı menkul kıymetler iki amaçla ihraç edilmektedir. İlki; likiditeyi yükseltmek, ikincisi ise kredi riskini transfer etmek amacıyla ihraç edilmektedir (Haan, vd. 2009: 89).

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARININ GELİŞİMİŞLİĞİ

Sermaye piyasaları tasarrufları verimli olmayan ekonomik birimlerden verimli ekonomik birimlere aktararak ekonomideki refahın ve büyüme düzeyinin artmasına yol açmaktadır. Fakat bu hedeflere ulaşmak için sermaye piyasaları dâhil olmak üzere finansal sistemin tüm kurumları belirli gelişmişlik seviyesine ulaşmalıdır. Bu bölümde finansal gelişmişlik kavramı ve kapsamı, sermaye piyasalarının gelişmişliği kavramı ve kapsamı, finansal gelişmişliğin önemi ve sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler ele alınacaktır.

2.1. FİNANSAL GELİŞİMİŞLİK KAVRAMI VE KAPSAMI

Genel olarak finansal gelişmişliği finansal sistemin gelişmişliği ve sermaye piyasasının gelişmişliği ile tanımlamak mümkündür. Bu başlığın altında finansal gelişmişlik kavramı ve finansal gelişmişliğin ölçütleri ele alınacaktır.

2.1.1. Finansal Gelişmişlik Kavramı

Finansal gelişmişlik ekonomik büyümeyi yönlendiren en önemli unsurlardan biri olduğu için son yıllarda dünya ekonomilerinde oldukça önem kazanmıştır. Bu artan önem finansal gelişmişlik ile ilgili yapılan çalışma sayısına da yansımıştır. (King & Levine, 1993; Levine & Zervos, 1996; Levine, vd. 2000); Yapılan bu çalışmalar ekonomik büyümenin artmasında, ekonomideki istikrarın sağlanmasında ve bireylerin refahının artmasında finansal gelişmişliğin (finansal piyasalar ve kurumlar gelişmişliği) önemli bir rol oynadığını ortaya koymuşlardır. Bu nedenle finansal gelişmişlik kavramını iyi anlamak gerekmektedir.

Finansal gelişmişlik; genellikle finansal aracılık hizmetlerinin nicelik, nitelik ve verimliliğindeki gelişmeyi belirleyen bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Bu süreç, birçok faaliyeti ve kurumların etkileşimini içermektedir (Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008: 890).

World Economic Forum (2012: 3), finansal gelişmişliği, etkin finansal aracılık ve finansal piyasalara ile sermaye ve finansal hizmetlere derin ve geniş erişime yol açan faktörler, politikalar ve kurumlar olarak tanımlamıştır. Bu tanım finansal gelişmişlik kavramının nicel ve nitel açıdan gelişmeleri kapsadığını anlatmaktadır. Hussain ve Chakraborty, (2012: 28) ise finansal gelişmişliği; bankacılık sektöründeki finansal hizmetlerin hacminde, finansal aracı kurumlarının sayısı ve sermaye piyasalarında gerçekleşen işlemlerin sayısında yükseliş göstermesi olarak tanımlamıştır.

Finansal gelişmişlik; yalnızca parasal büyüklükleri ve faiz oranlarını değil aynı zamanda düzenleme ve denetleme, rekabet derecesi, finansal açıklık, kurumsal kapasite, piyasaları oluşturan finansal ürünlerin çeşitliliğini kapsayan ve ülkenin mali yapısını oluşturan çok yönlü bir kavramdır (Creane, vd. 2007: 480).

Finansal gelişmişlik hem finansal genişlemeyi hem de finansal derinleşmeyi kapsamaktadır. Finansal genişleme, finansal hizmetlerin genişlemesi ve finansal kurumların büyümesi anlamına gelirken; finansal derinleşme ise, kişi başına düşen finansal hizmetlerin ve kurumların sayısındaki artışı ya da finansal varlıkların gelire oranındaki artışı ifade eder. Finansal sektörün gelişmişliği, finansal piyasaları genişleterek ve çeşitlendirerek, kaynakların daha iyi tahsis edilmesine yol açar. Finansal gelişmişlik, yatırımcıların uygun ve çeşitli borç yapısını seçmelerine olanak sağlamaktadır (Ahmed & Ansari, 1998: 503,504). Ayrıca finansal gelişmişlik, daha derin hizmetler vererek tasarrufları artırmasıyla birlikte tasarrufları daha verimli alanlara aktarmaktadır (Ito & Kawai, 2018: 2).

Erim & Türk (2005:23) finansal gelişmişliğin, finansal piyasaların gelişmişliğinden ibaret olduğunu belirtmişlerdir. Finansal piyasaların gelişmişliği ise, finansal piyasalardaki araçların çeşitlenmesi ile birlikte daha yaygın kullanılabilir hale gelmesi anlamına gelmektedir. Finansal derinleşme ise, finans sisteminde yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranından ibarettir.

2.1.2. Finansal Gelişmişliğin Ölçütleri

Finansal gelişmişlik ölçütlerini, beş kategori altında incelemek mümkündür (Lynch, 1996: 7):

- Miktar ölçütler
- Yapısal ölçütler
- Finansal fiyatlar
- Ürün çeşitleri
- İşlem maliyetleri

2.1.2.1. Miktar Ölçütleri

Para ve kredi toplamlarına dayanan miktar göstergeleri, geleneksel finansal gelişme ve derinleşme ölçütleridir. Miktar ölçütleri; parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Öztürk, vd. 2010: 99).

2.1.2.1.1. Parasal Büyüklükler

Parasal büyüklükler, geniş tanımlı M2 para arzı büyüklüğünün GSYH'ye oranı ve dar tanımlı M1 para arzı büyüklüğünün GSYH'ye oranını kapsamaktadır. Geniş tanımlı para arzı M2'nin GSYH'ye oranı ekonomideki parasallaşma derecesini açıklamaktadır. Diğer bir ifade ile hane halkının bankacılık sistemini kullanma derecesini ölçmektedir (Lynch, 1996: 7). Bu oranın (M2/GSYH) yükselmesi finansal sistemin geliştiği anlamına gelmektedir. Dar tanımlı para arzı M1'in GSYH'ye oranının yükselmesi ise bankacılık sisteminin dışındaki para miktarının daha fazla olduğunu açıklamaktadır. Diğer bir ifade ile daha gelişmiş bir bankacılık sistemi için bu oranın düşmesi beklenmektedir (Ağır, 2009: 94,95).

Gelişmekte olan ülkelerde, M2'nin büyük bir kısmı bankaların dışında tutulan para miktarından oluşmaktadır. Diğer bir ifade ile, M2 / GSYH oranındaki bir artış, bankacılık sisteminin dışındaki paranın artışından ibaret olabilmektedir. Dolayısıyla bu ölçüt bankacılık sisteminin gelişmişlik derecesini zayıf gösteren bir ölçüttür. Bu nedenle ((M2-M1) / GSYH) ölçütü daha uygun görülmektedir (Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008: 890,891; Topuz, 2013:33; Eryiğit, 2014:42).

2.1.2.1.2. Kredi Büyüklükleri

Kredi büyüklükleri, özel sektöre kullanılan kredilerin GSYH'ye oranı, yurtiçindeki toplam kredi hacminin GSYH'ye oranı ve özel sektöre kullanılan kredilerin yurtiçindeki toplam kredi hacmine oranı ölçütlerini kapsamaktadır (Öztürk, vd. 2010: 99; Ağır, 2009: 95).

Bu oranlardaki bir artış; verilen kredi hacmindeki artışı göstermektedir. Fakat kredi hacmindeki artış krediler verimli alanlara aktarıldığını göstermez. Diğer bir ifade ile özel sektöre kullanılan kredilerin verimliliği doğrudan yatırımların niceliği ve verimliliği ile ilişkilidir (Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008: 891).

2.1.2.1.3. Sermaye Piyasası Büyüklükleri

Gelişmiş finansal sisteme sahip olan ülkeler gelişmiş sermaye piyasalarına da sahip olmaktadır. Dolayısıyla sermaye piyasalarının gelişmesi ekonomide tasarrufları artırarak tüm finansal sistemin gelişmesine yardımcı olmaktadır. Levine & Zervos, (1996), sermaye piyasalarının gelişmesinin risk oranını azaltarak ve likiditeyi etkileyerek ekonomideki büyümeyi etkilediğini tartışmıştır. Diğer bir ifade ile sermaye piyasalarının gelişmesi ekonomideki büyümeyi olumlu etkiler. Dünya borsalarının hisse senedi değeri yaklaşık 70 trilyon dolardır, bu da hemen hemen dünyanın gayri safi yurtiçi hasılasının %80'nine eşittir (World Bank 2019). Yani sermaye piyasalarının gelişmesi firmaların gelişmesi, firmaların gelişmesi ise ülkelerin zenginleşmesi anlamına gelmektedir (Foresti, 2007).

Levine ve Zervos (1996), iyi gelişmiş sermaye piyasalarının bankacılık sektörünün sunduğu hizmetlerden farklı finansal hizmetler sunabileceğinden dolayı yatırım ve büyümeye bankacılık sisteminin gelişiminden farklı bir ivme sağlayabileceğini öne sürmektedir. Özellikle piyasa kapitalizasyonu oranı (sermaye piyasasındaki listelenmiş hisse senedi piyasa değerinin GSYH'ye oranı) ya da borsada listelenmiş şirket sayısı ile ölçülen sermaye piyasası gelişmişliği ekonomideki sermayeyi harekete geçirme ve risk çeşitlendirme kabiliyetini artırmaktadır (Arestis & Demetriades, 1997: 785). Genel olarak sermaye piyasaları gelişmişliği literatürde sıklıkla kullanılan piyasa kapitalizasyonu oranı (sermaye piyasasındaki hisse senedi piyasa değerinin GSYH'ye

oranı) ile hesaplanmaktadır. Bu oran ekonomideki büyümeye bağlı olarak sermaye piyasası büyüklüğünü ölçmektedir (Idenyi, vd. 2017: 3).

Literatürde ampirik düzeyde sıklıkla piyasa kapitalizasyonu (piyasa değeri GSYH'ye oranı) oranı kullanılmıştır. Garcia & Liu, 1999; Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007; Yartey, 2007; Yartey, 2008; Şükrüoğlu & Nalin, 2014; Şahin & Temelli, 2018 çalışmalarında sermaye piyasası gelişmişliğini piyasa kapitalizasyonu oranı ile ölçmüştür. Bu da ülkede sermaye piyasası büyüklüğünü göstermektedir. Fakat bu oranın yanı sıra sermaye piyasası gelişmişliğini gösteren çeşitli ölçütler ve kriterler bulunmaktadır.

Ito ve Kawai (2018)'ye göre sermaye piyasası gelişmişlik kavramı; *piyasa çeşitliliği* veya *genişliği*, *piyasa likiditesi*, *piyasa verimliliği* ve *kurumsal gelişim* boyutlarını kapsamaktadır.

Piyasa çeşitliliği veya genişliği, bir finansal piyasanın kalitesini belirleyen önemli faktörlerden biridir. Bir piyasanın daha çeşitli araçlar sunması; portfölerin daha fazla çeşitlenerek ekonomide riski paylaşma ve riskten korunma imkanı sağlar. Böylece sermaye maliyetini hem rekabet ortamında hem de verimli bir yöntemle fiyatlandırarak sermaye piyasalarında daha verimli ve daha etkili sermaye tahsisini sağlayacaktır (Ito & Kawai, 2018: 4).

Finansal gelişmişlik genel olarak finansal piyasalaradaki finansal araçların çeşitliliği ile ölçülebilmektedir. Yani daha gelişmiş finansal piyasalar piyasadaki riski dağıtmak için yatırımcılara çeşitli finansal ürünler sunmaktadırlar. Böylece çeşitli finansal araçlar sunarak finansal sistemde fon talep edenlerin ihtiyaçlarının daha verimli bir şekilde karşılanması mümkün olmaktadır (Öztürk, vd. 2010).

Piyasa likiditesi, sermaye piyasası gelişmişliğinin kalitesini belirleyen ikinci faktördür. Yüksek likidite seviyeleri piyasa yatırımcılarının çok az gecikmeyle, düşük maliyetle ve mevcut piyasa fiyatına yakın bir fiyat üzerinden varlık işlemleri yapmalarını sağlar. Bu nedenle, yüksek likidite seviyeleri, varlıkların verimli ve rekabet ortamında dolaşımını mümkün kılar. Böylece mal ve hizmetlerin sorunsuz bir şekilde değişimini kolaylaştırır (Ito & Kawai, 2018: 4).

Piyasadaki işlem gören hisse senedi işlem değerinin GSYH'ye oranı ile ölçülen piyasa likiditesi sermaye piyasası gelişmişliğinin diğer bir önemli ölçütüdür. Bu oran ile

piyasada uygulanan işlem maliyeti arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Arestis & Demetriades, 1997: 785). Piyasa likiditesi dönem boyunca işlem gören hisselerin toplam değerini ifade eder. Bu oran piyasa kapitalizasyonunun tamamlayıcısı olarak borsadaki işlem hacminin piyasa hacmine uyum sağlayıp sağlamadığını açıklar (Idenyi, vd. 2017: 3). Ampirik düzeyde (Manning, 2003; Tang, 2006; Kim & Eliza, 2008; Shen, vd. 2011) çalışmalarda piyasa likiditesi oranı sermaye piyasası gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılmıştır.

Likiditeyi açıklayan diğer ölçüt ise piyasa devir hızı oranıdır. Borsada listelenmiş hisse senetlerinin işlem değerinin (hacmi) piyasa kapitalizasyonuna oranı ile hesaplanan bu oran işlem maliyeti göstergesi olarak kullanılmaktadır. Ayrıca borsa performansı; piyasa endeksi oynaklığı, yoğunlaşma ve piyasa kârlılığı ile yansıtılabilmektedir (Arestis & Demetriades, 1997: 786). Yüksek piyasa devir hızı oranı, genellikle düşük işlem maliyetinin bir göstergesidir. Yalnız büyük sermaye piyasası yüksek likiditeye sahip piyasa anlamına gelmez. Örneğin gelişmiş ama likiditesi az olan sermaye piyasaları yüksek piyasa kapitalizasyonu oranı ve düşük piyasa devir hızı oranına sahiptir (Levine & Zervos, 1998: 540). Literatürde Beck & Levine, (2004); Yay & Oktayer, (2009); Kim & Eliza, (2008); Liu & Hsu, (2006) çalışmalarında sermaye piyasası gelişmişliği için piyasa devir hızı oranını (turnovre ratio) kullanmıştır.

Piyasa likiditesi oranı ekonomi büyüklüğüne göre piyasa likiditesini hesaplarken, piyasa devir hızı oranı piyasa likiditesini piyasa büyüklüğüne göre hesaplar. Böylece aynı zamanda küçük ve likit bir piyasanın piyasa devir hızı oranı yüksek, piyasa likiditesi oranı düşük olacaktır (Levine & Zervos, 1998: 540).

Piyasa verimliliği, sermaye piyasası gelişmişliğini ve kalitesini açıklayan sermaye piyasasının üçüncü faktörüdür. Piyasaların aktif ya da yüksek piyasa kapitalizasyonu seviyesine sahip olması bu piyasaların verimli piyasalar olduğu anlamına gelmez. Genel olarak, sermaye kaynaklarının etkin tahsisinin gerçekleşmesi için etkin sermaye piyasalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle, bir finansal sistemin verimlilik derecesi, sermaye piyasası gelişmişliği ve kalitesi için önemli bir göstergedir. (Ito & Kawai, 2018: 4).

Sermaye piyasalarının gelişmişliğini yansıtan ve aynı zamanda sermaye piyasalarını etkileyen faktör ise kurumsal kalitedir. Kurumsal kalite; beşeri sermaye

kalitesi (eđitim seviyesi), hukuki yasalar ve dzenlemeler kalitesi, teknoloji geliřmiřliđi ve bilgi ve telekomunikasyon altyapısının geliřimini kapsamaktadır (Ito & Kawai, 2018: 5). Bu faktörler sermaye piyasası geliřmiřliđini hem belirleyen hem de geliřmiřliđini yansıtan faktörlerdir. Bu faktörlerin kalitesi dűřükken sermaye piyasasında hem iřlem gerçekleřme kalitesi hem de ekonomide sermaye tahsisi verimliliđi dűřük olacaktır.

Levine & Zervos (1998) sermaye piyasası gelişmişliğinin göstergelerini tartışmıştır. Levine ve Zervos'e göre piyasa devir hızı oranı sermaye piyasası gelişmişliğini gösteren en iyi ölçüttür. Bunun nedeni ise, firmaların karlılığı ile ilgili beklentiler⁵ yükseldikçe bu firmaların piyasadaki hisse senetlerinin fiyatları da yükselecektir. Bu nedenle piyasa likidite oranı ile piyasa kapitalizasyonu oranlarında yükseliş izlenecektir. Diğer taraftan piyasa devir hızı oranı beklenildiği gibi artış göstermeyecektir. Çünkü piyasa işlem değeri ile piyasa kapitalizasyonu beraber artacaktır. Bu da piyasa devir hızı oranında değişiklik göstermeyecektir.

Demirguc-Kunt & Huizinga (2000) azgelişmiş finansal piyasaların daha yüksek düzeyde kâr ve kâr marjı elde etme eğiliminde olduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca finansal sistemde rekabet eksikliği hem finansal sistemde hem de ekonomide uzun vadeli gelişmişliği engelleyen faktördür.

2.1.2.2. Yapısal Ölçütler

Yapısal ölçütler, finansal sistemin yapısını analiz etmek ve farklı unsurların önemini belirlemek için tasarlanmıştır. Yapısal ölçütler, geniş tanımlı para arzının M2 dar tanımlı para arzına M1 oranıyla ifade edilmektedir. Bu oranın artması ile birlikte finansal sistemin gelişmişliği de artar. Diğer bir ifade ile bu oranın artması finansal sistemin dışındaki para miktarının azalmasına, tasarruf mevduatının artmasına ve dolayısıyla finansal sistemin güvenilirliğinin artmasına neden olur (Lynch, 1996: 10).

Bu oranda herhangi bir artış gerçekleşmesi, finansal sistemdeki mevduatların dolaşımdaki para miktarına göre artması anlamına gelmektedir. Yani ekonomik birimlerin işlem amaçlı parayı tutmak yerine finansal sistemde parayı mevduat olarak

⁵ Firmaların gerçeğ büyüme sağlamadan beklentilere göre hisse senetlerinin fiyatı yükselebilir.

değerlendirmesidir. Bu da hem M2/M1 oranını artıracak hem de finansal gelişmişlik derecesini artıracaktır (Ağır, 2009: 97,98).

2.1.2.3. Finansal Fiyatlar

Gelişmiş finansal sistemler, ekonomik birimlerin yatırım kararlarını pozitif yönde etkilemek amacıyla pozitif reel faiz oranı sunmalıdır. Ayrıca, sadece pozitif olması değil bunun yanında ekonomik beklentileri yeterince yansıtması önemlidir. Yani nominal faiz oranları ülkedeki enflasyon oranını yansıtmalıdır. Bu kritere göre finansal gelişmişlik faiz oranı ve faiz oranındaki esneklik derecesi ile ölçülmektedir (Lynch, 1996: 12).

Reel faiz oranı tasarrufları pozitif yönde etkilemektedir. Dolayısıyla finansal sistem ekonomik birimlerin tasarrufları mevduat şeklinde tutmalarını motive etmek amacıyla reel faizi pozitif düzeylerde tutmalıdır. Diğer taraftan faiz oranları esneklik göstermelidir. Yani enflasyon oranlarının sürekli artış gösterdiği ülkelerde faiz oranları enflasyon oranlarını yansıtarak esneklik göstermelidir. Diğer bir ifade ile faiz oranları ekonomideki beklentilere uyum sağlamalıdır (Ağır, 2009: 99). Böylece finansal sistem ekonomide daha güvenilebilir hale gelecektir. Dolayısıyla hem tasarruflar artacak hem de tasarrufları daha verimli yatırımlara yönlendirme kalitesi artacaktır.

2.1.2.4. Ürün Çeşitleri

Finansal sistemdeki araçların çeşitlenmesiyle birlikte finansal sistem de gelişir. Finansal ürünlerin çeşitlenmesi finansal sistemdeki risklerin yönetilmesine neden olmaktadır. Böylece finansal sistem hem yatırımcıların hem de borç alanların seçeneklerini genişleterek özel gereksinimlerini karşılayan ürünler sunmaktadır. Bu da finansal sistemi daha cazip hale getirecektir. Finansal sistemin araçlarını üç kategori altında sınıflandırmak mümkündür: Finansman ürünleri, yatırım ürünleri ve döviz ile risk yönetimi ürünleridir. Bunlar da banka kredileri, para ve sermaye piyasaları araçları ve döviz piyasası ürünlerini kapsamaktadır (Lynch, 1996: 16).

Kredi ve tahvil gibi araçlar az gelişmiş finansal sistemin araçlarını temsil ederken, swap, forward, opsiyon ve future gibi vadeli piyasa ürünleri iyi gelişmiş finansal sistemin araçlarını temsil etmektedir (Öztürkvd. 2010: 100).

2.1.2.5. İşlem Maliyetleri

Finansal aracılık maliyeti, kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki marj ile ifade edilmektedir (Öztürk, vd. 2010: 100). İşlem maliyetleri, finansal sistemin mevduat karşılığında verdiği faiz oranı ile kredilerden aldığı faiz oranı arasındaki fark ile tanımlanabilmektedir. Gelişmiş finansal sistemlerde daha fazla mevduat toplamak ve sonra bu mevduatları kredi talebinde bulunanlara aktarmak amacıyla düşük işlem maliyeti uygulanmaktadır (Lynch, 1996: 20). Yani düşük faiz marjı stratejisi uygulayan finansal sistemler yüksek faiz marjı stratejisi uygulayan finansal sistemlerden daha gelişmiş sistemlerdir. Çünkü ekonomide mevduat verme ve kredi isteme işlemleri artacaktır. Bu da (mevduat ile kredi artması) finansal sistemin gelişmişliğinin temel unsurudur.

Literatürde finansal gelişmişlik iki önemli yöntemle hesaplanmaktadır. Birincisi, finansal derinleşme (özel sektör kredilerinin gayri safi yurt içi hasılaya oranı); ikincisi, hisse senedi piyasası piyasa değeridir (piyasa kapitalizasyonunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı). Ayrıca göstergelerin ikisi de ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir (Svirydzenka, 2016: 4).

Finansal kurumlar; bankaları, sigorta şirketlerini, yatırım fonlarını ve emeklilik fonlarını kapsamaktadır. Finansal piyasalar ise; hisse senedi ve bono piyasalarını kapsamaktadır. Čihák vd. (2012) tarafından finansal kurumlar ve piyasalar gelişmişliği ile ilgili çeşitli ölçütler ve göstergeler geliştirilmiştir. Bu göstergeler hem finansal kurumların hem de finansal piyasaların gelişmişliğini ölçer. Bunlar aşağıdaki gibidir (Čihák, vd. 2012; Svirydzenka, 2016: 5):

- Finansal kurumlar ve finansal piyasaların boyutu ve likiditesi (finansal derinlik)
- Bireylerin finansal kurumları ve pazarları kullanma ve kullanılabilirlik derecesi veya bireylerin ve şirketlerin finansal hizmetlere erişebilme kabiliyetleri (finansal erişim)
- Finansal hizmetlerin sağlanmasında finansal kurumların ve piyasaların etkinliği veya kurumların düşük maliyetle ve sürdürülebilir gelirle finansal hizmetler sağlama yetenekleri ve sermaye piyasalarının faaliyet düzeyi (finansal verimlilik)
- Finansal kurumların ve piyasaların istikrarı (finansal istikrar)

Finansal piyasa göstergeleri hisse senedi piyasası ve borçlanma araçları piyasasının göstergelerini kapsamaktadır. Bu göstergeler aşağıdaki Tablo 2.1’de gösterilmiştir.

Tablo 2.1. Finansal Kurumların ve Piyasaların Gelişmişliğinin Göstergeleri

Kategori	Finansal Kurum Göstergeleri	Finansal Piyasa Göstergeleri
Derinlik	Özel sektör kredileri / GSYH	Hisse senedi piyasası kapitalizasyonu / GSYH
	Emeklilik fonlarının aktifleri / GSYH	Hisse senedi işlem değeri / GSYH
	Yatırım fonlarının aktifleri / GSYH	Devletin uluslararası borçlanma senetleri / GSYH
	Hayat ve hayat dışı primleri / GSYH	Finansal şirketlerin toplam borçlanma senetleri / GSYH
	M2 / GSYH	Finansal olmayan sektörün toplam borçlanma senetleri / GSYH
Erişim	Bin yetişkin başına hesap sayısı (ticari bankalar)	En büyük 10 şirket dışındaki piyasa kapitalizasyonu / toplam piyasa kapitalizasyonu
	100 Bin yetişkin kişi başına banka şubesi	En büyük 10 şirket dışındaki işlem değeri / toplam piyasa işlem değeri
	Banka hesabı olan kişilerin yüzdesi	Devlet tahvili getirileri (3 ay ve 10 yıl)
		Yurtiçi borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerine oranı
	Kredi limitine sahip firmaların yüzdesi (tüm firmalar)	Özel sektörün borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerine oranı (yurt içi)
		Yeni şirket tahvil ihraçlarının GSYH'ye oranı
100 bin kişi başına ATM sayısı	Borçlanma araçları ihraç edenlerin sayısı	
Etkinlik	Net faiz marjı	Hisse senedi piyasası devir hızı oranı (piyasa kapitalizasyonu / işlem değeri)
	Kredi verme mevduat alma faiz farkı	
	Faiz dışı gelirler / toplam gelirler	Piyasa likiditesi / işlem maliyeti
	Genel gideler / Toplam Aktifler	Devlet tahvilleri kotasyon alım-satım farkı
	Aktif karlılığı	
Özkaynak kârlılığı	Tahvil piyasası devir hızı oranı	
İstikrar	Temerrüde uzaklık, sermaye yeterliliği oranları	Hisse senedi fiyat endeksinin volatilitesi (standart sapma / ortalama)
		Fiyat / kazanç oranı
	Likidite oranları	Kısa vadeli borçların toplam tahvillere oranı
		Hisse senedi getirisi çarpıklığı

Kaynak: (Svirydzenka, 2016: 8; Čihák, vd. 2012: 9).

2.2. SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİĞİ KAVRAMI VE KAPSAMI

Genel olarak sermaye piyasası gelişmişliği hisse senedi ve tahvil piyasaları ile alakalıdır. Bu başlığın altında hisse senedi piyasası gelişmişliğini ele alarak sermaye piyasası gelişmişliğinden bahsedilmiştir.

2.2.1. Sermaye Piyasalarının Gelişmişliği Kavramı

Sermaye piyasası gelişmişliği hisse senedi piyasası gelişmişliğinden ibarettir. Hisse senedi piyasası gelişmişliği ise; likidite, oynaklık, yoğunlaşma, dünya sermaye piyasalarına entegrasyon ve piyasadaki yasa ve kurallar (düzenleme ve denetim) ile gösterilmektedir (Garcia & Liu, 1999: 30).

Gelişmiş ve gelişen piyasa ayrımı nicel ve nitel faktörlere dayanmaktadır. Örneğin; Standart & Poor's gelişmiş ve gelişen piyasa sınıflandırmasını iki temel unsura dayandırmaktadır. Bunlar; kişi başına düşen gelir ve hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin GSYH'ye oranıdır (Şahin & Temelli, 2018: 259).

2.2.2. Sermaye Piyasası Gelişmişliğinin Ölçütleri

Sermaye piyasası gelişmişliğini; derinlik, erişim, etkinlik ve istikrar şeklinde dört kategori altında sıralamak mümkündür.

2.2.2.1. Derinlik (Boyut) Ölçütleri

Čihák, vd. (2012), sermaye piyasası derinliğini hisse senedi piyasa değerinin GSYH'ye ve borçlanma senetleri toplam değerinin GSYH'ye oranları ile hesaplamışlardır. Fakat bu oranlar piyasa büyüklüğünü gösterirken piyasada işlem değerinin GSYH'ye oranı piyasa aktifliğini açıklar.

El-Wassal (2013)'e göre sermaye piyasasının boyutunu gösteren hisse senedi piyasası kapitalizasyonu ve piyasada listelemiş şirketlerin sayısı iki ana ve önemli göstergedir.

İki nedenden dolayı hisse senedi piyasası kapitalizasyonu hisse senedi piyasası gelişmişliğini göstermek için sıklıkla kullanılmıştır. İlki, sermayeyi harekete geçirme ve

riski çeşitlendirme kabiliyeti ile pozitif yönde ilişkili olması; ikincisi ise, şirketlerin geçmişte elde ettiği karlarını ve gelecekteki büyüme beklentilerini içerdiği varsayılarak, hisse senedi değerinin GSYH'ye oranı yükseldikçe sermaye piyasası gelişmişliğinin artmasıdır (El-Wassal, 2013: 610). Yukarıda bahsedildiği gibi bu oranın sermaye piyasası gelişmişliğini göstermek için sıklıkla kullanılmasına rağmen bazen bu oranın yükselmesi piyasanın gelişmişliğini göstermez. Diğer bir ifade ile firmaların karlılığı artmaksızın hisse senetleri piyasadaki beklentileri yansıtarak değer kazanabilmektedir.

Diğer ölçüt ise piyasada listelenmiş şirketlerin sayısıdır. Bu da hisse senedi piyasası büyüklüğünün (hisse senedi piyasası kapitalizasyonu) tamamlayıcısı olarak kullanılmaktadır. Bu göstergenin iyi yanı ise, piyasadaki dalgalanmalara maruz kalmaksızın piyasanın büyüklüğünü ölçmesidir. Ayrıca bu gösterge gelişmekte olan ülkelerin GSYH'sinin yanlış ölçülmesinden etkilenmemektedir⁶. Diğer yandan bu gösterge iki eksiklik taşımaktadır. İlki, piyasada listelenmiş firmaların sayısının devralma ve birleşme işlemlerinden etkilenmesi; ikincisi ise, ekonominin az ama büyük firmalardan oluşmasıdır (El-Wassal, 2013: 610).

Derinleşmemiş finansal sistemlerde tasarrufların reel sektöre aktarılması (hisse senedi ve tahvil piyasasına aktarılmaması veya krediye dönüşmemesi) yerine finansal sistemde kalmasıdır. Bu da reel sektörün gelişmemesine ve dolayısıyla ekonomideki büyümenin gerçekleşmemesine neden olacaktır (Öztürk, vd. 2010: 98).

2.2.2.2. Erişim Ölçütleri

Svirydenka (2016), en büyük 10 şirket dışındaki piyasa kapitalizasyon / toplam piyasa kapitalizasyonu oranını hisse senedi piyasası erişimi göstergesi olarak kullanmıştır. Genel olarak yüksek derecede borsa yoğunluğu, yeni veya küçük ihracatçılar için borsaya erişimdeki büyük zorlukları yansıtmaktadır. Diğer yandan tahvil piyasası erişimi için 100 bin kişi başına düşen borçlanma araçları ihraç edenlerin sayısını kullanmıştır.

⁶ Hisse senedi kapitalizasyonu GSYH'nin ölçülmesinden etkilenir.

FSDI (2006) hisse senedi gelişmişliğini gösteren ölçütleri üçe ayırmıştır. Bu ölçütlere aşağıda yer verilmiştir:

- **Piyasa kapitalizasyonunun yoğunlaşması;** Bu ölçüt, en büyük 10 firmanın borsadaki toplam piyasa değeri içindeki payını temsil etmektedir. İyi gelişmiş bir sermaye piyasası yalnızca en büyük firmalara değil, küçük firmalara da erişim sağlamalıdır.
- **HHI endeksi;** Bu ölçüt, en iyi 10 firma dışındaki firmaların hisse senetlerinin piyasa değerinin istatistiksel olarak dağılımını dikkate almaktadır. Bu ölçüt oldukça anlamlı, ancak bir önceki ölçüte daha yorumlanabilmektedir.
- **Hisse senetlerindeki şirket mensuplarının pay oranı;** Çoğunluğun elinde tutan payların toplam paylara oranı ile ölçülmektedir. Bu ölçüte göre hisselerin şirket mensuplarının elinde toplanması durumunda, dış yatırımcıların elinde daha az hisse bulunacaktır. Ayrıca iç yoğun mülkiyet, dış yatırımcıların firmanın faaliyetlerini izlemesine engeller yaratmaktadır.

2.2.2.3. Etkinlik Ölçütleri

Kim & Singal (2000: 56)'e göre daha verimli bir sermaye piyasası, daha iyi sermaye tahsisi ve kapitalin verimliliği ile kârlılığında artış göstermesi anlamına gelmektedir. Yani verimli olan alanlara sermaye dağıtmak ve verimli olmayan sektörlerin verimliliğini artırmaktır. Diğer yandan Chordia, vd. (2008)'e göre yüksek verimli sermaye piyasaları daha düşük piyasa alım-satım farkı uygulamaktadır.

Fabozzi & Modigliani (1995) "Capital Markets Institution and Instrument" adlı çalışmasında sermaye piyasasının verimliliğini, işletme verimliliği (operational efficiency) ve fiyatlandırma verimliliği (pricing efficiency) olarak ikiye ayırmıştır. Yüksek işletme verimliliğine sahip olan piyasalarda yatırımcılar finansal hizmetlerin işlemlerini olabildiğince ucuz maliyet üzerinden yapabilmektedirler. Diğer yandan maliyet hem aracı kurumu komisyonu hem de alım-satım farkı içermektedir. Yüksek fiyatlandırma verimliliğine sahip olan piyasalarda ise, menkul kıymetlerin değerleri her zaman uygun bir şekilde piyasadaki tüm bilgileri yansıtmaktadır. Yani, belirli bir menkul kıymet ile ilgili bilgiler hızlı bir şekilde söz konusu menkul kıymet fiyatlarına aktarılır.

Genelde piyasa işlem değerinin piyasa kapitalizasyonuna oranı ile hesaplanan piyasa devir hızı piyasanın likiditesini göstermektedir. Yüksek borsa likiditesi, daha verimli hisse senedi piyasasını yansıtmaktadır (Beck, vd. 2009).

Verimli bir sermaye piyasasında, fiyatlar tümüyle ve doğru olarak tüm mevcut ve ilgili bilgileri yansıtır ve varlıkların fiyatlarını anında yeni bilgilere göre ayarlar. Piyasa verimliliğini üç düzeye ayırmak mümkündür (Idenyi, vd. 2017: 4):

- Zayıf verimliliğe sahip piyasalar
- Yarı verimliliğe sahip piyasalar
- Güçlü verimliliğe sahip piyasalar

Svirydenka (2016) ve Čihák, vd. (2012)'e göre sermaye piyasası devir hızı oranı ile sermaye piyasası likiditesi sermaye piyasasının verimliliğini yansıtan en önemli ve en çok kullanılan göstergelerdendir. Daha önce açıklandığı gibi sermaye piyasası devir hızının yükselmesi sermaye piyasasında düşük işlem maliyetinin göstergesidir. Yani piyasa devir hızı oranı ile piyasada uygulanan işlem maliyeti ters yönlü ilişkilendirilmektedir. Diğer yandan piyasa likiditesi işlem maliyeti ile arasındaki negatif bir ilişki bulunmaktadır.

2.2.2.4. İstikrar Ölçütleri

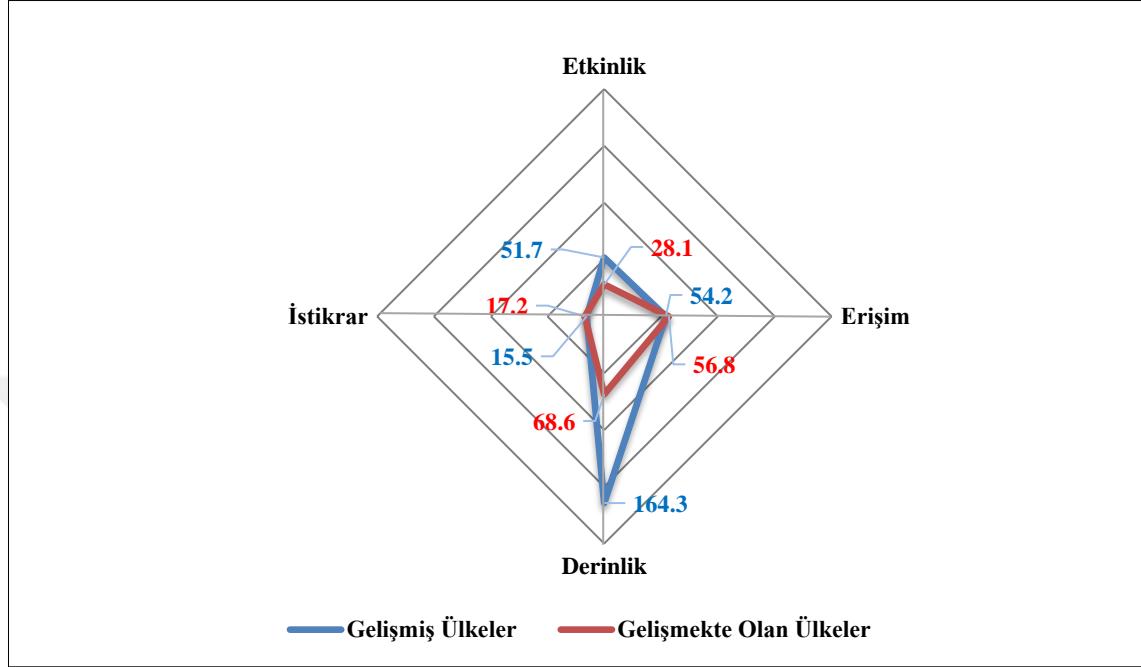
İstikrar ölçütleri, toplam piyasa getirisine dayanmakta olup sistematik riski yakalamaya çalışmaktadır. Finansal piyasaların istikrarını ölçmek için en çok kullanılan gösterge piyasa endeksinin volatilitesidir. Diğer kullanılan gösterge ise hisse senedi getirilerinin çarpıklığıdır. Bu göstergenin negatif bir eğriye sahip olması durumda negatif getirili ve düşük istikrarlı piyasa anlamına gelir (Čihák, vd. 2012, s. 16; FSDI, 2006).

Finansal piyasaların istikrarı faiz oranı ve döviz kuru istikrarı ile desteklenir, çünkü faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar finansal kurumlar için büyük belirsizlik yaratır (Mishkin & Eakins, 2012: 235).

Sermaye piyasasının gelişmişliğini ölçmek söz konusu iken bu gelişmişliği ölçmek için sağlam bir ölçüt seçmek gerekmektedir. Böylece gelişmemiş olan piyasaları gelişmiş piyasalardan ayırmak daha kolay olacaktır. Aşağıdaki şekil, yukarıda ele

aldığımız dört ölçütü kullanarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki karşılaştırmayı göstermektedir.

Şekil 2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasasının Gelişmişliği



Kaynak: (World Bank 2017)*

Financial Development raporuna dayanarak hazırlanmıştır

“Global Financial Development Report” raporunda sermaye (World Bank, 2017) piyasasının gelişmişliğinin hesaplanmasında kullanılan göstergeler aşağıdaki gibidir:

- **Derinlik:** Bu ölçüte göre kullanılan indikatör; piyasa kapitalizasyonunun GSYH’ye oranıdır.
- **Erişim:** En büyük 10 şirket hariç piyasa kapitalizasyonu oranının toplam piyasa kapitalizasyonuna oranı kullanılmıştır.
- **Etkinlik:** Bu ölçüte göre piyasa devir hızı oranı kullanılmıştır.
- **İstikrar⁷:** Ulusal borsa ana endeksindeki getirinin 360 günlük standart sapmasını kullanmıştır. Bu ölçüte göre daha büyük değerlerle, piyasalar daha dalgalı ve dolayısıyla daha az istikrarlıdır.

⁷ Daha düşük değerlere sahip piyasalar daha gelişmiş piyasalardır

Şekilde görüldüğü gibi erişim ölçütüne göre gelişmekte olan ülkeler daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. Diğer bir ifade ile gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında yeni ve küçük firmaların piyasaya erişimi daha kolaydır. Bu gayet mantıklıdır, çünkü gelişmiş ülkelerde küçük firmaların borsada listelenmesinin şartları daha zordur.

Diğer taraftan istikrar, derinlik ve etkinlik ölçütlerine göre gelişmiş ülkeler gelişmekte olan ülkelere göre daha gelişmiş piyasalara sahiptirler. Yani gelişmiş ülkeler daha istikrarlı piyasalara sahiptirler. Diğer yandan gelişmiş ülkelerin piyasaları gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına göre boyut bakımından daha büyüktür. Ayrıca gelişmiş ülkelerin piyasalarında daha ucuz işlem maliyeti uygulamaktadır, dolayısıyla bu piyasalar daha etkin piyasalardır (FSDI, 2006:1).

Yukarıdakilere dayanarak derinlik ve etkinlik ölçütleri sermaye piyasası gelişmişliğini gösteren en iyi ölçütlerdir. Derinlik ölçütlerinin en yaygın göstergesi piyasa kapitalizasyonu iken, etkinlik ölçütlerinin en iyi göstergesi ise piyasa devir hızı oranıdır. Piyasa kapitalizasyonunun artması piyasadaki firmaların kârlılığının artmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan piyasa devir hızı oranının artması piyasada düşük maliyet uygulandığının göstergesidir. Bu sebeplerden dolayı literatürde en çok kullanılan ölçütler, derinlik ve etkinlik ölçütleri olmuştur (Arestis & Demetriades, 1997; Levine & Zervos, 1998; Ito & Kawai, 2018).

2.3. FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN ÖNEMİ

Dünya ülkeleri bütün faaliyetleriyle ve sektörleriyle yüksek büyümeyi amaçlamaktadır. Bu amaca ulaşmak adına ülkedeki tüm sektörler geliştirilmeye çalışılmaktadır. Genel olarak literatürdeki birçok çalışma (Batuo, vd. 2018; Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008; Calderon & Liu, 2003; Demetriades & Hussein, 1996) finansal sektörün gelişmişliğinin ekonomideki büyümeyi iten faktörlerden biri olduğunu belirtmişlerdir. Fakat finansal gelişmişlik sadece ekonomideki büyümeyi etkilemekle yetinmeyip tüm ekonomik birimleri de etkilemektedir.

Literatürde finansal gelişmişlik içinde yer alan finansal sistemin bir parçası olarak sermaye piyasasının önemi ve faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Bonser-Nea & Dewenter, 1999; Becker, vd. 2013; Desbordes & Wei, 2014; Desbordes & Wei, 2017) :

- Finansal gelişmişlik ekonomide tasarrufların artmasına yol açar. Finansal gelişmişlik hem fonların daha verimli yatırımlara aktarılmasına fırsat tanıyarak hem de risksiz ya da riski az olan finansal araçlar sunarak ekonomide tasarrufu canlandırır (Bonser-Nea & Dewenter, 1999: 372). Finansal araçlar ve pazarlar, tasarruf sahiplerine nispeten daha yüksek gelir sağlayarak tasarrufları teşvik edebilir. Yani finansal sistem sadece sermaye verimliliğini değil tasarrufları yatırımları ve ekonomide büyümenin artmasını sağlamaktadır (Garcia & Liu, 1999: 32).
- Finansal gelişmişlik ülkede hem yabancı yatırımları hem de yerli yatırımları artırır. Finansal gelişmişlik, yurt dışındaki sermayeye ihtiyacı olan ya da yurt dışında büyümek isteyen firmaların dış sermayeye erişimini artırarak doğrudan yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir. Diğer bir ifade ile finansal gelişmişlik yabancı sermaye girişlerini motive ederek ekonomideki yatırımları canlandırır (Desbordes & Wei, 2017; Desbordes & Wei, 2014). Finansal piyasalar ekonomide tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Fakat gelişmiş finansal piyasalar verimli alanlara tasarrufları aktararak bu görevi etkili bir şekilde yerine getirmektedir.
- Finansal gelişmişlik yoksulluk oranının düşmesine yardımcı olur. Finansal gelişmişlik dolaylı bir şekilde (büyüme pozitif yönde etkileyerek) ülkede yoksulluk oranının azalmasına yardımcı olabilmektedir. (DFID 2004; Jalilian & Kirkpatrick, 2002; Demirgüç-Kunt, 2008). Jalilian ve Kirkpatrick (2002), gelişmekte olan ülkelerde ampirik düzeyde finansal sektör gelişmişliğinin yoksulluk oranını düşüreceğini belirtmiştir. Yani ülkenin zenginliği arttıkça ülkedeki yaşayanlarının zenginliği artacaktır.
- Finansal gelişmişlik dış ticareti geliştirir. Finansal gelişmişlik dış finansmanı daha uygun hale getirerek firmaların daha fazla ihracat yapmalarını teşvik eder (Becker, vd. 2013, s. 2). Ampirik düzeyde Becker, vd. (2013) ve Beck (2003) gibi çalışmalarında finansal sektörün geliştiğinde daha iyi bir hizmet vererek hem ihracat hem de ithalatı teşvik ettiğini belirtilmiştir.

2.4. SERMAYE PİYASASI GELİŞİMİŞLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Çalışmanın bu kısmında sermaye piyasasının gelişmişliğini etkileyen faktörler incelenecektir. Literatür incelendiğinde bu faktörler makroekonomik faktörler, piyasaya ilişkin faktörler ve hukuki ve siyasi düzenlemeler şeklinde üç kategoride sınıflandırılabilir.

2.4.1. Makroekonomik Faktörler

Sermaye piyasaları makroekonomik istikrar, yabancı sermaye girişleri, reel gelir, büyüme, tasarruf ve yatırım, dışa açıklık, faiz oranı, finansal sistem gelişmişliği, para arzı yurtdışındaki çalışanların transferleri ve ülke kredi notu gibi makroekonomik faktörlerden etkilenmektedir (Garcia, 1999; Babayemi, vd, 2013; Şükrüoğlu & Nalin, 2014; Khan, 2017).

2.4.1.1. Makroekonomik İstikrar

Literatürde genel olarak makroekonomik istikrar enflasyon oranı ile temsil edilmektedir. Çok dalgalı ve sürekli aşırı yükselen enflasyona sahip ekonomilere istikrarsız, sabit veya az dalgalı enflasyona sahip ekonomilere istikrarlı ekonomiler denilmektedir (Garcia, 1999; Yartey, 2008; Nguyen, 2012).

İstikrarlı bir makroekonomik ortam sermaye piyasası gelişmişliği için çok önemlidir. Diğer taraftan yüksek volatiliteye sahip ekonomilerin sermaye piyasalarında gelecekle ilgili belirsizliğin artması ile yatırımlar ve tasarruflar negatif yönde etkilenecektir. Düşük ve tahmin edilebilir enflasyon oranlarının borsa gelişimine ve ekonomik büyümeye katkı sağlama olasılığı daha yüksektir. Diğer yandan yerli ve yabancı yatırımcılar yüksek enflasyon beklentilerinin olduğu borsaya yatırım yapmayı tercih etmezler (Zhou, vd. 2015).

Ampirik düzeyde yapılan birçok çalışma (Daferighe & Charlie, 2012; Naceur & Ghazouani, 2004; Musa & Ibrahim, 2014; Nguyen & Hanh, 2012; Ayaydın, vd. 2013) enflasyonun sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Daferighe & Charlie (2012) Musa & Ibrahim (2014) yapmış oldukları çalışmada, 1991-2010 ve 1981-2010 yıllarına ait verilerden faydalanarak zaman serisi analizi ile Nijerya hisse senedi

gelişmişliği üzerinde enflasyonun etkisini test etmiştir. Yapılan testlerin sonucunda enflasyonun hisse senedi gelişmişliğini negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur.

Naceur & Ghazouani (2004) yapmış oldukları çalışmada 1980-1999 yılları arası Ortadoğudaki 11 ülkede panel veri analizi yöntemini kullanarak enflasyonun hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmanın sonucunda enflasyonun hisse senedi piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Nguyen & Hanh (2012) çalışmalarında, 1990-2008 dönemine ait verilerden faydalanarak 6 Asya ülkesinde panel veri analizi yöntemi ile enflasyon ve hisse senedi piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yapılan testlerin sonucunda enflasyon ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında ters yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Ayaydın, vd. (2013) çalışmalarında, 2000-2011 yılları arasında panel veri analizi yöntemi ile enflasyonun hisse senedi gelişmişliği üzerindeki etkisini incelemiş ve enflasyonun piyasaları negatif olarak etkilediği sonucuna varmıştır.

2.4.1.2. Yabancı Sermaye Girişleri

Doğrudan yabancı yatırım (DYY), belirli bir ülkedeki yatırımcı tarafından uluslararası yapılan yatırımdır ve temel amacı yabancı bir ülkede uzun süreli yatırım yapmaktır (Akay, 2018:1). Yabancı sermaye ekonomideki faaliyetleri canlandırabileceğinden ve büyümeyi itebileceğinden onu cezbetmek gelişmekte olan ülkelerin temel amacı olmuştur.

DYY, sermaye çeşitlendirme stratejilerinin uygulanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar; belirli sektörlerini geliştiremeyen ekonomilere sermaye, uzmanlık, beceri ve teknoloji gibi yararlar sağlamaktadır (Al-Samman & Jamil, 2018). DYY yeni teknoloji ülkeye girmesine ve bu teknoloji verimliliği ile işgücünün artmasına yol açmaktadır (Akay, 2018: 1).

Ampirik düzeyde çeşitli çalışmalarda DYY'nin sermaye gelişmişliği üzerindeki etkisi incelenmiştir. Al-Samman & Jamil (2018) yapmış oldukları çalışmada, 6 Körfez Arap ülkesi üzerinde 2002-2015 yılları arasındaki dönemi panel analizi yöntemiyle DYY'nin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Uzun

vadede DYY'nin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediğinin sonucuna varmıştır.

Mandacı vd. (2013) yapmış oldukları çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan 30 ülkede ve 1960-2007 yılları arasında panel veri analizi ile DYY'nin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Yapılan testlerin sonucunda DYY'nin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini olumlu yönde etkilediğini belirlemişlerdir.

Akay (2018) 1980-2017 yılları arasında İsveç üzerinde zaman serisi analizi ile DYY'nin hisse senedi gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışmanın sonucunda DYY'nin hisse senedi gelişmişliğini olumlu yönde etkilediği yer almıştır. Diğer yandan Abubakar & Danladi (2018) 1981-2016 yılları arasında Nijerya üzerinde ARDL yaklaşımı kullanarak aynı sonuca varmıştır.

2.4.1.3. Reel Gelir (Gelir Düzeyi)

Teorik olarak gelir düzeyi (kişi başına düşen GSYH) veya büyüme sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Çünkü daha yüksek gelir (GSYH); daha iyi mülkiyet hakkı, daha iyi eğitim ve firmalar için daha iyi iş ortamı sağlayacağından sermaye piyasası gelişmişliğine de katkı sağlayacaktır (Garcia & Liu, 1999: 39).

Ampirik düzeyde Garcia & Liu (1999) yapmış oldukları çalışmada, 1980-1999 dönemini kapsayarak panel veri analizi yöntemi ile gelir düzeyinin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışma sonunda gelir düzeyinin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Yartey (2008) 42 gelişmekte olan ülkede 1990-2004 dönemini inceleyerek panel veri analizi yöntemi ile gelir düzeyinin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini araştırmıştır. Yapılan testlerin sonucunda gelir düzeyinin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği belirtilmiştir.

Şüküröğlu & Nalin (2014) çalışmalarında, 19 Avrupa ülkesinde 1995-2011 yılları için panel veri analizi yöntemi ile gelir düzeyinin sermaye piyasası gelişmişliği

üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan testlerin sonucunda gelir düzeyinin sermaye piyasasının gelişmişliğini olumlu yönde etkilediğini açıklamışlardır.

2.4.1.4. Büyüme

Genel olarak ekonomideki büyüme sermaye piyasasını olumlu yönde etkilemektedir. Büyüme ve finansal gelişmişlik göstergeleri arasında pozitif bir ilişkiyi ilk olarak Goldsmith (1969), McKinnon (1973) ve Shaw (1973) çalışmalarında açıklamıştır. Ayrıca finansal gelişmişliğin ve ekonomik büyümenin yakın ilişkili olduğuna dair dair önemli çalışmalar söz konusudur (Kirankabeş & Başarir, 2012: 134).

Ampirik düzeyde Raza & Jawaid, (2012) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemini kullanarak büyümenin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisi araştırmıştır. Çalışmada ekonomik büyümenin hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Matadeen, (2017) çalışmasında, dinamik panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin makroekonomik belirleyicilerini analiz etmiştir. Çalışmada büyüme hisse senedi gelişmişliğinin önemli belirleyicisi olarak belirtilmiştir. Diğer yandan büyüme ile hisse senedi gelişmişliği arasında çift yönlü bir ilişki olduğu açıklanmıştır.

2.4.1.5. Yurtiçi Tasarruflar ve Yatırımlar

Yüksek yurt içi tasarruflar, yatırım miktarını ve kalitesini artırarak borsanın gelişmesine ve ekonomik büyümeye neden olabilmektedir (Ebele, 2016: 175). Genellikle tasarruflar arttıkça, bu tasarruflar borsalara akan sermaye miktarını da arttırmaktadır (Garcia & Liu, 1999: 40). Daha önce ifade edildiği gibi finansal piyasalar çeşitli finansal araçları sunarak ekonomide tasarrufları teşvik etmektedir. Ayrıca tasarrufların artması ekonomide yatırımların artmasına yol açmaktadır (Yartey, 2007: 271).

Yartey (2007) ve (2008) gelişmekte olan ülkeler üzerinde panel veri analizi yöntemini kullanarak yurtiçi yatırımların hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Yapılan testlerin sonucunda yurtiçi tasarruflar ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

(Khan, 2017) gelişmiş ülkeler üzerinde panel veri analizi yöntemini kullanarak yatırımlar ile sermaye piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmışlardır. Yapılan testlerin sonucunda yatırım ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Naceur vd. (2007) yapmış oldukları çalışmada, 11 Ortadoğu ülkesinde 1979-1999 yılları için panel veri analizi yöntemini kullanarak tasarrufların hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışmanın sonucunda tasarrufların hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Şahin & Temelli (2018), Ayaydın & Baltacı (2013) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde panel veri analizi yöntemi ile tasarruflar ile sermaye piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmaların sonucunda tasarruf ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu yer almıştır.

2.4.1.6. Dışa Açıklık

Dışa açıklık, bir ülke tarafından ihracatı artırmak adına uygun politikaların uygulanması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile dışa açıklık bir ülkenin dış ticaret yoğunluğunu gösterir (Yu Ho & Iyke, 2018: 8). Literatürde ampirik çalışmalarda, dışa açıklık ihracat ve ithalat toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmaktadır.

Yu Ho & Iyke (2018) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemini kullanarak 43 Afrika ülkesi üzerinde dışa açıklığın hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini test edilmiştir. Çalışmanın sonucunda dışa açıklığın uzun vadede hisse senedi gelişmişliğini olumlu yönde etkilediği sonucu ortaya koymuşlardır.

Forti, vd. (2011) yapmış oldukları çalışmada, panel veri analizi ile 50 ülke üzerinde hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri test etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda dışa açıklığın hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerinde önemli ve etkili faktör olduğu belirtilmiştir.

Raza vd, (2014) çalışmalarında, 57 ülkede 1990-2012 dönemi verileri için panel veri analizi yöntemini kullanarak dışa açıklığın ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Dışa açıklığın hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

2.4.1.7. Faiz Oranı

Faiz oranı ile yurt içi kredi talebi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Daha önceki çalışmalardan faiz oranının borsa üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucunu çıkarmak kolaydır (Ayaydın & Baltacı 2013; AL-Naif 2017; Musawa & Mwaanga, 2017). Yüksek faiz oranları borsa verimliliğini düşürür, çünkü yatırımcılar borsada işlem yaparak riske girmektense risksiz bir şekilde yüksek faiz geliri elde etmeyi tercih edeceklendir (Ali, 2014).

Ali (2014) çalışmasında, regresyon analizi yöntemi ile faiz oranlarının Pakistan hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışma sonunda faiz oranlarının hisse senedi piyasasını negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Diğer yandan Khalid (2017) zaman serisi eşbütünleşme analizi yöntemi ile faiz oranlarının hisse senedi piyasasının piyasa kapitalizasyonu üzerindeki etkisini test etmiş ve faiz oranlarının hisse senedi piyasasının piyasa kapitalizasyonunu negatif yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

2.4.1.8. Finansal Sistemin Gelişmişliği

Finansal sistemin gelişmişliği yurtiçi kredi toplamının GSYH'ye oranı veya geniş tanımlı para arzının GSYH'ye oranı ile hesaplanmaktadır (Garcia & Liu, 1999; Yartey, 2007; Nguyen & Hanh, 2012; Ayaydın, vd. 2013; Ayaydın & Baltacı, 2013; Mandacı, vd. 2013; Khan, 2017). Literatür incelendiğinde her ikisinin de sermaye piyasası gelişmişliğini olumlu yönde etkilediği görülmektedir.

Şahin & Temelli (2018) çalışmalarında kredi büyüklüğü (finansal gelişmişlik) ile sermaye piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi tartışmışlardır. Onlara göre bu iki değişken tamamlayıcı veya birbirine alternatif değişkenler olarak görülebilmektedir. Tamamlayıcı görüldükleri durumda krediler artığında hisse senedi fiyatları yükselerek hisse senedi piyasası gelişmişliği artacaktır. Birbirlerine alternatif olarak görüldüklerinde ise kredi hacmi artığında hisse senedi piyasası gelişmişliği negatif yönde etkilenecektir.

Mandacı, vd. (2013) çalışmasında, 1960-2007 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde panel veri analizi yöntemini kullanarak hisse senedi gelişmişliğinin belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda finansal gelişmişliğin hisse senedi gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği yer almıştır.

Yartey (2008), 1990-2004 ve Matadeen (2017) 1989-2016 yılları arasında gelişmekte olan ülkeleri inceleyerek panel veri analizi yöntemi ile finansal sistemin gelişmişliğinin hisse senedi gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışmaların sonucunda finansal sektörün kredileri artıkça sermaye piyasası gelişmişliğinin de artacağı açıklanmıştır.

Garcia & Liu (1999), Naceur, vd. (2007), Kurach (2010), Nguyen & Hanh, (2012) geniş tanımlı para arzı ile ölçülen finansal sistemin gelişmişliği ile sermaye piyasası gelişmişliğinin birbirlerine tamamlayıcı olduğunu açıklamışlardır.

2.4.1.9. Para Arzı

Para arzı finansal aracılık gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılabilir. Fakat Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008)'e göre bu gösterge finansal gelişmişliğin açıklanmasında zayıf bir göstergedir. Diğer bir ifade ile gelişmiş ülkelerde para arzında kaydedilen bir artış ülkenin finansal sisteminine likidite artışından ibaret olduğunu söylemişlerdir. Bu nedenle az gelişmiş ekonomilerde para arzındaki herhangi bir artış dolaşımdaki paranın artışından ibarettir.

Fama (1981)'ya göre para arzı artışı hem enflasyonun hem de iskonto oranının artmasına yol açabilir, dolayısıyla bu durumun hisse senedi fiyatının düşmesine yol açabileceğini belirlemiştir.

Şükrüoğlu & Nalin (2014) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin makroekonomik belirleyicileri test etmişlerdir. Çalışmalarında para arzının (M3/GSYH) hisse senedi piyasasının gelişmişliğini negatif yönde etkilediğinin sonucuna varmışlardır. Diğer yandan Babayemi vd. (2013) panel cointegration analizi yöntemi ile para arzı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan testlerin sonucunda negatif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır.

2.4.1.10. Yurt Dışındaki Çalışanların Transferleri

Literatürde genel olarak ampirik çalışmalarda yurt dışındaki çalışanların transferlerinin sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği veya hiç

etkilemediği öne sürülmüştür (Billmeier & Massa, 2007; Mandacı, vd. 2013; Raza & Jawaid, 2012).

Shahzad, vd. (2014) çalışmalarında, güney Asya ülkeleri üzerinde 1989-2011 dönemine ait verilerden faydalanarak panel veri analizi yöntemi ile yurtdışındaki çalışanların transferleri ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda yurtdışındaki çalışanların transferleri ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu öne sürülmüştür. Diğer yandan Billmeier & Massa (2007) panel veri analizi ile yurtdışındaki çalışanların transferlerinin hisse senedi piyasalarının gelişmişliği üzerindeki etkisini inceleyerek aynı sonuca varmıştır.

Raza & Jawaid (2012) ise Asya ülkelerini kapsayarak panel veri analizi yöntemi ile yurtdışındaki çalışanların transferleri ile hisse senedi gelişmişliği arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Yurtdışındaki çalışanların transferlerinin hisse senedi gelişmişliği üzerinde etkisi olmadığını sonucuna varmıştır. Polat (2018) gelişmiş ülkeler üzerinde 2002-2014 yılları arasında panel veri analizi yöntemi ile yurtdışındaki çalışanların transferleri ile hisse senedi gelişmişliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan testlerin sonucunda, bu iki değişkenin arasında hiçbir ilişki olmadığını belirlemiştir.

2.4.1.11. Ülke Kredi Notu

Ülke kredi notu ülke riskini değerlendirmek için kullanılan en yaygın ölçüttür. Ayrıca yatırımcılar ülke kredi notunu veya riskini hesaba katarak yatırım kararlarını almaktadırlar (Bayar, vd. 2013: 134). Bu nedenle sermaye piyasası gelişiminde önemli rol oynayan yabancı sermaye girişleri de etkilenmektedir.

Ampirik düzeyde Kaminsky & Schmukler (2002) gelişmekte olan 16 ülke üzerinde panel regresyon yöntemi ile ülke kredi notu ile hisse senedi piyasası performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ülke kredi notunun sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediğinin sonucuna varmıştır. Hooper, Hume, & Kim, (2008) 42 ülke üzerinde panel veri analizi yöntemini kullanarak; Bayar, vd. (2013) 17 ülke üzerinde panel veri analizi yöntemini kullanarak aynı sonuca varmıştır.

Brooks, vd. (2004), Martell (2005), Pukthuanthong, vd. (2007) ise olay inceleme yöntemi ile ülke kredi notu ile hisse senedi piyasası performansı arasındaki ilişkiyi

incelemişlerdir. Kredi notu düştüğünde hisse senedi piyasasının negatif yönde etkilendiğini, yükseldiğinde ise hisse senedi piyasası üzerinde hiçbir etkisi olmadığını bulmuşlardır.

2.4.2. Piyasaya İlişkin Faktörler

Bu başlığın altında literatürde piyasa devir hızı oranı (Turnover Ratio) ve piyasa likiditesi (Traded Value) şeklinde iki değişken kullanılmıştır. Yüksek likiditeye sahip sermaye piyasaları, yatırımcıların portföylerini hızlı ve ucuz maliyetle değiştirmelerini sağlar. Ayrıca yatırımcıların daha az riskli, daha uzun vadeli ve daha kârlı işlem yapmalarına izin verir (Garcia & Liu, 1999: 13).

Bu oranların ikisinin de sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. Garcia & Liu (1999), Naceur, vd. (2007), Yartey (2007), Yartey (2008), Kurach (2010), Nguyen & Hanh (2012), Şükrüoğlu & Nalin (2014) çalışmalarında panel veri analizi yöntemi ile piyasa likiditesi ve piyasa devir hızının sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif yönde bir etki yaptığını bulmuşlardır.

2.4.3. Kurumsal Kalite (Hukuki ve Siyasi Düzenleme)

Sermaye piyasaları gelişmişliği demokrasi, yolsuzluk, eğitim ve özgürlük gibi oranlardan etkilenmektedir (Ayaydın & Baltacı; 2013; Ayaydın vd. 2013; Bayar, 2016a; Horvath, 2017).

Ayaydın & Baltacı (2013) 49 gelişmekte olan ülke üzerinde 1996-2011 dönemine ait verilerden faydalanarak panel veri analizi yöntemi ile yolsuzluğun hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmışlardır. Yapılan testlerin sonucunda yolsuzluğun hisse senedi piyasasını olumsuz etkilediği açıklanmıştır.

Raza, vd. (2014) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemi ile 57 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi ele alarak bu ülkelerin finansal gelişmişliğinin belirleyicilerini test etmişlerdir. Çalışmalarında demokrasi endeksi ve hukuk üstünlüğü endeksi gibi değişkenler ile ülkelerin finansal gelişmişliği arasında anlamlı bir ilişki olduğunun sonucuna varmışlardır.

Bengtsson (2013) ise 98 ÷lke ÷zerinde 1992-2011 yıları arasında panel veri analizi kullanarak hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda siyası istikrar, hukukun üstünlüğü endeksi değışkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediğini belirlemiştir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ

Bu bölümde İslam İşbirliği Teşkilatı'nın kapsamı, bu teşkilatın dünya ekonomisindeki yeri, bu teşkilata üye ülkelerde sermaye piyasaların kuruluşu, tarihsel gelişimi ve gelişmişlik seviyesi ele alınacaktır.

3.1. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI'NIN KAPSAMI

İslam İşbirliği Teşkilatı Müslüman ülkelerin çıkarlarını korumak ve bu ülkelerin haklarını desteklemek amacı ile kurulmuş uluslararası bir örgüttür. Ülkeler, Müslüman çoğunluğa sahip olmak şartı ile İslam İşbirliği Teşkilatı örgütüne üye olarak kabul edilmektedir (OIC 2019). Bu bağlamda bu başlığın altında İslam İşbirliği Teşkilatı'nın kuruluş amacı, tarihsel gelişimi ve organları gibi konulara değinilecektir.

3.1.1. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Kuruluş Amacı

İslam İşbirliği Teşkilatı'nın belirli kuruluş amaçları bulunmaktadır. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın içtüzüğündeki amaçları aşağıdaki gibidir (OIC 2019):

- Üye devletler arasında kardeşlik ve beraberlik bağlarını güçlendirmek ve pekiştirmek
- Ortak çıkarları korumak ve üye devletlerin meşru gayelerini desteklemek; özellikle İslam dünyasının ve genel olarak uluslararası toplumun karşılaştığı zorluklar karşısında üye devletlerin çabalarını koordine etmek ve birleştirmek
- İç işlerinde özerklik hakkına saygı göstermek ve her üye devletin egemenliğine, bağımsızlığına ve toprak bütünlüğüne saygı göstermek

- Uluslararası hukuk temelinde ve ilgili uluslararası ve bölgesel kuruluşlarla işbirliği yaparak, saldırganlık sonucu işgal altındaki herhangi bir üye devletin tam egemenliğinin ve toprak bütünlüğünün iadesini desteklemek
- Üye devletlerin ortak çıkarlarını güvence altına almak için ülkelerin küresel politik, ekonomik ve sosyal karar alma süreçlerine aktif katılımını sağlamak
- Küresel barışı, güvenliği ve uyumu sağlamak için karşılıklı saygı ve iyi komşuluk temelli devletlerarası adalete dayanan ilişkileri teşvik etmek
- Birleşmiş Milletler Tüzüğü'nde ve uluslararası hukukta öngörülen halkların haklarını desteklemek
- Filistin halkını ve kendi kararını tayin etme hakkını desteklemek ve egemen devletin başkenti Kudüs olarak kurulmasını sağlamak
- Üye devletler arasında ekonomik ve ticari ilişkileri güçlendirmek; ortak İslami pazar kurmak
- Üye devletlerde sürdürülebilir ve kapsamlı bir insani gelişme ve ekonomik refah elde etmek için çaba göstermek
- İslam kültürünü tanıtmak ve İslam mirasını korumak
- İslam'ın gerçek imajını korumak ve savunmak
- Bilim ve teknolojiyi geliştirmek ve üye devletler arasında bu alanlarda araştırmayı ve işbirliğini teşvik etmek
- İslami aile değerlerinin korunmasının yanı sıra, kadın, çocuk, genç, yaşlı ve özel ihtiyacı olanların insan haklarını ve temel özgürlüklerini desteklemek ve korumak
- Ailenin toplumun doğal ve temel birimi olarak rolünü vurgulamak, korumak ve desteklemek
- Üye olmayan devletlerdeki Müslüman toplulukların ve azınlıkların haklarını, saygınlığını, dini ve kültürel kimliğini korumak
- Uluslararası alanda ortak ilgi alanlarına ilişkin birleşik pozisyonu korumak ve savunmak

- Terörizmle mücadele, organize suç, yasadışı uyuşturucu kaçakçılığı, yolsuzluk, kara para aklama ve insan kaçakçılığı konularında işbirliği yapmak;
- Doğal afetler gibi insani acil durumlarda işbirliği yapmak ve koordine olmak;
- Üye devletler arasında sosyal, kültürel ve istihbarat alanlarında işbirliğini teşvik etmektir.

3.1.2. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Tarihsel Gelişimi

İslam Konferansı Örgütü, Müslümanların üçüncü mukaddes mabedi olan ve İsrail'in işgali altındaki Kudüs'te bulunan Mescid-i Aksa'nın, 21 Ağustos 1969 tarihinde Avustralyalı radikal bir Yahudi tarafından kundaklanması sonrasında İslam dünyasında uyanan tepkiler üzerine, 22–25 Eylül 1969 tarihlerinde Rabat'ta ilk kez düzenlenen İslam Zirve Konferansı'nda alınan bir kararla kurulmuştur (MFA 2019).

1970 yılında Cidde'de yapılan ilk Dışişleri Bakanları Konferansı'nda örgütün daimî bir statüye kavuşturulması, sekretarya merkezinin Cidde'de olması ve kurucu genel sekreterliğe Malezya eski başbakanı Tunku Abdurrahman Putro el-Hac'ın getirilmesi konusunda anlaşmaya varılmıştır (OIC Gambia, 2019).

Mart 1972'de toplanan 3. Dışişleri Bakanları Zirvesi'nde Kuruluş Yasası kabul edilerek örgüte hukuksal kişilik kazandırılmıştır. Tüzük; üye devletler arasındaki dayanışmayı ve işbirliğini güçlendirmek için kuruluşun temel amaçlarını ve ilkelerini koymuştur. Fakat şimdiki tüzük 13-14 Mart 2008'de 11. Dakar zirvesinde belirlenmiştir. Son 40 yıl içerisinde üye sayısı 30 ülkeden 57 ülkeye yükselmiştir. Böylece İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT), dört kıtaya yayılmış 57 üye ülkesi ile Birleşmiş Milletlerden sonra en büyük organizasyon olmuştur (OIC 2019).

1978 yılında Mısır "Camp David" Anlaşmasını imzalamış ve Arap dünyasından dışlanmıştı. Bunun sonucunda Mısır'ın üyeliği askıya alınmıştır. 1980'lerde yapılan ve ilk zirve toplantısı olan 1984 Kazablanka Zirvesi'nde Mısır'ın daha önce askıya alınan üyeliği yeniden aktif hale getirilmiştir (Johnson, 2010).

Örgütün ismi 28-30 Haziran 2011 tarihlerinde Astana'da düzenlenen 38. Dışişleri Bakanları Konseyi (DBK) Toplantısı'nda İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) olarak değiştirilmiştir. Ağustos 2012 yılında Suriye'de başlayan savaş nedeniyle Suriye'nin

üyeliği askıya alınmıştır. Nisan 2016 yılında İstanbul Zirvesinde 10 yıllık (2016-2025 dönemi) planı kabul edilmiştir (OIC 2019).

3.1.3. İslam İşbirliği Teşkilatı'nın Organları

İslam İşbirliği Teşkilatı'nın 57 üye ülkesi vardır. Örgüt ve üye devletlerin kritik öneme sahip sorunlarını çözebilmek için Örgüt aşağıdaki Daimi Komiteleri kurmuştur (OIC 2019):

- Kudüs Komitesi; Kudüs sorunu göz önünde bulundurularak Arap-İsrail çatışması konusundaki tüm kararları uygulamak amacı ile 1972 yılında kurulmuştur.
- Enformasyon ve Kültürel İşler Daimi Komitesi; İslam'a ve Müslümanlara karşı yapılan haksız kampanyalarla yüzleşmek amacı ile 1981 yılında kurulmuştur.
- Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi; üye devletler arasındaki işbirliğini güçlendirmekle birlikte ekonomik ve ticari alanlardaki kararların uygulanmasını sağlamak amacı ile 1981 yılında kurulmuştur.
- Bilimsel ve Teknolojik İşbirliği Daimi Komitesi; bilim ve teknoloji alanlarındaki kararları takip etmek ve bu alanlarda üye devletler arsındaki işbirliğini güçlendirmek amacı ile 1981 yılında kurulmuştur.

Diğer taraftan İslam İşbirliği Teşkilatı organları aşağıdaki gibidir (OIC, 2019):

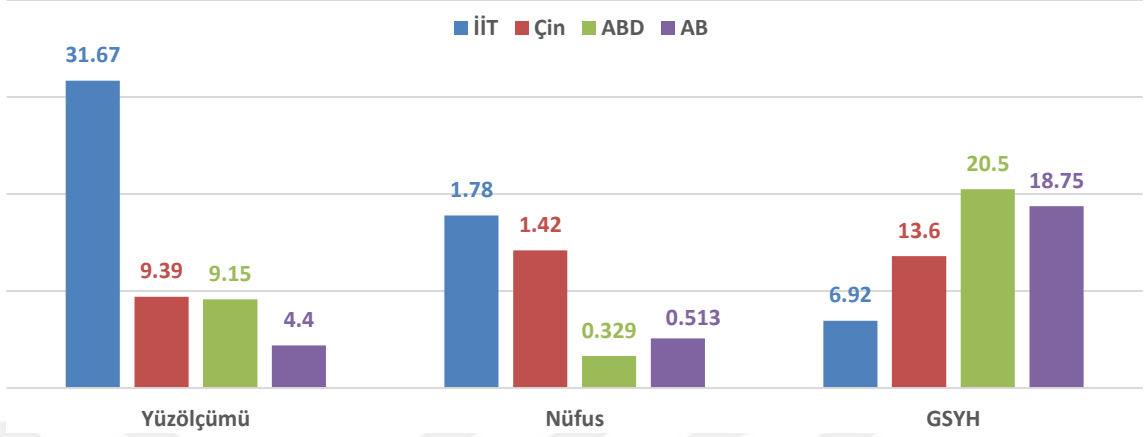
- **İslam Zirvesi;** krallar ve devlet başkanlarından oluşur ve örgütün en üst organıdır. İslam Zirvesi, iki yılda bir üye devletlerden birinde toplanır.
- **Dışişleri Bakanları Konseyi;** dışişleri bakanları konseyi, yılda bir kez üye devletlerden birinde toplanır.
- **Daimi Komiteler;** örgüte ve üye devletlere kritik öneme sahip sorunları iletmek için kurulan komitelerdir. Daimi Komiteler, krallar ve devlet başkanları tarafından yönetilir.
- **Yürütme Komitesi;** İslam zirvesi cari, önceki ve gelecek başkanı; dışişleri bakanları konseyi cari, önceki ve gelecek başkanı; genel sekreterlik ülkesi ve genel sekreterden oluşmaktadır.

- **Uluslararası İslam Adalet Divanı;** örgütün yargı organı olarak 1987 yılında Kuveyt'te kurulmuştur.
- **Bağımsız Daimi İnsan Hakları Heyeti;** İslami değerlere uygun olarak korunan medeni, siyasi, sosyal ve ekonomik hakları teşvik etmektedir.
- **Daimi Temsilciler Komitesinin ayrıcalıkları ve çalışma şekilleri,** dışişleri bakanları konseyi tarafından belirlenir.
- **Genel Sekreterlik;** örgütün icra kurulu başkanı ve örgütün istediği personel kadrosundan oluşmaktadır. Genel sekreter, dışişleri bakanları tarafından beş yılda bir yalnızca bir yenilenmek üzere seçilmektedir.
- **Yardımcı Organlar;** tüzüğe uygun olarak, dışişleri bakanları konseyinin onayından sonra, yardımcı organlar, ihtisas kurumları kurabilmektedir.
- **Uzmanlaşmış Kurumlar;** İslam zirvesi veya dışişleri bakanları konseyinin kararları doğrultusunda örgüt çerçevesinde düzenlenmektedir.
- **Bağlı Kurumlar;** amaçları örgütün tüzüğüne uyan ve dışişleri bakanları konseyi tarafından bağlı kuruluşlar olarak tanınan kuruluşlardır.

3.2. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNİN DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin yüzölçümü yaklaşık 31,67 milyon kilometre karedir. Yani dünyanın tüm ülkelerinin yüzölçümünün %21'ini temsil etmektedir. Diğer yandan bu ülkelerinin toplam nüfusu 1,78 milyardır. Bu da dünyanın toplam nüfusunun %24'ünü temsil etmektedir (World Data 2019). Ayrıca İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin 2018 gayri safi yurtiçi hasılası yaklaşık 7 trilyon dolardır. Yani dünya gayri safi yurtiçi hasılasının %8'ini oluşturmaktadır (World Bank 2019).

Şekil 3.1. İİT'nin Yüzölçümü, Nüfus ve GSYH Açısından Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması*



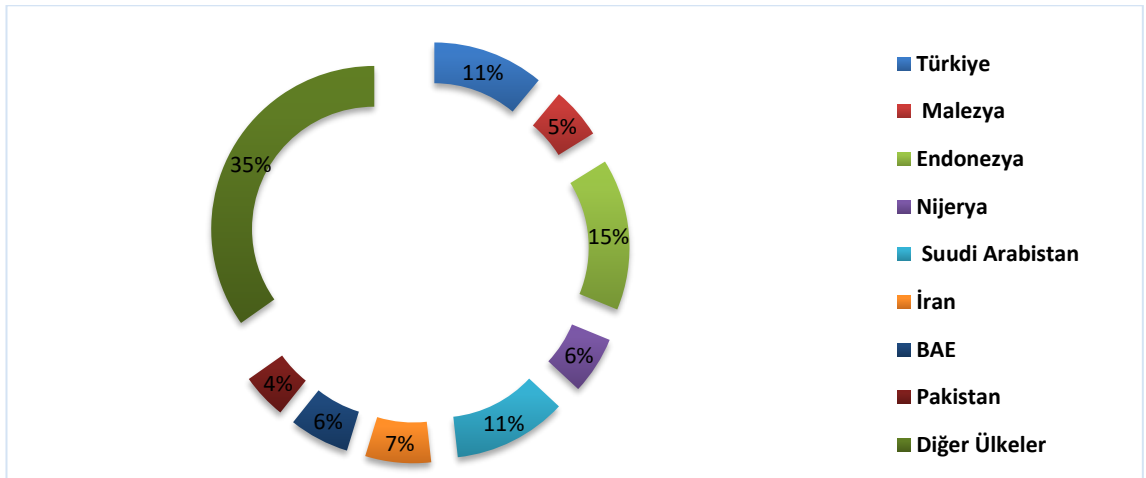
Kaynak: (World Data 2019; World Bank, 2019)

* Yüzölçümü milyon KM², Nüfus Milyar ve GSYH Trilyon Dolar cari fiyatları ile hesaplanmıştır.

Şekil 3.1. yüzölçümü, nüfus ve GSYH açısından İİT ülkeleri, Çin, ABD ve AB'nin karşılaştırılmasını göstermektedir. Buna göre İİT ülkelerinin toplam nüfusu ile yüzölçümü AB, Çin ve ABD'den daha fazla olmasına rağmen gayri safi yurtiçi hasılası AB, Çin ve ABD'den daha azdır.

2018 yılı GSYH verilerine göre Türkiye, Malezya, Endonezya, Nijerya, Suudi Arabistan, İran, Birleşik Arap Emirlikleri ve Pakistan, İİT ülkelerinin toplam GSYH'sinin %65'ine sahiptir (World Bank 2019).

Şekil 3.2. İİT Ülkelerinin Yurtiçi Hasılası

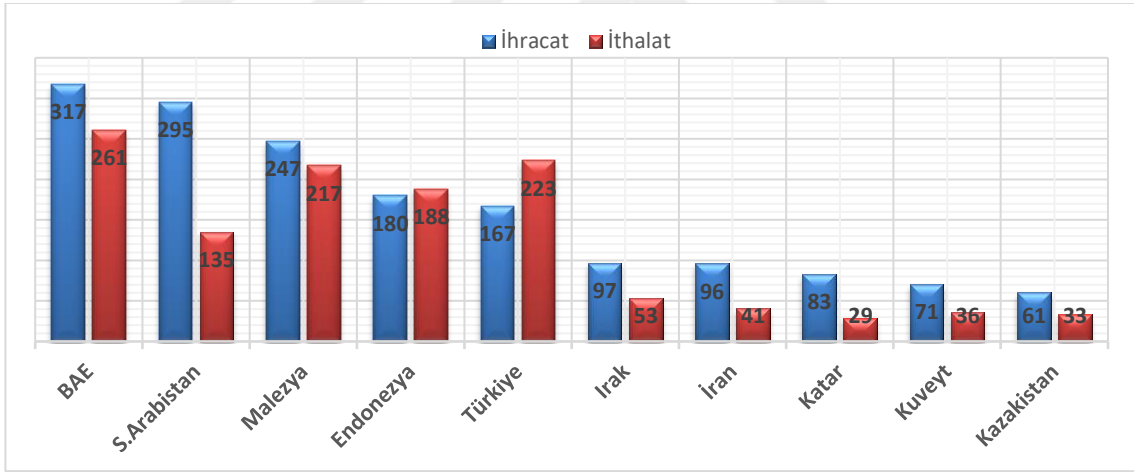


Kaynak: (World Bank 2019).

Şekil 3.2.'ye göre 2018 yılında Endonezya 1 trilyon dolar ile İİT ülkelerinin toplam GSYH'sinin %15'ini temsil ederek birinci sırada yer almıştır. Diğer taraftan, Suudi Arabistan 782 milyar dolarla İİT ülkelerinin toplam GSYH'sinin %11'ini temsil ederek ikinci sırada yer almıştır. Türkiye 766 milyar dolarla İİT ülkelerinin GSYH'sinin %11'ini temsil ederek üçüncü sırada yer almıştır. Diğer yandan Endonezya İİT ülkelerinin yüzölçümünün %6'sını temsil ederken nüfusunun %15'ini temsil etmektedir. Geride kalan ülkeler İİT ülkelerinin nüfusunun %60'ını ve yüzölçümünün %76'sını temsil etmesine rağmen bu ülkeler İİT ülkelerinin GSYH'sinin %35'ini temsil etmektedir.

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri 2018 yılında yaklaşık 1,85 trilyon dolar ithalat ve 2,07trilyon dolar ihracat yapmıştır. Yani İİT ülkelerinde %12 oran ile ihracatları ithalatlarını aşmaktadır (Trade Map 2019). Aşağıdaki şekilde en çok ihracat yapan 10 İİT ülkesi gösterilmiştir.

Şekil 3.3. En Çok İhracat Yapan 10 İİT Ülkesi 2018(Milyar Dolar)

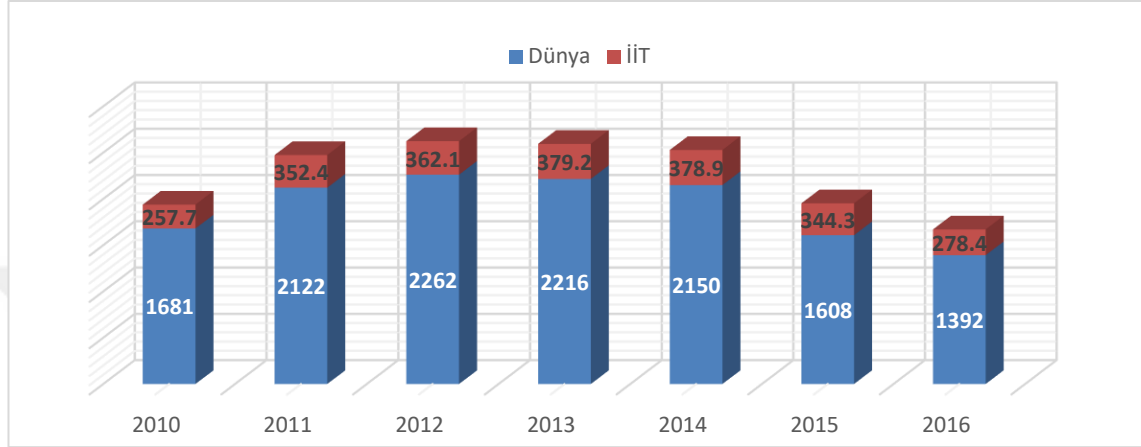


Kaynak: (Trade Map 2019)

Şekil 3.3.'e göre BAE 317 milyar dolar ihracat yaparak İİT ülkeleri içinde ihracatta birinci sırada yer almıştır. Aynı şekilde BAE 261 milyar dolarla İİT ülkelerinin en çok ithalat yapan ülkesi olmuştur. Diğer yandan Türkiye ile Endonezya bu 10 ülkenin ithalatı ihracatını aşan iki ülkesidir. Bu 10 ülkenin toplam ihracatları yaklaşık 1,614 trilyon dolardır. Diğer bir ifade ile bu 10 ülkenin ihracatları İİT ülkelerinin toplam ihracatlarının %78'ini temsil etmektedir.

İİT ülkeleri arasındaki ticaret ilişkilerini daha iyi anlamak için aşağıdaki şekilde İİT ülkelerinin örgüt ülkelere yaptığı ihracat rakamları gösterilmiştir. Buna göre İİT ülkelerinin örgüt ülkelere yaptığı ihracatın dünyanın kalan diğer ülkelerinin örgüt ülkelere yaptığı ihracattan oldukça az olduğu görülmektedir

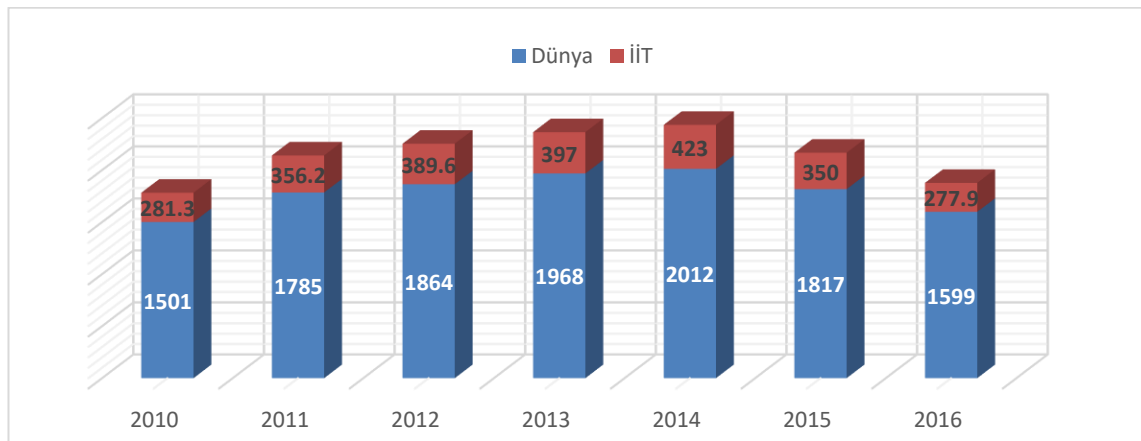
Şekil 3.4. İİT Ülkelerinin Örgüt Ülkelerine Yaptığı İhracat Miktarı (Milyar Dolar)



Kaynak: (Islamic Centre for Development of Trade, 2017: 7-9)

Şekil 3.5.'de İİT ülkelerinin örgüt ülkelerinden yaptığı ithalat rakamları gösterilmiştir. Buna göre İİT ülkelerinin örgüt ülkelerinden yaptığı ithalatın dünyanın kalan diğer ülkelerinden yaptığı ithalattan oldukça az olduğu görülmektedir.

Şekil 3.5. İİT Ülkelerinin Örgüt Ülkelerinden Yaptığı İthalat Miktarı (Milyar Dolar)



Kaynak: (Islamic Centre for Development of Trade, 2017: 7-9)

Yukarıdaki iki şekilden de anlaşılacağı üzere İİT ülkeleri arasındaki ticari faaliyetlerin zayıf olduğu söylenebilir. Örneğin 2016 yılında İİT ülkelerinin ihracat

mallarının sadece %20'si İİT ülkeleri tarafından ithal edilmiştir; diğer taraftan 2016 yılında İİT ülkelerinin ithal mallarının %17'si İİT ülkelerinden satın alınmıştır (Islamic Centre for Development of Trade, 2017: 7-9).

İİT ülkelerinin malları dünyanın dört bir yanına gönderilmekte ve satılmaktadır. Diğer yandan İİT ülkeleri örgüt dışından da mal ithal etmektedir. Aşağıdaki Tablo 3.6.'da İİT ülkelerinin mallarını en çok ithal eden ülkeler ve İİT ülkelerine en çok ihracat yapan ülkeler gösterilmiştir. Buna göre Çin 489 milyar dolarla İİT ülkeleri ile en çok ticaret yapan ülkelerin başında yer almıştır. ABD ise 224 milyar dolarla listenin ikinci sırasında yer almıştır.

Tablo 3.1. İİT Ülkelri ile en Çok Ticaret Yapan Ülkeler (2018)

İthal Eden Ülkeler	İthalat (Milyar \$)	İhraç Eden Ülkeler	İhracat (Milyar \$)
Çin	178	Çin	311
Hindistan	104	ABD	121
ABD	103	Hindistan	85
Singapur	68	Almanya	80
Japonya	65	Japonya	75
İtalya	64	Rusya	68
Kore	60	Singapur	59
Almanya	51	Kore	58
İspanya	47	Fransa	58
Fransa	46	İtalya	56

Kaynak: (Trade Map 2019)

İİT ülkeleri 2018 yılında günde 42,3 milyon varil petrol üreterek, dünya petrol üretiminin %42'sine sahiptir. Ayrıca İİT ülkelerinden 10 ülke en çok petrol üreten 20 ülke listesinde yer almıştır. Aşağıdaki tabloda dünyanın en çok petrol üreten 20 ülkesi gösterilmiştir. Buna göre Suudi Arabistan 12,4 milyon varil üreterek listenin ikincisi olmuştur. Ayrıca İİT ülkelerinin en çok üreten 10 ülkesi⁸, İİT ülkelerinin 2018 yılının petrol üretiminin %87'sini üretmiştir. Ayrıca bu 10 ülkenin petrol üretimi dünyanın petrol üretiminin %36'sını temsil etmektedir.

⁸ Bu ülkeler: Suudi Arabistan, Irak, İran, BAE, Kuveyt, Nijerya, Kazakistan, Katar, Cezayir ve Libya

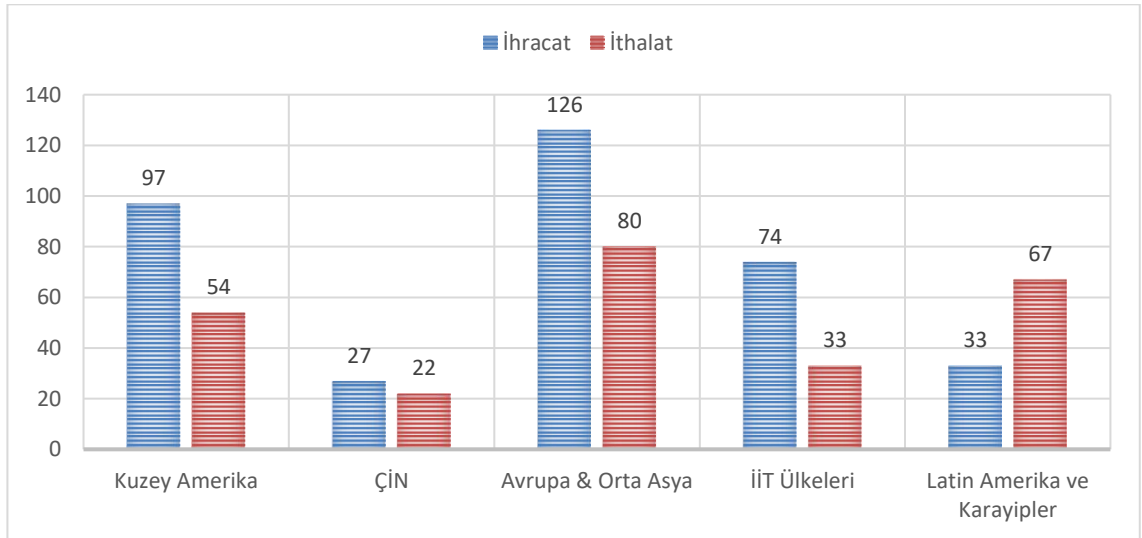
Tablo 3.2. Dünyanın En Çok Petrol Üreten 20 Ülkesi (2018, Günlük Milyon Varil)

Sıra	Ülke	Üretim	Sıra	Ülke	Üretim
1	ABD	17,9	11	Meksika	2,08
2	Suudi Arabistan	12,4	12	Nijerya	2,05
3	Rusya	11,4	13	Kazakistan	1,95
4	Kanada	5,3	14	Katar	1,94
5	Çin	4,8	15	Norveç	1,86
6	Irak	4,6	16	Angola	1,65
7	İran	4,5	17	Cezayir	1,57
8	BAE	3,8	18	Venezuela	1,52
9	Brezilya	3,4	19	BK	1,16
10	Kuveyt	2,9	20	Libya	1,07

Kaynak: (EIA 2019)

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin gıda ürünleri ihracatı incelendiğinde 2017 yılı itibariyle 74 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer yandan İİT ülkelerinin gıda ürünlerinin ithalatı 32,5 milyar dolardır. Diğer bir ifade ile İİT ülkelerinin gıda sektöründe dış ticaret fazlası bulunmaktadır. Aşağıdaki grafikte Çin, Avrupa ve Orta Asya, Latin Amerika ve İİT ülkelerinde ithalat-ihracat rakamları gösterilmiştir.

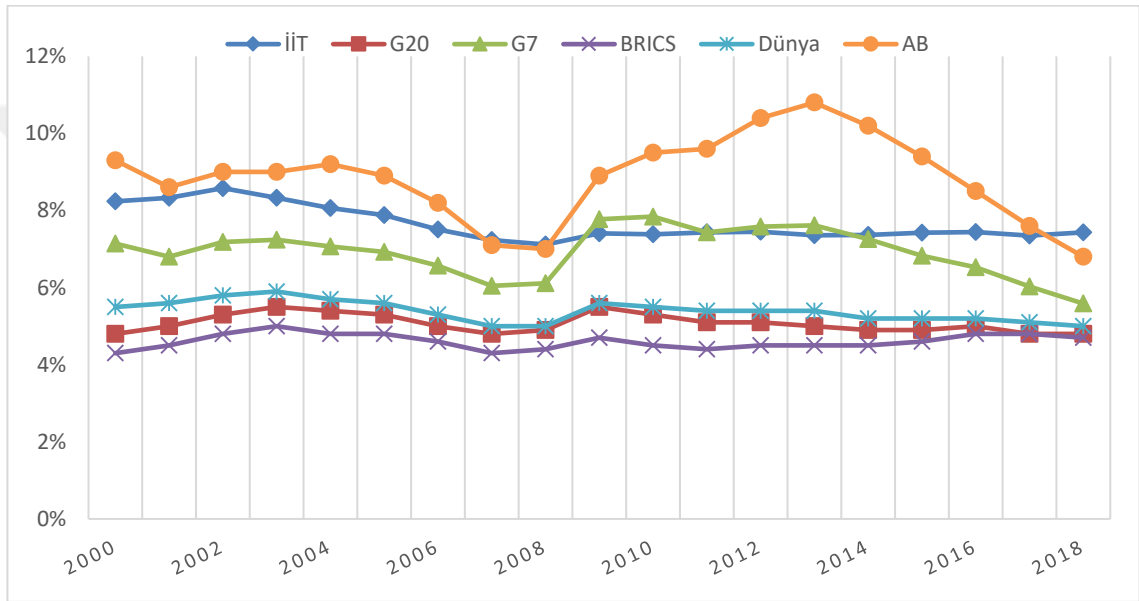
Şekil 3.6. Gıda Ürünleri İhracat-İthalat Karşılaştırılması (2017, Milyar Dolar)



Kaynak: (WITS 2019)

İİT ülkelerinde işsizlik oranı incelendiğinde, dünya ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Şekil 3.7’de Uluslararası Çalışma Örgütü tarafından yapılan dünya ülkeleri için işsizlik oranı tahminleri gösterilmiştir. Buna göre İİT ülkelerinde işsizlik oranı dünya ülkelerinin, BRICS⁹ ülkelerinin ve G20¹⁰ ülkelerinin işsizlik oranının üzerindedir. Diğer taraftan İİT ülkelerinin işsizlik oranının 2008 Mortgage krizinden az etkilendiği, buna karşın özellikle gelişmiş ülkelerin işsizlik oranının 2008 Mortgage krizinden büyük ölçüde etkilendiği görülmektedir (SESRIC, 2018:13).

Şekil 3.7. İİT Ülkelerinde ve Dünyada İşsizlik Oranı (2000-2018)



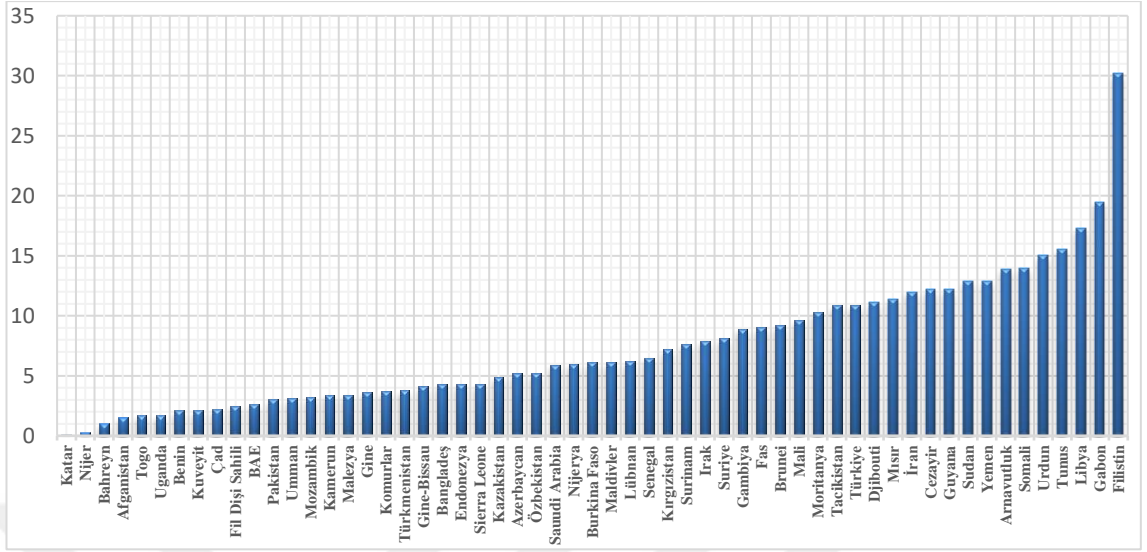
Kaynak: (International Labour Organization, 2019)

Diğer yandan İİT ülkelerinin bir kısmında işsizlik oranı yüksekken, diğer kısmında ise işsizlik oranı düşüktür. Şekil 3.8’de işsizlik oranının en yüksek ve en düşük olduğu İİT ülkeleri gösterilmiştir. Buna göre İİT ülkeleri arasında Filistin en yüksek işsizlik oranına sahip ülke iken, Katar en düşük işsizlik oranına sahip ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer taraftan Türkiye %10,9 işsizlik oranı ile en yüksek işsizlik oranına sahip ülkeler arasında 15. sırada yer almaktadır.

⁹ Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika ekonomileri

¹⁰ ABD, Almanya, Arjantin, Avustralya, Brezilya, Çin, Endonezya, Fransa, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada, Meksika, Suudi Arabistan, Rusya ve Türkiye

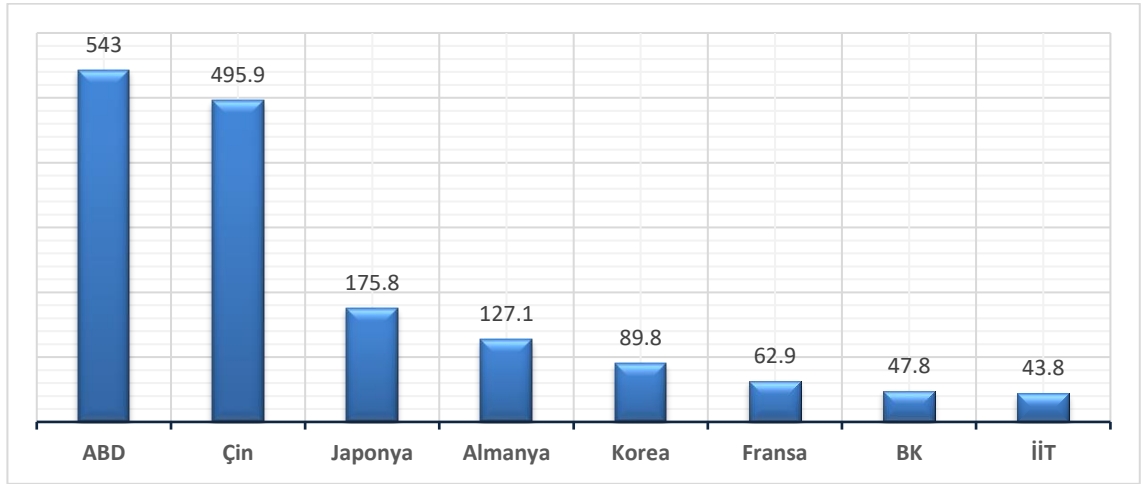
Şekil 3.8. İİT Ülkelerinde İşsizlik Oranının (2018, %)



Kaynak: (International Labour Organization, 2019)

Şekil 3.9’da İİT 15 ülkesinin¹¹ ve seçilmiş ülkelerin 2017 yılında yaptığı Ar-Ge harcamalarının karşılaştırılması gösterilmiştir. Buna göre İİT ülkelerinde Ar-Ge harcamaları diğer ülkelere nazaran düşüktür.

Şekil 3.9. İİT Ülkelerinde ve Seçilmiş Ülkelerde Ar-Ge Harcamaları 2017 (Milyar \$)

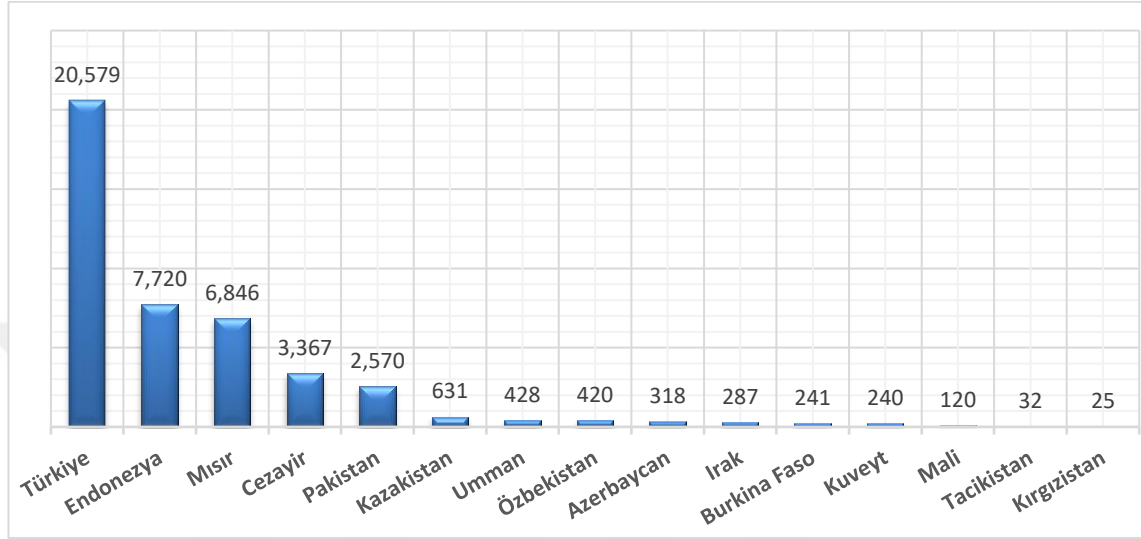


Kaynak: (UIS Statistics, 2019)

¹¹ Bu ülkeler Türkiye, Endonezya, Mısır, Cezayir, Pakistan, Kazakistan, Umman, Özbekistan, Azerbaycan, Irak, Burkina Faso, Kuveyt, Mali, Tacikistan ve Kırgızistan’dır.

Şekil 3.10’da İİT ülkelerine göre 2017 yılı Ar-Ge harcamaları gösterilmiştir. Buna göre Türkiye Ar-Ge için 2017 yılında İİT ülkeleri arasında en çok harcama yapan ülke olmuştur. Türkiye’yi ise Endonezya ve Mısır takip etmektedir.

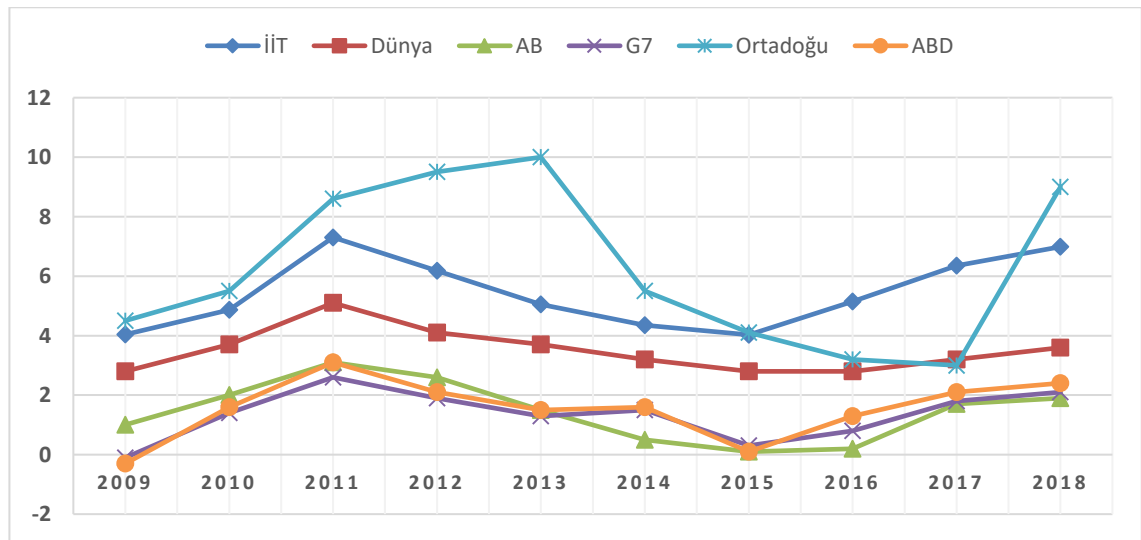
Şekil 3.10. İİT Ülkelerinde Ar-Ge Harcamaları 2017 (Milyon \$)



Kaynak: (UIS Statistics, 2019)

İİT ülkelerinde enflasyon oranı incelendiğinde dünya ülkelerinin enflasyon oranı ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Şekil 3.11’de İİT ülkelerinde ve seçilmiş ülkelerde enflasyon oranı gösterilmiştir.

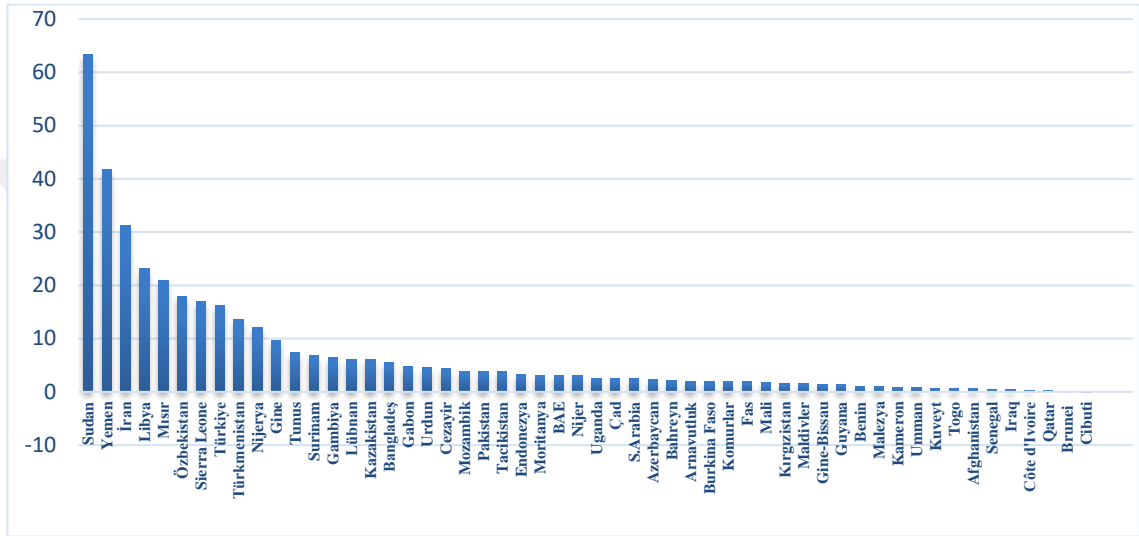
Şekil 3.11. İİT ve Dünya Ülkelerinde Enflasyon Oranı



Kaynak: (IMF, 2019)

Şekil 3.12’de enflasyon oranının en yüksek ve en düşük olduğu İİT ülkeleri gösterilmiştir. Buna göre bazı İİT ülkelerinin yüksek enflasyonla mücadele ettiği söylenebilir. Bu anlamda Sudan, Yemen, İran gibi ülkeler enflasyonun en yüksek olduğu İİT ülkeleri olarak öne çıkarken; Cibuti, Brunei, Katar gibi ülkeler enflasyonun en düşük olduğu İİT ülkeleri olarak öne çıkmaktadır. Türkiye ise yine enflasyonun yüksek olduğu ülkeler arasında yer almaktadır.

Şekil 3.12. İİT Ülkelerinde Enflasyon Oranı (2018, %)



Kaynak: (IMF, 2019)

3.3. İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNDE SERMAYE PİYASALARININ KURULUŞU VE GELİŞİMİ

Bu başlığın altında, İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasalarının kuruluşu ve İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasalarının gelişmişliği konularına değinecektir.

3.3.1. İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Kuruluşu

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin çoğunda sermaye piyasaları eski tarihlere dayanmamaktadır. İİT ülkelerinin en eski borsalarından biri olan Mısır Borsasının tarihi, İskenderiye şehrinde 1883 yılına kadar uzanır, fakat ilk borsa Kahire borsası olarak 1903 yılında kurulmuştur. 1907 yılında listelenmiş şirket sayısının 228 ve piyasa değerinin 91

milyon Mısır Poundu olduğu bilinmektedir. 20. yüzyılın yirmilerinde ve kırklarında dünyanın en aktif 5. Borsası olmuştur. 19. Yüzyılın atmışlarında Mısır firmalarının kamulaştırılması sonucunda 1992 yılına kadar yavaşlama süreci yaşamıştır. 1992 yılında bu iki borsa (Kahire & İskenderiye borsaları) Mısır borsası olarak yeniden aktif hale gelmiştir (SIS 2013).

Türkiye’de ilk borsacılık faaliyetleri 1854 Kırım Savaşı'na dayanmaktadır. Bu savaşla başlayan Osmanlı borçları nedeniyle çıkartılan tahviller İstanbul’da alınıp satılmaya başlanmıştır. 1866 yılında da Osmanlı'dan alacaklı devletlerin de desteğiyle İstanbul’da kurulan borsa, 1873 yılında çıkarılan bir nizamnameyle “Dersaadet Tahvilat Borsası” adını almıştır. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşundan sonra 1929 yılında bazı düzenlemeler yapılmış, menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunu çıkarılmıştır. Atatürk tarafından yeni cumhuriyetin ilk şirketlerinden olan İş Bankası halka açık olarak kurulmuştur. Daha sonra Merkez Bankası da halka açık olarak kurulmuştur. 1985 yılında “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” İMKB adı ile kurulmuştur. 1989 yılında 104 milyon dolarlık Türkiye Fonu kurulması ile birlikte yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapabilme ve kârlarını transfer etme imkânı veren karar çıkarılmıştır. 2013 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ve İstanbul Altın Borsası birleşerek “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” olan adı, "Borsa İstanbul" olarak değiştirilmiştir (Borsa İstanbul 2019).

Endonezya’daki ilk Menkul Kıymetler Borsası, “Dutch East Indies” firması tarafından 1912 yılında Batavia’da (şu anda Jakarta) kurulmuştur ve sonra Jakarta Borsası olarak adlandırılmıştır. 1925-1942 yılları arasında Semarang ve Surabaya şehirlerinde yeni borsalar kurulmuştur. 2007 yılında bu üç borsa birleşerek Endonizya Borsası (Indonesia Stock Exchange) ortaya çıkmıştır (IDX 2019).

1930 Yılında kurulan Singapur Menkul Kıymetler Borsası Birliği Malezya’daki ilk resmi menkul kıymetler borsası olarak bilinmektedir. Malezya Borsası (Stock Exchange of Malaysia) 1964 yılında kurulmuştur. 1965 yılında Singapur Malezya’dan ayrılarak Singapur ve Malezya Borsası (The Stock Exchange of Malaysia and Singapore) ismi ile değiştirilmiştir. 1973 yılında Malezya ve Singapur Borsası bölünerek Kuala Lumpur Borsası (Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad) ve Singapur Borsası (The Stock Exchange of Singapore) olarak iki borsaya ayrılmıştır. 2004 yılında Kuala Lumpur

Borsası, Borsa Malezya (Bursa Malaysia Berhad) ismi ile adlandırılmıştır. 2016 yılında Borsa Malezya en iyi İslami Finans ödülünü almıştır. Borsa Malezya Asya'nın en büyük borsaları arasında yer almaktadır (Bursamalaysia 2019).

1970'lerde Suudi Arabistan'da menkul kıymetlerin alım-satımı gayri resmi olarak yapılmaktaydı. Ancak 1984 yılında devlet tarafından alım-satım işlemlerinin Suudi Arabistan Para Müessesine (Ministerial Committee) devredilmesi, Suudi Arabistan'da sermaye piyasasının gerçek başlangıcı sayılmaktadır. 2003 yılında devlet tarafından Sermaye Piyasası Kurumu oluşturulmuştur. 2007 yılında Suudi Arabistan Borsası (Tadawul) ismini almıştır (Ghias 2018).

Ürdün'de Amman borsası 1999 yılında kurulmuştur. Sonra 2017 yılında kamuya ait anonim şirketi olarak tescil edilmiştir. Azerbaycan Borsası 2000 yılında kurulmuştur. Azerbaycan Borsası'nda ilk hisse senedi ticareti 2004 yılında gerçekleşmiştir. Suriye borsası 26 şirketle 2009 yılında kurulmuştur (ASE, 2019; BSE, 2019; DSE, 2019). Cezayir Borsası 1997 yılında kurulmuştur (SGBV, 2019). Fakat Cezayir'deki borsanın etkin olmadığı söylenebilir. Örneğin 2017 yılında Cezayir'de piyasa kapitalizasyonu (hisse senetlerinin değerinin GSYH'ye oranı) oranı %0.21 değerindedir (World Bank, 2019).

Bahreyn'de ilk borsa "Bahrain Bourse" ismi ile 1987 yılında kurulmuştur. 2010 yılında Bahreyn borsası "Bahrin Stock Exchange" ismini alarak "Bahrain Bourse" borsası yerine geçmiştir. Oman Borsası "Maskat Stock Exchange" 1988 yılında kurulmuştur. Oman borsası özsermayesinin %60'ını bankalarda ve aracı kurumlarda tutmakta olup diğer kısmı ile yatırım yapmaktadır (Bahrain Bourse, 2019; Muscat Securities Market, 2019).

Katar borsası 1995 yılında kurulmuştur. Fakat 1997 yılında resmi olarak başlamıştır. 2001 yılında borsada işlemler elektronik ortamda yapılmaya başlamıştır. 2007 yılında Katar borsası dünya borsalar federasyonuna katılmıştır. Kuveyt'te ilk borsa 1983 yılında kurulmuştur. Fakat şimdiki "Boursa Kuwait" ismi ile 2016 yılından itibaren başlamıştır (Qatar Stock Exchange, 2019; Boursa Kuwait, 2019).

İran'da Tahran borsası 1967 yılında kurulmuştur. İlk yıl borsada sadece 6 şirketin hisse senetleri listelenmiştir. Ardından devlet tahvili ve devlete ait bazı sertifikalar piyasada işlem görmeye başlamıştır. 1967-1978 yıllar arasında listelenmiş şirket sayısı

6'dan 105'e yükselmiştir. Dolayısıyla borsanın değeri 15 milyondan 34 milyon İran Riyaline yükselmiştir. 1979-1988 yılları arasında İran devrimi ve İran-İrak savaşı nedeni ile borsa değerinde büyük bir küçülme yaşanmıştır. 1992 yılında dünya borsalar federasyonuna katılmıştır. 2001-2004 yıllar arasında borsaya yoğun ilgi olmuştur. 2010 yılında borsada future sözleşmeleri ilk defa işlem görmüştür. İran'ın diğer borsası ise "Iran Fara Bourse" borsası 2008 yılında kurulmuştur (Tehran Stock Exchange, 2019).

Kazakistan Borsası, Kazakistan Sovyetler Birliği'nden bağımsızlığını ilan ettikten iki yıl sonra yani 1993 yılında kurulmuştur. Aynı yılda yeni para birimi "Tenge" Rusya Rublesi yerini alarak dolaşıma girmiştir. Ardından bu yeni para birimi dolar karşısında Kazakistan Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. 2018 yılında borsadaki hisse senedi sayısı 5 milyona ulaşmıştır (MAB, 2019).

Tunus Borsası "Bourse de Tunis" 1969 yılında kurulmuştur. Fakat Tunus Borsası 1995 yılına kadar sermaye piyasasının sorumluluğu altında kalmıştır. Bu tarihten sonra Tunus Borsası özelleştirme sürecine girmiştir. 1996-1997 yıllarında Tunus Borsası zorluklarla karşılaşmıştır. Bu nedenle 1998 yılında yeni düzenlemeler uygulanmıştır (EIIFF, 2019). Fas Borsası "Office de Compensation des Valeurs Mobilières" ismi ile 1929 yılında kurulmuştur. 1967 yılında borsaya ilişkin düzenlemeler ve yeni reformlar yapılmıştır. 2000 yılında ismini değiştirerek "Casablanca Stock Exchange" ismini almıştır (Bourse, 2019).

Beyrut Borsası, 1920 yılında Fransız Komisyon Üyesinin kararı ile kurulmuştur. Dolayısıyla Ortadoğu bölgesindeki en eski borsalar listesinde ikinci sırada yer almaktadır. Başlangıçta borsanın işlemleri altın ve döviz kuru ticareti ile sınırlıydı. 1930'lu yılların başında, bazı kamu hizmetlerini ve sektörlerini (demiryolları, iletişim, posta...) işletmek ve yönetmek için Fransız yetkisi altında kurulan özel şirketlerin paylarını kapsayacak şekilde ticaret genişletilmiştir. Bu firmaların hisselerinin bir kısmı hem Beyrut Borsası hem de Paris Borsasında "Bourse de Paris" aynı anda listelenmiştir. 1950'lerde ve 1960'larda, Lübnan ekonomisinin önemli derecede gelişmesi ile birlikte çeşitli sanayi, bankacılık ve hizmet şirketleri hisse senetlerini Beyrut Borsasında listelemiştir ve böylelikle bölge piyasalarının ön sıralarında yer almıştır. 1975 yılında Lübnan'da iç savaş başlaması nedeni ile borsadaki faaliyetler yavaşlamaya başlamış ve 1983 yılında tamamen durdurulmuştur. 1996 yılında ticaret faaliyetleri yeniden başlatılmıştır. 2006

yılında yeni sistem uygulayarak brokerlerin borsadaki listelenen menkul kıymetlerle kendi ofislerinden “uzaktan” işlem yapmalarını sağlanmıştır. 2008 yılında Beyrut Borsası, borsada internet üzerinden menkul kıymetlerin alım satımı yapılmasına karar vermiştir (Beirut Stock Exchange, 2019).

BAE’de Dubai Borsası ve Abu Dabi Borsası adı altında iki borsa bulunmaktadır. Her iki borsa da 2000 yılında kurulmuştur. Kurulmasından 2005 yılına kadar Dubai Borsası, dünyada en hızlı büyüyen borsa olmuştur. (Dubai Financial Market , 2019).

Nijerya Borsası “Lagos Stock Exchange” ismi ile 1960 yılında kurulmuştur. 1961 yılında listelemiş 19 şirketinin hisse senetleri işlem görmeye başlamıştır. 1977 yılında Nijerya Borsası ismini değiştirerek şimdiki ismini “Nigerian Stock Exchange” almıştır. 2007 yılında borsadaki hisse senetlerinin değeri 125 milyar dolara ulaşmıştır (EIIFF, 2019).

Bangladeş Borsası 1954 yılında “East Pakistan Stock Exchange Association Limited” ismi ile kurulmuştur. Fakat resmi olarak 1956 yılında menkul kıymet ticareti başlamıştır. Bangladeş Borsası halka açık bir şirket olarak 1962 yılında “East Pakistan Stock Exchange Ltd” ismini almıştır. 1964 yılında “Dacca Stock Exchange Ltd” ismini almıştır. Daha sonra şimdiki “Dhaka Stock Exchange” ismini almıştır (Dhaka Stock Exchange, 2019).

Pakistan Borsası 1947 yılında kurulmuştur. Fakat resmi olarak 1949 Karaçi Borsası (Karachi Stock Exchange) ismi altında başlamıştır. 1970 yılında Lahor şehrinde Pakistan’ın ikinci borsası kurulmuştur. Ülkenin kuzey kesimlerinin yatırımcılarına yatırım hizmetleri sunmak amacıyla, 1989 yılında İslamabad şehrinde Pakistan’ın üçüncü borsası kurulmuştur. 2016 yılında bu üç borsa işlemlerini birleştirerek Pakistan Borsası şimdiki “Pakistan Stock Exchange Limited” ismini almıştır. Pakistan Borsasının hisse senetlerinin %40’ı Şanghai Menkul Kıymetler Borsası, Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası ve Çin Finansal Vadeli İşlemler Borsasına ait, diğer kısmı ise yerli ve yabancı yatırımcılara aittir (Pakistan Stock Exchange, 2019).

Tablo 3.3.’de İİT Ülkelerindeki borsalar ile ilgili genel bilgiler verilmiştir. Buna göre İİT ülkelerinin çoğunda borsaların yeni kurulmuş olduğu ve az sayıda şirketten oluştuğu görülmektedir. Dolayısıyla İİT ülkelerinde sermaye piyasaları küçük ve az gelişmiş piyasalardır.

Tablo 3.3. İİT Ülkelerinin Borsaları ile İlgili Genel Bilgiler (2018)

Ülke	Borsa İsmi	Kuruluş Tarihi	Şirket Sayısı
Endonezya	Endonezya Menkul Kıymetler Borsası	1912	619
Lübnan	Beyrut Borsası	1920	10
Fas	Kazablanka Borsası	1929	110
Pakistan	Pakistan Menkul Kıymetler Borsası	1947	558
Bangladeş	Dakka Borsası	1954	311
Nijerya	Nijerya Menkul Kıymetler Borsası	1960	164
İran	Tahran Borsası	1967	323
Tunus	Tunus Borsası	1969	82
Malezya	Malezya Menkul Kıymetler Borsasıdır	1973	912
Kuveyt	Kuveyt Menkul Kıymetler Borsası	1983	176
Türkiye	Borsa İstanbul	1985	378
Bahreyn	Bahreyn Menkul Kıymetler Borsası	1987	44
Oman	Maskat Menkul Kıymetler Piyasası	1988	116
Mısır	Mısır Borsası	1992	250
Kazakistan	Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası	1993	110
Kırgızistan	Kırgız Menkul Kıymetler Borsası	1994	29
Bangladeş	Chittagong Borsası	1995	282
Filistin	Filistin Borsası	1995	48
Katar	Katar Borsası	1995	46
Cezayir	Cezayir Borsası	1997	5
Ürdün	Amman Borsası	1999	195
Azerbaycan	Bakü Borsası	2000	-
BAE	Abu Dabi Menkul Kıymetler Borsası	2000	70
BAE	Dubai Finans Piyasası	2000	67
Kamerun	Douala Menkul Kıymetler Borsası	2001	-
Arnavutluk	Tiran Borsası	2002	-
Suudi Arabistan	Suudi Menkul Kıymetler Borsası	2003	200
Irak	Irak Menkul Kıymetler Borsası	2004	30
Libya	Libya Menkul Kıymetler Borsası	2007	-
İran	Iran Fara Borsası	2008	114
Suriye	Şam Menkul Kıymetler Borsası	2009	26

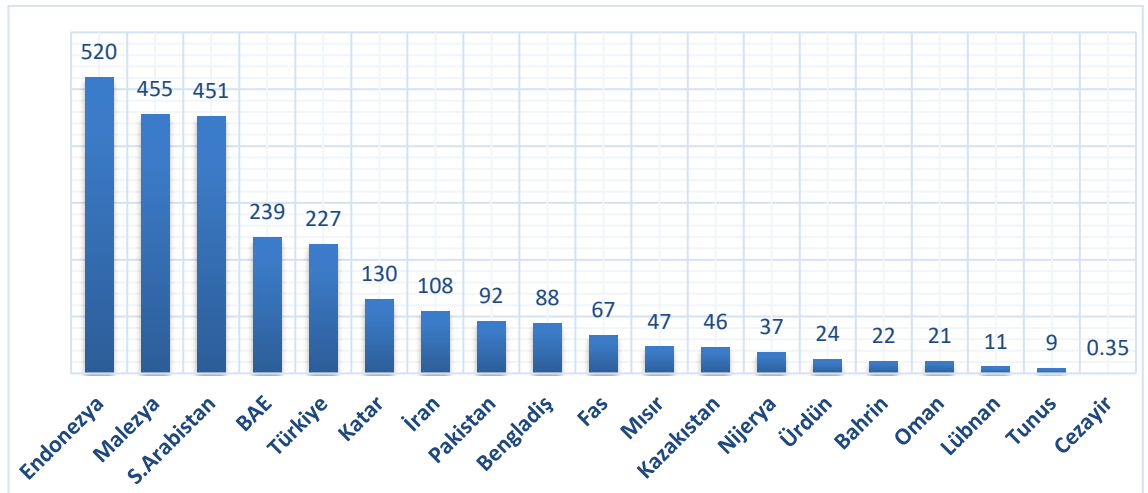
Kaynak: (World-Exchanges 2019)

3.3.2. İslam İşbirliği Teşkilatı Ülkelerinde Sermaye Piyasalarının Gelişmişliği

İİT ülkelerinde sermaye piyasalarının gelişmişliğini boyut ve etkinlik ölçütlerine göre değerlendirmek mümkündür. Bu bağlamda 2017 yılına ait sadece 19 ülkenin¹² verileri yayınlandığı için bu ülkeler üzerinden değerlendirme yapılmıştır. Boyut ölçütlerinden hisse senedi piyasası büyüklüğü ve hisse senedi piyasası likiditesi göstergeleri kullanılmıştır. Etkinlik ölçütünde ise piyasa devir hızı göstergesi kullanılmıştır.

World Bank (2019) verilerine göre İİT ülkelerinin sermaye piyasaları büyüklük bakımından Asya ve Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarına göre küçük piyasalardır. Aşağıdaki Şekil 3.13.'de İİT ülkelerinde hisse senedi piyasalarının büyüklüğü (piyasadaki hisse senetlerinin toplam değeri) gösterilmiştir. Buna göre Endonezya piyasası yaklaşık 500 milyar dolarla ilk sırada yer almıştır. Malezya ile Suudi Arabistan ise yaklaşık 450 milyar dolarla ikinci sırada yer almışlardır. Piyasada listelenmiş şirket sayısının hesaba katacak olursak Suudi Arabistan piyasasının hisse senetleri daha değerlidir. Dolayısıyla Suudi Arabistan'ın şirketlerinin piyasa değeri diğer ülkelere göre daha yüksektir. Diğer taraftan Cezayir 0.35 milyar dolarla piyasada listenin altında yer almışlardır. Türkiye ise 227 milyar dolarla beşinci sırada yer almıştır. Fakat Türkiye'de listelenmiş şirket sayısı Endonezya ve Malezya'ya göre daha azdır.

Şekil 3.13. Piyasa Kapitalizasyonu (2017, Milyar Dolar)

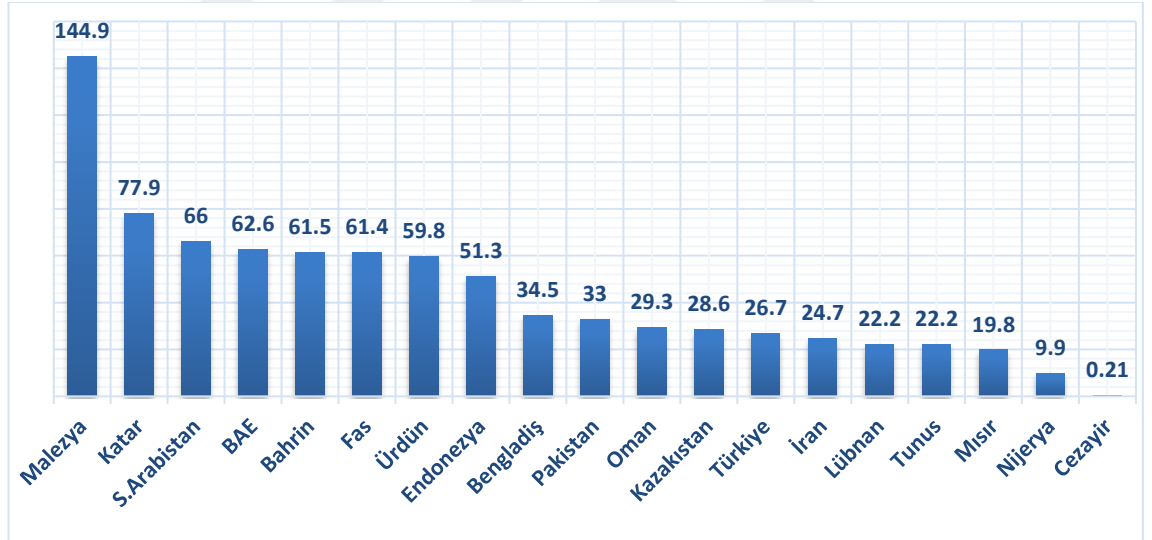


Kaynak: (World Bank 2019)

¹² Bu ülkeler BAE, Bahrin, Bangladeş, Endonezya, Fas, Cezayir, İran, Katar, Kazakistan, Lübnan, Malezya, Mısır, Nijerya, Oman, Pakistan, Suudi Arabistan, Tunus, Türkiye ve Ürdün'dür.

Yukarıdaki şekil ülkelerin ekonomisini hesaba katmaksızın piyasa büyüklüğünü göstermektedir. Bu nedenle de piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranını kullanmak daha uygun görülmüştür. Böylece piyasanın ekonomideki yerini görmek mümkündür. Aşağıdaki Şekil 3.14.'de İİT ülkelerinde piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı gösterilmiştir. Buna göre Malezya'nın piyasa büyüklüğü GSYH'nin %144.9 oranı ile ilk sırada yer almıştır. Cezayir ise %0.21 oranı ile ekonomisine göre en küçük piyasa büyüklüğüne sahip ülkedir. Bu göstergenin önceki göstergeden farkı ülkenin ekonomik büyüklüğünü hesaba katarak piyasa büyüklüğünü göstermesidir. Örneğin önceki göstergede Endonezya ilk sırada yer alırken, bu göstergede Endonezya orta seviyelerde yer almıştır. Yani Endonezya İİT ülkelerinin arasında en büyük piyasaya sahip ülke iken, kendi ekonomisine göre küçük bir piyasaya sahiptir. Türkiye önceki göstergede 5. Sırada yer alırken, bu göstergede 13. sırada yer almıştır. Yani diğer ülkelerin piyasalarına göre Türkiye'nin piyasası büyük sayılırken, Türkiye ekonomisine (GSYH) göre küçük sayılmaktadır.

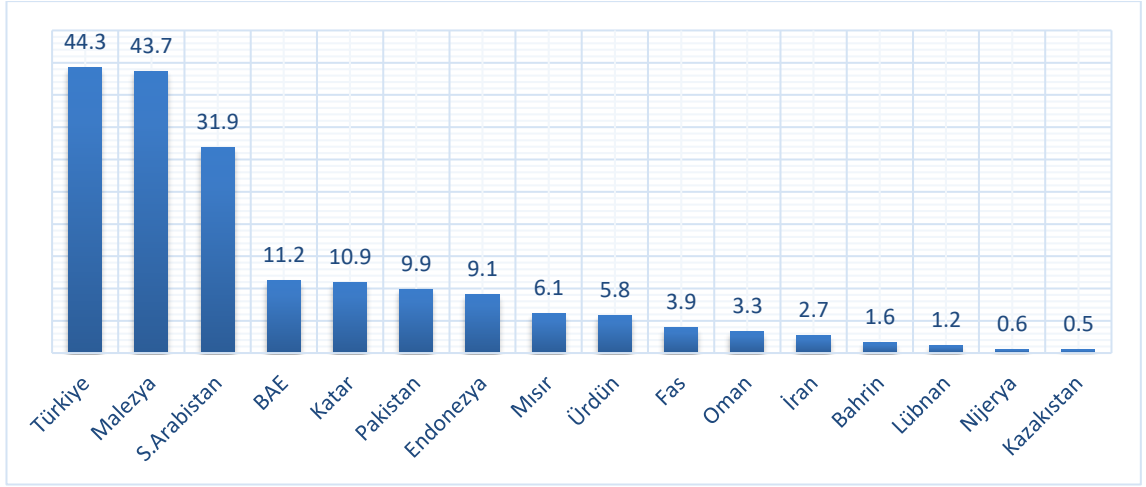
Şekil 3.14. Piyasa Kapitalizasyonu / GSYH (2017, %)



Kaynak: (World Bank 2019).

Piyasada işlem değerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanan piyasa likiditesi, boyut göstergelerinden bir diğeridir. Bu gösterge hem piyasanın likiditesinin hem de aktifliğinin göstergesidir. Aşağıdaki Şekil 3.15.'de ülkelerin piyasalarında likidite derecesi gösterilmiştir. Tunus ve Bangladeş'in verileri bulunmadığı için bu ülkelere şekilde yer verilmemiştir. Bu bağlamda Türkiye ile Malezya piyasaları en yüksek likiditeye sahip ülkelerdir. Diğer taraftan Nijerya ile Kazakistan ise piyasaları en düşük likiditeye sahip ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadır.

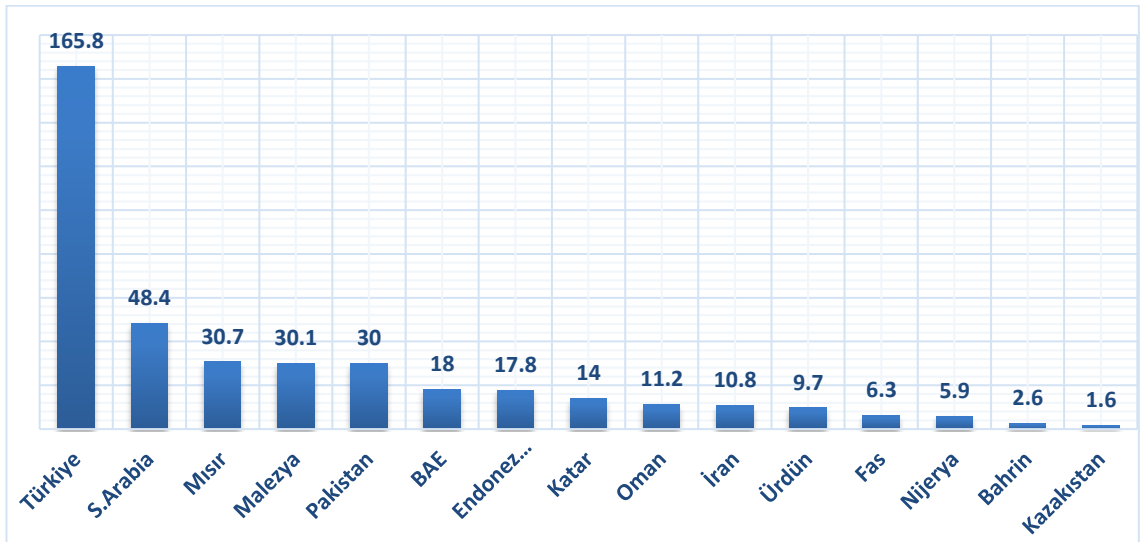
Şekil 3.15. Piyasa Likiditesi (2017, %)



Kaynak: (World Bank 2019)

Piyasa etkinliği ölçütlerinden olan piyasa devir hızı piyasadaki işlem değerinin piyasadaki hisse senetlerinin değerine oranı ile hesaplanmaktadır. Bu gösterge piyasa aktifliğini gösterirken aynı zamanda piyasadaki maliyet seviyesini de göstermektedir. Aşağıdaki Şekil 3.16'de İİT ülkelerindeki piyasa etkinliği gösterilmiştir. Fakat Bangladeş, Tunus ve Lübnan ülkelerinin verileri bulunmadığı için şekle dahil edilmemiştir. Bu bağlamda Türkiye %160 civarında piyasa devir hızı oranı ile İİT ülkeleri arasında en aktif piyasaya sahip ülkedir. Buna karşın Kazakistan ise aktiflik bakımından en az gelişmiş piyasaya sahiptir.

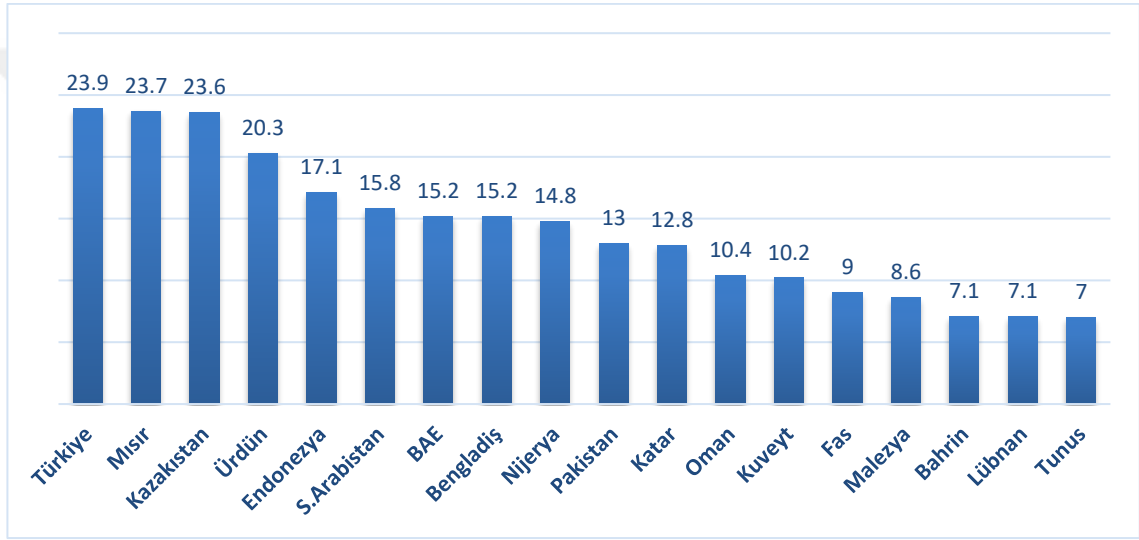
Şekil 3.16. Piyasa Devir Hızı (2017, %)



Kaynak: (World Bank, 2019)

İstikrar ölçütlerinde olan piyasa istikrarı piyasadaki hisse senetlerinin fiyatlarının oynaklığı ile hesaplanmaktadır. Bu gösterge piyasa istikrarlı olup olmadığını göstermektedir. Bu göstereye göre yüksek değere sahip piyasalar istikrarsız olarak değerlendirilmektedir. Aşağıdaki Şekil 3.17’de İİT ülkelerindeki piyasa istikrarı gösterilmiştir. Fakat İran ve Azerbaycan ülkelerinin verileri bulunmadığı için şekle dahil edilmemiştir. Bu bağlamda Türkiye 23.9 piyasa oynaklığı değeri ile İİT ülkeleri arasında en istikrarsız piyasaya sahip ülkedir. Buna karşın Tunus ise istikrar bakımından en istikrarlı piyasaya sahiptir.

Şekil 3.17. Piyasa İstikrarı (2015)



Kaynak: (World Bank, Global Financial Development Report, 2017: 121-126).

Sonuç olarak piyasa büyüklüğüne göre Endonezya, Malezya ve Suudi Arabistan ülkeleri en gelişmiş piyasalara sahip ülkelerdir. Ekonominin büyüklüğü hesaba katıldığında Katar ile Malezya ülkeleri ekonomi boyutuna göre en gelişmiş piyasalara sahip ülkelerdir. Diğer taraftan Türkiye ile Malezya ülkeleri en likit piyasalara sahip ülkelerdir. Etkinlik bakımından ise Türkiye en aktif piyasaya sahip olan ülkedir.

Türkiye küçük piyasaya sahip olmasına rağmen çok aktif piyasaya sahiptir. Türkiye ile Malezya’yı karşılaştığımızda, Türkiye’nin piyasası küçük ama çok aktif bir piyasa, buna mütekebil Malezya’nın büyük ama Türkiye piyasasına göre aktiflik bakımından aktifliği daha düşük bir piyasadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İŞBİRLİĞİ TEŞKİLATI ÜLKELERİNDE SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERE İLİŞKİN AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

Gurley ve Shaw (1955, 1960, 1967), McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in öncü katkılarından beri finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki önemli tartışma konularından biri olmuştur. Çok sayıda araştırma bu ilişkinin farklı yönlerini hem teorik hem de ampirik düzeyde ele almıştır. Finansal sistemin en geniş bölümü finansal araçlar ile piyasalar arasındadır. Bir ekonominin tasarruflarının büyük bir kısmı finansal araçlar ve piyasalar yoluyla verimli yatırımlara dönüşmektedir. Sermaye birikimi oranı uzun vadeli büyümenin en temel belirleyicilerinden biri olduğu için, etkin bir finansal sistem bir ekonominin olmazsa olmazlarından biridir. Bu bağlamda finansal sistemin bir parçası olarak sermaye piyasaları ekonomik büyümede önemli bir rol oynamaktadır (Garcia & Liu, 1999, s. 29-30). Dolayısıyla çalışmanın bu bölümünde ekonomik büyümede öncü bir rol oynayan sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörler İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri özelinde incelenecektir.

4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Sermaye piyasalarının gelişmişliği, ekonomilerde hem reel sektörün hem de finansal sektörün aktif olarak çalıştığı bir göstergesidir. Bu sebeple literatürde sermaye piyasalarının gelişmişliğine ilişkin birçok ampirik çalışma yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmaların birçoğunda sermaye piyasası gelişmişliği olarak hisse senedi piyasası gelişmişliği terimi kullanılmıştır (Yartey, 2007; Billmeier & Massa, 2007; Yartey, 2008; Şükrüoğlu & Nalin, 2014).

Literatürde sermaye piyasalarının gelişmişliğini inceleyen ampirik çalışma sayısı çok olmakla birlikte İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasaları gelişmişliğini ele alan çalışma sayısı oldukça azdır. Bu bağlamda bu kısımda öncelikle İslam İşbirliği

Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasaları gelişmişliğini inceleyen ampirik çalışmalara, ardından böyle bir kısıt olmadan literatürde sermaye piyasalarının gelişmişliğini inceleyen diğer ampirik çalışmalara yer verilmiştir.

Arshad, vd. (2016) çalışmalarında 1998-2012 yılları arasında İİT ülkelerinde etkinlik ölçütleri açısından sermaye piyasalarının gelişmişliğini incelemiştir. Çalışma sonucunda özellikle son on yılda sermaye piyasalarının etkinlik açısından daha gelişmiş hale geldiğinin sonucuna varmışlardır.

Demirgiic-Kunt & Levine (1995) 1986-1993 dönemine ait verilerden faydalanarak çalışmalarında sermaye piyasalarının gelişmişliği hakkında İİT ülkelerinden Endonezya, Ürdün, Malezya, Nijerya, Pakistan ve Türkiye dahil olmak üzere 44 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke arasında karşılaştırma yapmışlardır. Çalışmada piyasa boyutu, piyasa likiditesi, dünya sermaye piyasalarına entegrasyon derecesi, volatilitesi ve yoğunlaşma gibi ölçütleri kullanarak, Japonya, ABD, ve Birleşik Krallık piyasalarının en çok gelişmiş piyasalar olduğunu; Kolombiya, Venezuela, Nijerya ve Zimbabve'nin en az gelişmiş piyasalar olduğunu belirtmişlerdir.

Sukcharoensin & Sukcharoensin (2013) çalışmalarında İİT ülkelerinden Endonezya ve Malezya dahil olmak üzere 5 Asya ülkesinde sermaye piyasalarının gelişmişliğini değerlendirmiştir. Çalışmanın sonucunda Tayland, Singapur ve Malezya ülkelerinin diğer ülkelere göre daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduklarını belirtilmiştir. Ayrıca Singapur sermaye piyasasının boyut başta olmak üzere tüm gelişmişlik ölçütlerine göre daha gelişmiş bir piyasaya sahip olduğunu, Malezya Borsası'nın ise erişim açısından daha gelişmiş piyasaya sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Kristoufek & Vosvrda (2013) çalışmalarında sermaye piyasası endeksleri verilerini kullanarak İİT ülkelerinden Endonezya, Malezya ve Türkiye dahil olmak üzere 41 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin sermaye piyasası etkinliğini test etmişlerdir. Yapılan testlerin sonucunda Japonya piyasası "NIKKEI" endeksi ile en etkin sermaye piyasası olarak belirtilmiştir. Ayrıca Avrupa piyasaları en etkin piyasalar iken, Güney Amerika piyasaları en düşük etkinliğe sahip piyasalar olarak öne çıkmıştır. Türkiye bu sıralamanın ortasında yer alırken, Endonezya ile Malezya sıralamanın sonunda yer almışlardır.

Ceylan & Doğan (2004) 1999-2004 boyut ölçütü endekslerini kullanarak Engle-Granger ve küçük kareler yöntemi ile 8 İİT ülkesinin (Mısır, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Fas, Umman, Pakistan ve Türkiye) borsaları arasında ilişki olup olmadığını test etmişlerdir. Yapılan testler Türkiye ve Mısır, Lübnan ve Kuveyt piyasalarının eş-bütünleşik olduklarını ortaya koymuştur.

Hassan, vd. (2011) panel regresyon yöntemini kullanarak İİT ülkeleri üzerinde finansal sistemin gelişmişliği ile büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmışlardır. Finansal sistemin gelişmişliğinin büyümeyi olumlu etkilediğinin sonucuna varmışlardır.

Nurrachmi (2018) 2007-2010 yılları arasında İİT ülkelerinden Endonezya, Malezya, Türkiye, Katar, Bahreyn ve Umman ülkelerinin sermaye piyasaları arasında ilişki olup olmadığını test etmiştir. Engel-Granger ve ARDL modeli kullanarak bu 6 ülkenin borsalarının kriz döneminde birlikte hareket etmediğini ortaya koymuştur. Diğer bir ifade ile yatırımcılar bu 6 ülkenin kendi arasında portföy çeşitlendirme imkanından faydalanabileceğinin sonucuna varmıştır.

Qamruzzaman & Wei (2018) 1980-2016 yılları arasında Granger nedensellik ve ARDL modelini kullanarak Bangladeş hisse senedi piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmıştır. Hisse senedi piyasası gelişmişliği ile büyüme arasında çift yönlü bir ilişki olduğunun sonucuna varmıştır.

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerini ele çalışmalar dışında literatürde sermaye piyasalarının gelişmişliğini ilişkin öne çıkan diğer çalışmalar özetle şunlardır.

Garcia ve Liu (1999) yapmış oldukları çalışmada, 15 ülkenin (gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler) 1980-1995 dönemine ait verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemi ile makroekonomik faktörlerin (gelir düzeyi, tasarruf, yatırım, bankacılık sektörü gelişmişliği, hisse senedi piyasası likiditesi, piyasa devir hızı ve enflasyon) hisse senedi piyasalarının gelişmişliği üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Söz konusu çalışmada, gelir düzeyi, tasarruf, bankacılık sektörünün gelişmişliği ve hisse senedi piyasalarının likiditesi etkili faktörler olarak belirtilmiştir. Diğer bir ifade ile tasarruflar artınca bankacılık sektörünün gelişmişliği ile piyasa likiditesinin artacağı, bunun da hisse senedi piyasası gelişmişliğine yol açacağını belirtmişlerdir. Bununla birlikte enflasyonun hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini açıklamadığı sonucuna varmışlardır.

Naceur & Ghazouani, (2004) 1980-1999 dönemini kapsayan, Ortadoğu ve Kuzey Afrika'dan 11 ülke üzerinde yaptıkları çalışmalarında, enflasyonun finansal sektörün performansı üzerindeki etkisini panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışmada bankacılık sektörünün gelişmişliği ve hisse senedi piyasası gelişmişliği bağımlı değişkenler olarak belirtilmiştir. Çalışma sonucunda enflasyonun hisse senedi piyasası gelişmişliği ile bankacılık sektörünün gelişmişliği üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu açıklanmıştır. Fakat bu sonucun doğrusal olmadığı belirtilmiştir. Diğer bir ifade ile enflasyonun marjinal artışa etkisiz kalacağı ilave edilmiştir. Naceur, vd. (2007) benzer çalışmalarında, Ortadoğu ve Kuzey Afrika'dan 12 ülke üzerinde 1979-1999 dönemine ait verilerinden yararlanarak panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Yapılan testlerin ışığında; tasarruf oranı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, hisse senedi piyasası likiditesi ve ekonomik istikrarın (enflasyon oranı) hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde belirleyici ve önemli faktörler olduğu öne sürülmüştür. Diğer yandan hisse senedi piyasası ile bankacılık sektörünün gelişmişliğinin ekonomik büyüme üzerindeki itici faktörler olarak ortaya konmuştur. Kemboi & Tarus (2012) ise çalışmalarında Johansen-Julius eş-bütünleşme yöntemini kullanarak Kenya borsası gelişmişliğinin belirleyicilerini araştırarak aynı sonuca varmışlardır.

Billmeier & Massa (2007) Ortadoğu ve Orta Asya'dan 17 ülkenin verilerini kullandıkları 1995-2005 dönemini kapsayan çalışmalarında, panel veri analizi yöntemi ile yurtdışındaki çalışanların transferleri ve kurumsal kalitesinin hisse senedi piyasalarının gelişmişliği üzerinde etkili olup olmadığını incelemişlerdir. Yapılan testlerin sonucunda, yurtdışındaki çalışanların transferlerinin ve kurumsal kalitesinin hisse senedi piyasalarının gelişmişliği üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu öne sürmüşlerdir. Ayrıca, Asya piyasalarında özellikle petrol kaynakları bakımından zengin ülkelerde hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun büyük ölçüde petrol fiyatlarından etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Yartey (2007) Afrika'nın 13 ülkesinin 1991-2001 dönemine ait yıllık verilerinden faydalanarak panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin belirleyicilerini analiz etmiştir. Gelir düzeyi, yatırım, bankacılık sektörünün gelişmişliği, hisse senedi likiditesi ve kurumsal kalitesi faktörlerinin hisse senedi gelişmişliğinin önemli belirleyicileri olduğu; diğer yandan iyi derecede bankacılık sektörü gelişmişliği

ile iyi seviyede kurumsal kalitenin hisse senedi gelişmişliğine neden olacağı sonucuna varmıştır. Yartey (2008) diğer bir çalışmada, 1990-2004 dönemleri arasında 42 gelişmekte olan ülkede panel veri analizi yöntemini kullanarak hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini etkileyen makroekonomik ve kurumsal kalite faktörlerini incelemiştir. Yapılan çalışmanın sonucunda, makroekonomik faktörlerden gelir düzeyi, yurtiçi yatırımları, bankacılık sektörü gelişmişliği, yabancı sermaye girişleri ve hisse senedi piyasası likiditesinin gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının gelişmişliği için önemli faktörler olduğunu belirtmiştir. Diğer taraftan politik risk (siyasi riskleri), bürokrasi ve hukuki düzenlemelerin; dış finansman imkânlarını artırdığı için hisse senedi piyasaları gelişmişliğinin diğer belirleyicisi olarak öne sürülmüştür.

Khorshidi, vd. (2010) İran hisse senedi piyasasını 1991-2007 dönemi açısından inceledikleri çalışmalarında, zaman serisi analizi yöntemini kullanarak piyasa gelişmişliğinin makroekonomik belirleyicilerini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda gelir düzeyi ve enflasyonun negatif ve anlamsız olduğu, tasarruf ve yatırımın ise pozitif ve anlamlı olduğu sonucuna varmışlardır.

Shahbaz, vd. (2015) çalışmalarında, Pakistan borsası gelişmişliğini etkileyen makroekonomik faktörleri test etmişlerdir. Çalışma sonucunda GSYH, enflasyon, finansal sektörün gelişmişliği ve yatırımların hisse senedi piyasasının gelişmişliğini artırdığı sonucuna varmışlardır. Ayrıca hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin büyüme ve enflasyonun artmasına, finansal sektörün gelişmişliğinin ise yatırımların ve ekonomik açıklık faktörlerinin artmasına neden olduğu belirtmişlerdir.

Zafar (2013) zaman serisi analizini kullanarak Pakistan borsasının gelişmişliğini etkileyen faktörleri incelediği çalışmada, doğrudan yabancı yatırımları ve işlem hacmi değişkenleri ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu, reel faiz oranı ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında ise negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Diğer taraftan bankacılık sektörünün gelişmişliğinin anlamsız olduğunu açıklamıştır. Benzer şekilde Owiredo (2016) regresyon analizi yöntemini kullanarak Gana borsası gelişmişliğini etkileyen makroekonomik faktörleri belirlemeye çalışmıştır. Borsanın likiditesi ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği arasındaki ilişkinin anlamlı ve açıklayıcı olduğu, diğer değişkenlerin ise anlamsız olduğu sonucuna varmıştır.

Ayunku & Etale (2015) çalışmalarında zaman serisi yöntemi ile Nijerya borsası gelişmişliğinin belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Çalışmalarında piyasa kapitalizasyonu, özel sektöre kullandırılan kredilerin ve döviz kuru faktörlerinin borsa gelişmişliğinin önemli belirleyicileri olduğunu belirtmişlerdir. Buna göre piyasa kapitalizasyonu, özel sektöre kullandırılan kredilerin, döviz kuru ve GSYH değişkenlerinin olumlu yönde; enflasyon ve tasarruf değişkenlerinin ise olumsuz yönde hisse senedi piyasasının gelişmişliğini etkilediği sonucuna varmıştır.

Kurach (2010) 13 Orta ve Doğu Avrupa (CEE) ülkesi üzerinde gerçekleştirdiği çalışmada, panel veri analizi yöntemini kullanarak hisse senedi gelişmişliğini etkileyen faktörleri araştırmıştır. Büyüme, bankacılık sektörü gelişmişliği, piyasa likiditesi, mali denge ve AB üyeliği değişkenlerinin pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur.

Şükrüoğlu & Nalin (2014) Avrupa ülkelerini (19 ülke) kapsayan çalışmalarında, panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin makroekonomik belirleyicilerini test etmişlerdir. Finansal sektörün gelişmişliği (M3/GSYH) ile enflasyon faktörlerinin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini negatif yönde etkilediği; GSYH, hisse senedi piyasasının likiditesi (likidite oranı) ve tasarruf oranı faktörlerinin hisse senedi piyasasının gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Forti, vd. (2011) yapmış oldukları çalışmada, panel veri analizi ile 50 ülke üzerinde hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri test etmişlerdir. Diğer çalışmalardan farklılık yaratmak adına analizde iş mevzuatı endeksi, demokrasi endeksi, firmaların adapte olabilirliği ve ekonomik açıklık gibi faktörler ele alınmıştır. Yapılan testlerin sonucunda firmaların adapte olabilirliği ve ekonomik açıklığın hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerinde önemli ve etkili faktörler olduğu belirtilmiştir.

Bengtsson (2013) dünyanın 98 ülkesini ele alan ve 1992-2011 yıllarını kapsayan çalışmada, panel veri analizi yöntemini kullanarak hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda; GSYİH, sabit sermaye oluşumu, birleşme ile devralma işlemleri, telefon kullanan birey sayısı, siyasi istikrar, kanun endeksi ve özel sektörün kredileri faktörlerinin pozitif yönde, enflasyon ile döviz kuru faktörlerinin negatif yönde hisse senedi piyasasının gelişmişliğini etkilediği belirtilmiştir. Benzer şekilde Bayar (2016a) çalışmada, Avrupa'nın 8 ülkesinde panel regresyon yöntemi ile kurumsal kalitesi ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği arasındaki ilişkiyi

test etmiştir. Siyasi istikrar mevzuat kalitesi, kanun endeksi ve yolsuzluk kontrolü faktörlerinin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Nguyen & Hanh (2012) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemini kullanarak 1990-2008 yılları arasında 6 güneydoğu Asya ülkesi üzerinde hisse senedi piyasası gelişmişliğinin belirleyicilerini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda gelir düzeyi, tasarruf oranı, finansal sektörün gelişmişliği, hisse senedi piyasası likiditesi ve enflasyonun hisse senedi gelişmişliğinin önemli belirleyicileri olduğu belirtilmiştir. Ayrıca enflasyonun negatif yönde, diğer faktörlerin pozitif yönde hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkilediği vurgulanmıştır.

Raza & Jawaid (2012) Asya ülkelerini ele aldıkları çalışmalarında, panel veri analizi yöntemini kullanarak doğrudan yabancı sermaye girişleri ile büyümenin hisse senedi piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkisini araştırmıştır. Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin negatif ve anlamlı olduğu, ekonomik büyümenin ise uzun vadede pozitif ve anlamlı olduğu sonucuna varmışlardır. Diğer taraftan yurtdışındaki çalışanların transferlerinin anlamsız olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır.

Khan (2017) Asya kıtasında 7 ülkeyi kapsayan çalışmasında, panel veri analiz yöntemi sabit etkiler tahminini kullanarak hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır. Yapılan testlerin sonucunda; finansal gelişmişliği, doğrudan yabancı yatırımları ve enflasyon değişkenleri ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Diğer yandan gelir düzeyi ve tasarruf değişkenleri ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında anlamsız ve negatif bir ilişki olduğu açıklanmıştır.

Babayemi, vd. (2013) yapmış oldukları çalışmada, panel eş-bütünleşme yöntemi ile Afrika'dan seçilmiş 8 ülkenin verilerini kullanarak makroekonomik faktörler ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Yapılan testlerin sonucunda yabancı sermaye girişleri ile dış borcun hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkiye, para arzının ise negatif bir etkiye sahip olduğu açıklanmıştır.

Ayaydın vd. (2013) çalışmalarında, 2000-2011 dönemini kapsayarak 39 gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasasının gelişmişliğini etkileyen makroekonomik ve kurumsal gelişme faktörlerini panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. GSYH,

bankaların özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi piyasalarının gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu; tasarruflar ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında hiçbir ilişki olmadığı; enflasyon ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur.

Ayaydın & Baltacı (2013) çalışmalarında, 49 gelişmekte olan ülkenin 1996-2011 dönemine ait verilerinden faydalanarak panel veri analizi yöntemini kullanarak yolsuzluk ile bankacılık sektörünün gelişmişliği faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmışlardır. Yapılan testlerin sonucunda yolsuzluğun olumsuz yönde, bankacılık sektörünün gelişmişliğinin ise olumlu yönde hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkilediğini açıklamışlardır.

Mandacı vd. (2013) yapmış oldukları çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan 30 ülkede 1960-2007 yılları arasında panel veri analizi yöntemi rassal etkiler tahminini kullanarak doğrudan yabancı yatırımların, yurtdışındaki çalışanların transferlerinin ve özel sektörün kredilerinin hisse senedi piyasası gelişmişliğinin belirleyicileri olduğunu ortaya koymuşlardır. Modelde kullanılan bütün değişkenler ile hisse senedi piyasasının gelişmişliği arasında anlamlı ve olumlu bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Balogun vd. (2016) Afrika'dan 7 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında, 1990-2013 yılları arasında panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası likiditesi değişkeninin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda hisse senedi piyasası likiditesi ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında uzun vadeli pozitif bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Bayar (2016b) Borsa İstanbul üzerinde yaptığı çalışmasında, ARDL eş-bütünleşme ile nedensellik testlerini kullanarak Borsa İstanbul (BİST) gelişmişliğini etkileyen makroekonomik değişkenleri araştırmıştır. Büyüme ile hisse senedi piyasası likiditesi faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu yönde etkilediği, enflasyonun hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Thanh vd. (2016) yapmış oldukları çalışmada, Vietnam ile 36 gelişmiş ülkede 2003-2014 dönemine ait yıllık verilerinden faydalanarak panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin belirleyicilerini incelemiştir. Yapılan testlerin sonuçları ikiye ayrılmıştır. Buna göre gelişmiş ülkelerde; büyüme, yurtiçi krediler ve

hisse senedi piyasası likiditesi gibi faktörlerin hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif yönde, para arzı değişkeninin ise hisse senedi piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkilediği, kurumsal kalite değişkenleri ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Vietnam'da ise; büyüme, yatırım, doğrudan yabancı yatırımları, yurtiçi krediler, para arzı, borsa likiditesi ve enflasyon gibi faktörlerin negatif yönde, kurumsal kalite faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Matadeen (2017) Afrika'nın 14 ülkesini kapsayan çalışmasında, 1989-2016 dönemine ait verilerinden faydalanarak dinamik panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin makroekonomik belirleyicilerini analiz etmiştir. Büyüme, bankacılık sektörü gelişmişliği, hisse senedi piyasası likiditesi ve yatırım faktörleri hisse senedi gelişmişliğinin önemli belirleyicileri olarak belirtilmiştir. Önceki çalışmalarda açıklandığı gibi bankacılık sektörü gelişmişliği ile hisse senedi gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki olduğu, büyüme ile hisse senedi gelişmişliği arasında çift yönlü bir ilişki olduğu açıklanmıştır.

Şahin & Temelli (2018) yapmış oldukları çalışmada, Türkiye ve APEC ülkelerinde 1995-2015 dönemine ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile hisse senedi piyasası gelişmişliğinin makroekonomik ve kurumsal belirleyicileri test edilmiştir. Yapılan testlerin sonucunda borsa işlem hacmi, gelir düzeyi, özel sektörün kredileri, tasarruflar ve doğrudan yabancı yatırımları gibi makroekonomik faktörler ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Kurumsal faktörleri açısından ise; yolsuzluk kontrolü ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu, ekonomik özgürlük ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında hiçbir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Gözbaşı (2015) Türkiye dâhil olmak üzere 7 gelişmekte olan ülkeyi ele aldığı çalışmasında panel eş-bütünleşme ve panel nedensellik yöntemini kullanarak hisse senedi piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüklük arasındaki etkileşimi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, hisse senedi piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüklük arasında çift yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Abdelbaki (2013) Bahreyn borsası gelişmişliğini etkileyen makroekonomik faktörlerini incelemiştir. Zaman serisi yöntemi ile nedensellik testini kullanarak gelir

düzeıı, finansal sektörü gelişmişliği, bankacılık sektörü gelişmişliği, hisse senedi piyasası gelişmişliği, yurtiçi yatırımları ve GSYH gibi faktörler ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Azam vd. (2014) çalışmalarında zaman serisi yöntemi ile Romanya borsası gelişmişliğinin belirleyicilerini ele almışlardır. Yapılan testlerin sonucunda; doğrudan yabancı yatırımları, altyapı oluşumu, yurtiçi tasarrufları, enerji kullanımı ve gelir düzeyi faktörleri ile Romanya borsası gelişmişliği arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu açıklamışlardır.

Raza vd. (2014) çalışmalarında, panel veri analizi yöntemi ile 57 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi kapsayarak finansal gelişmişliğin belirleyicilerini test etmiştir. Tarım sektörünün GSYH içindeki payı, GSYH, ekonomik açıklık, doğrudan yabancı yatırımlar, devlet harcamaları, demokrasi endeksi ve yasa rolü endeksi gibi değişkenler ile finansal gelişmişliği arasında anlamlı bir ilişki olduğunun sonucuna varılmıştır.

Horvath (2014) çalışmasında, panel veri analizi yöntemi ile 39 ülkenin verilerini kullanarak finansal gelişmişliğinin belirleyicilerini analiz etmiştir. Finansal açıklık ve gelir düzeyi değişkenlerinin finansal gelişmişliği olumlu etkilediği sonucuna varmıştır.

Mbulawa (2015) çalışmasında 11 Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (SADC) ülkesinde finansal gelişmişliğin belirleyicilerini analiz etmiştir. Panel veri analizi yöntemini kullanarak; kamu sektörüne verilen krediler, gelir düzeyi, sabit sermaye oluşumu, finansal açıklık, faiz oranı ve kurumsal kalite faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, tasarruf ile devlet borcu faktörlerinin finansal gelişmişlik üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu sonuçlarına varmıştır.

Ruwaydah & Ushad (2015) çalışmalarında da seçilmiş 9 SADC Afrika ülkesini panel veri analizi yöntemini kullanarak ele almışlardır. Hisse senedi piyasası gelişmişliği ile büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğu, bankacılık sektörü gelişmişliği faktörünün hisse senedi piyasası gelişmişliğinin en önemli belirleyicisi ve açıklayıcısı olduğu sonuçlarına varmıştır.

Bayar & Gavriltea (2018) çalışmalarında, orta ve batı Avrupa ülkelerinin yıllık verilerini kullanarak panel eş-bütünleşme ve nedensellik testleri ile doğrudan yabancı yatırımlar ile finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Yapılan testlerin

sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlarının hem kısa hem de uzun vadede finansal sektörün gelişmişliği üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını öne sürmüşlerdir.

Kim & Eliza (2008) panel veri analizi yöntemini kullanarak 51 gelişmekte olan ülkenin verilerinden faydalanarak kredi derecelendirme değişkeninin finansal gelişmişliği üzerindeki etkisini ele almışlardır. Çalışmanın sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmişliğin gerçekleşmesi için kredi notunun önemli bir rol oynadığını belirtmişlerdir.

Yu Ho (2017) çalışmasında, ARDL yaklaşımını kullanarak Güney Afrika borsasının gelişmişliğinin belirleyicilerini analiz etmiştir. Bankacılık sektörü gelişmişliği ile büyüme faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilediği, enflasyon ile ekonomik açıklığın hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır. Yu Ho & Odhiambo (2018) diğer bezer bir çalışmada ise aynı yöntemi kullanarak makroekonomik faktörlerin Filipinler borsası gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Benzer şekilde ekonomik açıklık değişkeninin negatif bir etkiye sahip olduğu, bankacılık sektörü gelişmişliği ile döviz kuru değişkenlerinin pozitif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

AL-Tarawneh & AL-Assaf (2018) çalışmalarında makroekonomik faktörlerin Ürdün borsası gelişmişliği üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Yatırım, bankacılık sektörü gelişmişliği ve gelir düzeyi faktörlerinin anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu, yurtdışındaki çalışanların transferlerinin ise negatif bir etkiye sahip olduğu bulunmuşlardır.

EL-Wassall (2005) yapmış olduğu çalışmada, 40 gelişmekte olan ülkede 1980-2000 dönemine ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile büyüme, finansal serbestleşme politikaları endeksi, yabancı portföy yatırımları ve ülke riski faktörleri ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Testlerin ışığında; büyüme, finansal serbestleşme politikaları endeksi ve yabancı portföy yatırımları faktörlerinin gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini etkileyen önde gelen faktörler olarak ortaya çıkmıştır.

Abubakar & Danladi (2018) yapmış oldukları çalışmada; yabancı sermaye girişleri, döviz kuru, enflasyon ve yurt içi tasarruf faktörlerinin Nijerya piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini incelemiştir. ARDL yaklaşımını kullanarak yabancı sermaye girişlerinin pozitif ama anlamsız, döviz kuru ile yurtiçi tasarruflarının pozitif ve anlamlı etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

Al-Samman & Jamil (2018) çalışmalarında, Körfez Arap Ülkelerinde 2002-2015 yılları arasında doğrudan yabancı sermaye girişlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini incelemiştir. Panel hata düzeltme yöntemini kullanarak uzun vadede doğrudan yabancı sermaye girişleri, büyüme ve yurtiçi kredi toplamı faktörlerinin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu bulunmuştur.

Polat (2018) dinamik panel veri analizi ile gelişmekte olan ülkelerde yurt dışında çalışanların transferlerinin sermaye piyasası üzerindeki etkisini araştırmıştır. Yapılan testlerin sonucunda yurtdışındaki çalışanların transferlerinin etkisi olmadığı, yatırımların pozitif, enflasyon ile büyüme faktörlerinin negatif bir etkisi olduğu yer almıştır.

Yu Ho & Iyke (2018) yapmış oldukları çalışmada, panel veri analizi yöntemi ile 43 Afrika ülkesinin verilerinden faydalanarak ticaret açıklığının hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini test etmiştir. Ticaret açıklığının uzun vadede hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu bulunmuştur.

Sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri açıklamaya çalışan çalışmaların özeti aşağıdaki Tablo 4.1.'de sunulmuştur. Tabloda da görüldüğü üzere İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerini ele alan çalışma sayısı oldukça azdır. Diğer yandan çalışmaların büyük kısmında gelişmekte olan ülkelerin incelediği görülmektedir.

Tablo 4.1. Literatür Özeti

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Garcia & Liu (1999)	15 Ülke 1980-1995	Panel Veri Analizi	Gelir düzeyi, tasarruf oranı, bankacılık sektörünün gelişmişliği ve hisse senedi piyasalarının likiditesi faktörleri ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Naceur & Ghazouani (2004)	Ortadoğu ve Kuzey Afrika 11 ülkesi 1980-1999	Panel Veri Analizi	Enflasyon sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
Naceur vd. (2007)	Ortadoğu ve Kuzey Afrika 12 ülkesi 1979-1999	Panel Veri Analizi	Tasarruf oranı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, hisse senedi piyasası likiditesi ve ekonomik istikrarı faktörleri hisse senedi piyasası gelişmişliği pozitif etkilemektedir.
Kemboi & Tarus (2012)	Kenya 2000-2009	Johansen-Julius Eş-Bütünleşme Analizi	Gelir düzeyi, bankacılık sektörünün gelişmişliği ve piyasa likiditesi faktörleri hisse senedi gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Billmeier & Massa, (2007)	Ortadoğu ve Orta Asya 17 ülkesi 1995-2005	Panel Veri Analizi	Yurtdışındaki çalışanların transferleri ve kurumsal kalitesi hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Yartey (2007)	13 Afrika ülkesi 1991-2001	Panel Veri Analizi	Gelir düzeyi, yatırım, bankacılık sektörünün gelişmişliği, hisse senedi likiditesi ve kurumsal kalitesi faktörleri hisse senedi gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.
Yartey (2008)	42 ülke 1990-2004	Panel Veri Analizi	Gelir düzeyi, yurtiçi yatırımlar, bankacılık sektörü gelişmişliği, yabancı sermaye girişleri ve hisse senedi piyasası likiditesi faktörleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Khorshidi vd. (2010)	İran 1991-2007	Zaman Serisi Analizi	Gelir düzeyi ve enflasyon hisse senedi piyasası gelişmişliğini negatif, tasarruf ve yatırım ise pozitif yönde etkilemektedir.
Shahbaz vd. (2015)	Pakistan 1974-2010	Zaman Serisi Analizi	GSYH, enflasyon, finansal sektörün gelişmişliği ve yatırımlar hisse senedi piyasasının gelişmişliğini artırmaktadır.
Zafar (2013)	Pakistan 1988-2008	Zaman Serisi Analizi	Doğrudan yabancı yatırımları ve işlem hacmi hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif, faiz oranı ise negatif etkilemektedir.
Owiredu (2016)	Gana 1992-2012	Regresyon Analizi	Piyasa likiditesi ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Ayunku & Etale (2015)	Nijerya 1977-2010	Zaman Serisi Analizi	Özel sektöre kullanılan krediler, döviz kuru ve GSYH değişkenleri hisse senedi piyasasının gelişmişliğini olumlu yönde; enflasyon ve tasarruf faktörleri ise olumsuz yönde etkilemektedir.
Kurach (2010)	13 CEE ülkesi 1996-2007	Zaman Serisi Analizi	Bankacılık sektörü gelişmişliği ve AB üyeliği hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Şükrüoğlu & Nalin (2014)	AB 19 ülkesi 1995-2011	Panel Veri Analizi	Finansal sektör gelişmişliği ile enflasyon negatif, büyüme ile piyasa likiditesi pozitif yönde hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkilemektedir.
Bengtsson (2013)	98 ülke 1992-2011	Panel Veri Analizi	Enflasyon ile döviz kuru faktörleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini negatif etkilemektedir.
Bayar (2016a)	AB 8 ülkesi 2002-2013	Panel Regresyon	Siyasi istikrar ve yolsuzluk kontrolü hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Nguyen & Hanh (2012)	6 Asya ülkesi 1990-2008	Panel Veri Analizi	Finansal sektörünün gelişmişliği hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif, enflasyon ise negatif etkilemektedir.
Raza & Jawaid (2012)	18 Asya ülkesi 2000-2010	Panel Veri Analizi	Doğrudan yabancı sermaye girişleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
Khan (2017)	7 Asya ülkesi 1995-2014	Panel Veri Analizi	Doğrudan yabancı sermaye girişleri ve finansal sektör gelişmişliği faktörleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Babayemi vd. (2013)	8 Afrika ülkesi 1988-2011	Panel Eş-Bütünleşme Analizi	Doğrudan yabancı sermaye girişleri ile dış borç faktörleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif etkilemektedir.
Ayaydın vd. (2013)	39 ülke 2000-2011	Panel Veri Analizi	GSYH, bankaların özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi piyasalarının gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Ayaydın & Baltacı (2013)	49 ülke 1996-2011	Panel Veri Analizi	Yolsuzluk, hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
Mandacı vd. (2013)	30 ülke 1960-2007	Panel Veri Analizi	Yurtdışındaki çalışanların transferleri hisse senedi gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Blogun vd. (2016)	7 Afrika ülkesi 1990-2013	Panel Veri Analizi	Piyasa likiditesi ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Yazarlar	Örneklem	Yöntem	Temel Bulgular
Bayar (2016b)	Türkiye 2005-2015	ARDL Eş- Bütünleşme Analizi	Enflasyon hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz, büyüme olumlu etkilemektedir.
Thanh vd. (2016)	37 ülke 2003-2014	Panel Veri Analizi	Kurumsal kalite ile hisse senedi piyasası gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Matadeen (2017)	14 Afrika ülkesi 1989-2016	Panel Veri Analizi	Bankacılık sektörü gelişmişliği ile hisse senedi gelişmişliği arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
Şahin & Temelli (2018)	Türkiye & APEC ülkeleri 1995-2015	Panel Veri Analizi	Makroekonomik faktörler ile yolsuzluk kontrolü hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Gözbaşı (2015)	8 gelişmekte olan ülke 1989-2011	Panel Eş- Bütünleşme ve Panel Nedensellik Analizi	Hisse senedi piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüklüğü arasında çift yönlü bit ilişki bulunmaktadır.
Abdelbaki (2013)	Bahreyn 1990-2007	Zaman Serisi Analizi	Finansal sektör gelişmişliği, bankacılık sektörü gelişmişliği ve yurtiçi yatırımlar hisse senedi piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.
Azam vd. (2014)	Romanya 1990-2013	Zaman Serisi Analizi	Doğrudan yabancı yatırımları, altyapı oluşumu, yurtiçi tasarrufları, enerji kullanımı ve gelir düzeyi faktörleri, Romanya borsası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.
Raza, vd. (2014)	57 ülke 1990-2012	Panel Veri Analizi	Tarım sektörü, ekonomik açıklık ve yasa rolü hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.
Horvath (2014)	39 ülke 1990-2011	Panel Veri Analizi	Finansal açıklık ve gelir düzeyi değişkenleri finansal gelişmişliği olumlu etkilemektedir.
Mbulawa (2015)	11 SADC ülkesi 1996-2010	Panel Veri Analizi	Tasarruf oranı ile finansal gelişmişlik arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.
Ruwaydah & Ushad (2015)	9 SADC ülkesi 1980-2011	Panel Veri Analizi	Bankacılık sektörü gelişmişliği hisse senedi gelişmişliğinin en önemli belirleyicisidir.
Bayar & Gavrıltea (2018)	Orta ve Batı Avrupa ülkeleri 1996-2015	Panel Eş- Bütünleşme	Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişmişlik üzerinde etkisi anlamlı değildir.
Kim & Eliza (2008)	51 ülke 1995-2003	Panel Veri Analizi	Gelişmekte olan ülkelerde ülke kredi notu finansal gelişmişlikte önemli bir rol oynamaktadır.
Yu Ho (2017)	Güney Afrika 1975-2015	ARDL Yaklaşımı	Ekonomik açıklık ile enflasyon hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
Yu Ho & Odhiambo (2018)	Filipinler 2001-2016	ARDL Yaklaşımı	Ekonomik açıklık hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
AL-Tarawneh & AL-Assaf (2018)	Ürdün 1978-2016	ARDL Yaklaşımı	Yurtdışındaki çalışanların transferleri hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.
EL-Wassall (2005)	40 ülke 1980-2000	Panel Veri Analizi	Finansal serbestleşme politikaları endeksi hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.
Al-Samman & Jamil (2018)	Körfez Arap Ülkeleri 2002-2015	Panel Hata Düzeltilme	Doğrudan sermaye girişleri, büyüme, kredi toplamı hisse senedi piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir.

4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Sermaye piyasası ülkelerin büyümesi, yoksulluğu ve refahı üzerinde önemli bir role sahiptir. Bu rol sermaye piyasalarının dünya genelindeki öneminin giderek artmasına neden olmaktadır. Sermaye piyasalarının dünya ekonomileri üzerindeki mevcut etkileri bu piyasaların gelişme seviyeleri ile doğrudan ilişkilidir. Sermaye piyasası gelişmişliğinin derecesi bir ülkenin finansal gelişmişliği göstergesi olarak kullanılmaktadır. Finansal gelişmişlik ise bugünün dünyasında ekonomik büyümenin en önemli itici faktörü konumundadır.

Sermaye piyasalarının gelişmişliğini olumlu veya olumsuz yönde etkileyen çeşitli faktörler vardır. Bu bağlamda çalışmanın amacı İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinde sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri panel veri analizi yöntemi ile incelemektir. Böylelikle sermaye piyasalarının gelişmişliğinde İslam ekonomilerinin etkisi de irdelenmiş olunacaktır.

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri incelendiğinde çoğunluğu gelişmekte olan ülkeler olduğu görülmektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan bu ülkelerin sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerininkine nazaran daha yeni veya daha az gelişmiş durumdadır. Daha önce literatürde incelenen çalışmaların yanı sıra uluslararası kuruluşlar tarafından yayımlanan birçok raporda, söz konusu gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişliğini yavaşlatan çeşitli nedenlerin bulunduğu sonucu birçok kez ortaya konmuştur.

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerinin sermaye piyasalarını araştıran bu çalışma, bu ülkelerdeki sermaye piyasalarını geliştirecek yolları belirlemek suretiyle az gelişmiş piyasalara sahip ülkelere öneriler ortaya koyacaktır. Bu bağlamda çalışmada bu ülkelerde finansal gelişmişliği iten veya engelleyen faktörler belirlenecektir. Diğer yandan çalışma, ülkeler arası yatırım yapmak isteyen yatırımcılara, daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkeleri belirleyerek ülke seçiminde yardımcı olabilecektir.

4.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada yukarıda belirtilen mevcut amaç doğrultusunda panel veri analizi yöntemi kullanılacaktır. Bu bağlamda ampirik analizlerde kullanılan veriler zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve havuzlanmış (panel veri) veriler şeklinde üçe

ayrılmaktadır. Zaman serisi analizleri belirli bir birimi belirli dönemler içinde incelerken yatay kesit analizleri, birden fazla birimleri belirli bir dönem içinde incelemektedir. Diğer taraftan panel veri analizi, aynı anda zaman serisi ve yatay kesit verileri kullanıldığı analizdir (Gujarati, 2004:25-28).

Panel veriler bireyler, haneler, firmalar veya ülkeler gibi birimlere ait yatay kesitlerin zaman içinde tekrarlanan gözlemlerinden oluşur. Veri seti oluşturulurken, eğer her bir birim tüm zamanlar boyunca gözlenmişse, yani veri seti kesitler arasında farklılık göstermeyecek şekilde eşit uzunlukta ise bu tür veri setine dengeli panel; bazı birimler için bazı zamanlar kayıpsa, yani kesitten kesite farklılık söz konusu ise bu tür verilere de dengesiz panel adı verilmektedir. Yapılan uygulamalı çalışmalarda, genellikle dengesiz panel verilerle karşılaşmaktadır (Tatoğlu, 2013: 1; Baktır, 2018: 53-54).

Panel veri analizi belirli avantajlara ve dezavantajlara sahiptir. Panel veri analizinin avantajları aşağıdaki gibidir (Altunkaynak, 2007: 13):

- Panel veri yöntemi kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden gözlem sayısı daha fazladır.
- Panel veri, zaman boyunca bireyler, işletmeler, ülkeler gibi birimler ile ilgili olduklarından bu birimlerde bir heterojenliğin var olması kesin gibidir. Panel veri tahmin teknikleri, açık bir şekilde bu tür heterojenlikleri kesite özgü bazı değişkenlere izin vererek hesaba katabilmektedir.
- Panel veri değişkenler arasında daha az çoklu bağlantı sorunu oluşturur.
- Kısa zaman serisi ve/veya yetersiz kesit bireyinin var olduğu durumlarda da ekonometrik analiz yapılmasına izin verir.

Panel veri analizinin dezavantajları ise şunlardır (Baktır, 2018: 55-56):

- Panel veri analizinde verilerin toplanmasında ve düzeltilmesinde problemler bulunmaktadır.
- Panel veri oluşturulurken ölçüm hataları olabilmektedir. Ölçüm hataları belirsiz sorular, hafıza hataları, yanıtların kasıtlı olarak yanlış verilmesi, ankete uygun olmayan bilgi kaynağından yanıt alınması ya da yanıtların yanlış kaydedilmesi gibi nedenlerden dolayı ortaya çıkabilir.

- Panel verilerin kısıtlamaları yatay-kesit ve zaman serisi verilerinde karşılaşılabilecek problemlerden farklı değildir.
- Zaman serisi ya da yatay-kesit verilerinden herhangi birinin göreceli olarak çok kısa olması parametre tahminlerinin sapmalı olmasına neden olur.

Panel veri modeli, havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler (Fixed Effects) ve rassal etkiler (Random Effects) yaklaşımlarından biri kullanılarak tahmin edilmektedir. Birim ve zaman etkilerinin homojen olduğu durumda, hata terimi her iki etkiyi de içermediği durumda, etkin ve tutarlı tahminciler veren havuzlanmış en küçük kareler yöntemi, eğim parametrelerinin tüm yatay kesit birimler için aynı, sabit parametrenin birimler arasında farklılaştığı (birim etki içerdiği) durumda sabit etkiler yaklaşımı ve eğim parametreleri yatay kesitler arasında değişiyorsa ve örnekteki birimler rassal olarak seçildiği durumda ise rassal etkiler yaklaşımı kullanılmaktadır. Panel veri modellerinden hangisinin uygun olduğuna karar verebilmek için F, olabilirlik oranı, Breusch-Pagan LM, Score, Woldridge ve Hausman testleri kullanılmaktadır (Önder, 2017: 90).

Üç farklı tahminci ile tahmin edilen bir panel veri model için uygun tahmincinin seçimine yönelik testler mevcuttur. F Testi, klasik model ile sabit etkiler modeli arasında tercih yapmak için kullanılan bir testtir. Bu testte verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediğine bakılmaktadır. Eğer veri birimlere göre farklılık göstermiyorsa klasik model, farklılık gösteriyorsa sabit etkiler modelinin kullanılması uygun olmaktadır. Breusch- Pagan LM Testi ise, klasik model ile rassal etkiler modeli arasında tercih yapmak için kullanılan bir testtir. Bu testte birim etkilerin varyansının sıfıra eşit olduğu hipotezi sınanmaktadır. Eğer birim etkilerin varyansının sıfıra eşit olduğu hipotezi kabul edilirse, birim etkilerin varlığı kabul edilmekte ve klasik modelin kullanılması uygun olmaktadır. Ters durumda ise rassal etkiler modelinin kullanılması uygun olmaktadır. Hausman Testi ise sabit etkiler modeli ile rassal etkiler modeli arasında tercih yapmak için kullanılan bir testtir. Hausman testi genelleştirilmiş en küçük kareler tahmincisi ve grup içi tahmincinin varyans kovaryans matrislerinin arasındaki farkın sıfıra eşitliğini test etmektedir. Eğer parametreler arasındaki fark sistematik ise sabit etkiler modelinin, parametreler arasındaki fark sistematik değilse rassal etkiler modelinin kullanılması uygun olmaktadır (Özkul & Örün, 2016: 33-34).

Panel veri modelinde uygun tahmincinin belirlenmesinin ardından, hata teriminin birim içerisinde veya birimlere göre eşit varyanslı olduğu, otokorelasyonsuz olduğu ve birimler arası korelasyonsuz olduğu varsayılmaktadır. Panel veri modelinde kullanılan tahminciye göre bu varsayımların çeşitli testler aracılığı ile sınanması gerekmektedir (Parlakyıldız, 2015: 5).

4.4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE METODOLOJİSİ

Araştırmada 1981-2018 dönemine ilişkin İslam İşbirliği Teşkilatı üyesi olan 57 ülkeden 21'nin yıllık verilerinden faydalanarak hisse senedi piyasası gelişmişliğini etkileyen makroekonomik ve kurumsal faktörler, panel veri analizi ile rassal ve robust tahminleri kullanarak analiz edilmiştir. Rassal veya sabit etkiler tahminleri arasından birini tercih etmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testinin sonucuna göre birinci modelde rassal etkiler tahminini daha uygun olduğu, ikinci modelde ise sabit etkiler tahminini daha uygun olduğu görülmüştür. Fakat İİT ülkeleri heterojen bir grup olduğu için, yani birbirinden oldukça farklı ekonomik özellikler sergileyen ülkeler olduğu için ve sabit etkiler tahmini, en küçük kareler yönteminde kukla değişkenler ile çözülebilen çoklu doğrusal sorununu ağırlaştırabileceği için ikinci modelde de rassal etkiler tahmininin yapılması uygun bulunmuştur (Pathan, 2009).

Çalışmada sadece 21 ülkenin verilerinin kullanılmasının nedeni kalan 36 ülkede bağımlı değişkene (piyasa kapitalizasyonu) ilişkin verilerin bulunmamasıdır. Bu verilerin bulunmaması bazı ülkelerde (Suriye¹³ vb) sermaye piyasasının yeni kurulmuş olmasından kaynaklanabileceği gibi, bazı ülkelerde (Sudan vb) verilerin yayınlanmamış olmasından kaynaklanabilmektedir.

Yolsuzluk kontrolü oranı hariç çalışmadaki kullanılan verilerin tümü Dünya Bankasından elde edilmiştir (World Bank, 2019). Yolsuzluk kontrolü oranı ise şeffaflık örgütünün sitesinden alınmıştır (Transparency International, 2019). Aşağıdaki tabloda çalışmaya dahil olan ülkeler ve bağımlı değişkenin veri aralığı gösterilmiştir.

¹³ 2009 yılında Suriye'de ilk sermaye piyasası kurulmuştur.

Tablo 4.2. Çalışmaya Dahil Olan Ülkeler

Ülke	Veri Aralığı	Ülke	Veri Aralığı
Azerbaycan	1998-1999	Malezya	1981-2018
Bahreyn	1996-2018	Fas	2010-2018
Bangladeş	1993-2018	Nijerya	1993-2018
Mısır	2007-2018	Umman	1993-2018
Endonezya	1995-2018	Pakistan	1992-2016
İran	1993-2017	Katar	2007-2018
Ürdün	2007-2018	Suudi Arabistan	2009-2018
Kazakistan	1998-2018	Tunus	1995-2018
Kuveyt	1993-2006	Türkiye	1993-2017
Lübnan	1996-2018	BAE	2007-2018
Cezayir	1999-2018		

Araştırmada piyasa ile ilgili veriler kısıtlı olduğu için bağımlı değişken ile piyasa likiditesi ve piyasa devir hızı değişkenlerinin gözlem sayıları düşüktür. Aşağıdaki Tablo 4.3.'de değişkenlerinin istatistiki bilgileri gösterilmiştir.

Tablo 4.3. İstatistik Bilgiler

Değişken	Gözlem	Ort	Std. Dev.	Min	Max
SPG (Sermaye Piyasası Gelişmişliği)	395	43.74	45.78	.0534	320.9
FO (Faiz Oranı)	1039	14.17	8.59	1	63.83
PA (Para Arzı)	1787	45.87	36.18	6.54	258
BY (Büyüme)	1905	3.88	7.27	-64.0471	123.14
TO (Tasarruf Oranı)	1771	18.81	20.21	-86.912	88.38
FSG (Finansal Sektörü Gelişmişliği)	1785	27.45	23.88	.4025	158.50
İHR (İhracat)	1816	34.59	22.78	.00537	166.36
ENF (Enflasyon)	1599	73.72	41.64	.0023	349.819
YSG (Yabancı Sermaye Girişleri)	1401	.635	2.49	-10.35	32.69
PL (Piyasa Likiditesi)	408	19.06	35.60	0	372.259
PDH (Piyasa Devir Hızı)	336	41.33	63.35	0	467.949
SSO (Sabit Sermaye Oluşumu)	1710	22.34	8.97	-2.424	89.386
YDCT (Yurtdışındaki Çalışanların Transferleri)	1500	4.18	6.13	.001501	49.289
GD (Gelir Düzeyi)	1867	.121	.326	0	1
EA (Ekonomik Açıklık)	1816	74.43	40.547	.0209	375.378
YK (Yolsuzluk Kontrolü)	397	37.22	13.80	4	77
BSG (Bankacılık Sektörü Gelişmişliği)	1789	26.53	23.06	.40258	154.89
PTR (Petrol)	2052	0.1851	.388542	0	1

Aşağıda çalışmadaki kullanılan değişkenlerin tanımlanması yapılmıştır.

SPG: Sermaye piyasası gelişmişliğini temsil eder. Bu oran sermaye piyasasında işlem gören hisse senedi toplam değerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu oran literatürde benzer çalışmalarda en çok rastlanan oran olarak görülmüştür.

FO: Bu değişken ülkede uygulanan borç verme faiz oranını temsil eder. Bu oranı seçmemizin nedeni ise finansal sistemde uygulanan borç verme faiz oranının reel sektörü etkileyerek sermaye piyasalarını da etkilemesidir. Ayrıca borç verme faiz oranı tasarrufları da etkiler.

PA: Geniş tanımlı para arzının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde çok sayıda çalışmada finansal sistemin gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılmıştır. Diğer çalışmalarda ise para arzı olarak kullanılmıştır. Ele aldığımız ülkelerin finansal sistemi yeterince gelişmediği için bu çalışmada geniş tanımlı para arzı M3, finansal sistem gelişmişliğinin göstergesi olarak kullanılmamıştır. Yani bu ülkelerde para arzında herhangi bir genişleme olduğunda dolaşımdaki paranın artmasından ibaret olabilmektedir (Babayemi, vd. 2013). Para arzının artması enflasyonun artmasına yol açacaktır. Bu da gelişmekte olan ülkelerin sürekli yaşadığı sorunlardan biridir.

BY: Bu değişken ekonomide gerçekleşen yıllık büyüme oranını göstermektedir. Daha fazla büyüme ülkeye daha fazla gelir sağlayacaktır. Dolayısıyla daha yüksek gelir (GSYH); daha iyi mülkiyet hakkı, daha iyi eğitim ve firmalar için daha iyi iş ortamı sağlayacağından dolayı daha fazla sermaye piyasası gelişmişliğini sağlayacaktır (Garcia & Liu, 1999). Bu nedenle bu değişkenin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

TO: Yurt içindeki tasarruf toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Sermaye piyasaları tasarrufları yatırma dönüştürerek finansal sistemde önemli bir rol oynamaktadır. Genellikle tasarrufların artması sermaye piyasalarına daha fazla sermaye akışına neden olmaktadır (Yartey, 2007). Dolayısıyla bu oranın artmasıyla sermaye piyasası gelişmişliğinin de artması beklenmektedir.

İHR: İhracatları temsil eden bu değişken ihracatın toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde bu değişken aynı zamanda ticaret açıklığını göstererek kullanılmıştır. Bu değişkenin ülkeye gelir sağlayacağı için sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

FSG: Finansal sektörün gelişmişliğini temsil etmektedir. Özel sektöre kullandırılan kredilerin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde bu oranın sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.

ENF: Enflasyonu temsil etmektedir. Bu değişken TÜFE'ye (2010 yılı sabit fiyatları) göre hesaplanmıştır. Enflasyon piyasaların belirsizliğini arttıracığı için bu belirsizliğin sermaye piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkileyeceği beklenmektedir.

YSG: Bu değişken yabancı sermaye girişlerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Literatürde gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda yabancı

sermaye girişleri sermaye piyasası gelişmişliğini iten önemli faktörlerden biridir. Yartey (2008) ve Kim & Eliza (2008) gibi çalışmalarda YSG'nin sermaye piyasası gelişmişliği için önemli olduğunu belirlemişlerdir.

PL: Piyasa likiditesini temsil eden bu değişken piyasada gerçekleşen işlem değerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Piyasa likiditesinin işlem maliyeti ile arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yani daha düşük işlem maliyeti uygulayan piyasalar daha likit piyasalardır. Piyasa likiditesi faktörün sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

PDH: Piyasa devir hızı ya da işlem maliyetini gösteren bu oran piyasadaki işlem değerinin piyasa değerine (piyasa kapitalizasyonu) oranı ile hesaplanmıştır. Bu oranın yüksek olması piyasada düşük işlem maliyetinin uygulandığının göstergesidir. Aynı zamanda bu oran piyasa aktiflik derecesinin de göstergesidir. Çalışmanın ikinci bölümünde bahsedildiği gibi gelişmiş piyasalar düşük işlem maliyeti uygular. Dolayısıyla bu oran piyasa kapitalizasyonu ile aynı yönde hareket etmektedir.

SSO: Sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu oran yurtiçindeki yatırım hacmini göstermektedir. Sabit sermaye oluşumunu dünya bankasının tanımladığı gibi tesis, makine ve ekipman alımı, bina (hastaneler okullar) ve bina dışı (demir yolları köprüleri) inşaatı kapsamaktadır. Bu değişkenin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

YDCT: Yurtdışındaki alışanların transferlerinin toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu değişken gelişmekte olan ve özellikle ekonomisi petrole dayanmayan ülkeler için çok önemlidir. Bazı gelişmekte olan ülkelerde yurtdışındaki çalışanların transferleri doğrudan yabancı sermaye girişlerinden daha fazladır. Dolayısıyla alışanların transferlerinin yabancı sermaye girişlerine göre daha büyük bir etkisi olması beklenmektedir. Örneğin 2017 yılında Bangladeş'te yurtdışındaki çalışanların transferleri 15.5 milyar dolar değerinde iken, yabancı sermaye girişleri 2.94 milyar dolar değerindedir. Mısır'da aynı şekilde yurtdışındaki çalışanların transferleri 25.5 milyar dolar değerinde iken, yabancı sermaye girişleri 6.8 milyar dolar değerindedir (World Bank, 2019). Bu nedenle yurtdışındaki çalışanların transferleri ele alınmıştır. Bu değişkenin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

GD: Gelir düzeyi ya da kişi başına düşen GSYH'yi temsil eder. Fakat gelir düzeyinde ülkeler arasında büyük fark bulunmaktadır¹⁴. Bu sorunu gidermek için gelir düzeyinin kukla değişkeni yaratılmıştır. 2018 yılında çalışmaya dahil olan 21 ülkenin gelir düzeyinin ortalaması 14 bin dolar üzerindedir. Bu bağlamda 15 bin dolar ve üstü değerindeki yıllara 1 verilmiştir, diğerlerine ise 0 verilmiştir. Bu yöntemle zenginliğin hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini görmek mümkün olacaktır.

EA: Ekonomik açıklığını gösteren bu oran ithalat ile ihracat toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Genel olarak dışa açık olan ekonomiler daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olur.

YK: Transparency (şeffaflık) örgütü tarafından hesaplanan yolsuzluk kontrolü endeksini temsil etmektedir. Bu endeks Transparency örgütü tarafından 1995 yılından beri hesaplanmaktadır. 1995-2011 yılları arasında yolsuzluk endeksi (0-10) arasında değer almıştır. 2012 yılından bu yana (0-100) arasında değer almaktadır. Bu sorunu çözmek için 1995-2011 yılları arasındaki veriler 10'a çarpılmıştır. Sıfır değeri yüksek yolsuzluk ve düşük şeffaflık için, 100 değeri ise düşük yolsuzluk ve yüksek şeffaflık için değer verilmiştir. Dolayısıyla bu değişkenin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde olumlu bir etkisi beklenmektedir.

BSG: Yurt içi bankacılık sistemi tarafından verilen kredi toplamının GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu oran ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla bu oranın hisse senedi piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi beklenmektedir.

PTR: Bu değişken petrole dayalı ülkelerin kukla değişkenini temsil etmektedir. Bu değişkende 2018 yılında en çok petrol üreten 20 ülke arasında yer alan ülkelere (1) verilmiştir, diğer ülkelere (0) verilmiştir. En çok üretim yapan ülkeler arasında ise; Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Irak, İran, Kuveyt, Nijerya, Kazakistan, Katar, Cezayir ve Umman yer almaktadır. Böylece petrolün sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisini belirlemek mümkün olacaktır. Petrol üretimi ülkeye gelir sağlayacağı için sermaye piyasalarının gelişmişliğini destekleyecektir. Dolayısıyla bu değişkenden beklenen işaret pozitif bir işarettir.

¹⁴ En küçük değer 351 dolar Bangladeş'e ait en büyük değer ise 113.682 dolar Birleşik Arap Emirlikleri'ne aittir.

Çalışmada piyasa likiditesi ile piyasa devir hızı değişkenleri ve faiz oranı ile yurtdışındaki çalışanların transferleri değişkenleri aynı modelde kullanıldığı zaman gözlem sayısı düşmüştür. Dolayısıyla iki model kurmak daha uygun görülmüştür. Birinci modelde piyasa likiditesi ile piyasa devir hızı değişkenleri diğer modelde ise faiz oranı ile çalışanların transferleri bulunmaktadır.

$$MCAP = \theta + \beta_1MATRIX + \beta_2BY + \beta_3YSG + \beta_4ENF + \beta_5PDH \quad (1)$$

$$MCAP = \theta + \beta_1MATRIX + \beta_2TO + \beta_3BSG + \beta_4YK + \beta_4PETROL \quad (2)$$

İki modelde kullanılan “*MATRIX*” kontrol değişkenlerimizi temsil etmektedir. Diğer değişkenler ise ilgi değişkenlerimizdir. Aşağıdaki tabloda iki modelde kullanılan değişkenler gösterilmektedir.

Tablo 4.4. Çalışmadaki İki Modelin Değişkenleri

Değişken Türü	Birinci Modelin Değişkenleri	İkinci Modelin Değişkenleri
Bağımlı	SPG	SPG
Kontrol Değişken	SSO	FO
	TO	PA
	FSG	BY
	GD	SSO
	PL	YDCT
	YK	GD
	İHR	EA
	İlgi Değişken	BY
YSG		BSG
ENF		YK
PDH		PTR

Aşağıdaki tabloda kullandığımız değişkenlerin literatürde hangi çalışmalar tarafından kullanıldığı gösterilmiştir.

Tablo 4.5. Değişkenlerin Literatürdeki Yeri*

Değişken	Literatürde kullanan çalışmalar
SPG	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Yartey, 2007), (Yartey, 2008), (Billmeier & Massa, 2007), (Kurach, 2010), (Forti, Yen-Tsang, & Peixoto, 2011), (Nguyen & Hanh, 2012), (Babayemi, Asare, Onwuka, Singh, & James, 2013), (Bengtsson, 2013), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014), (Şahin & Temelli, 2018).
FO	(Ali, 2014), (Khalid, 2017), (Ayaydın & Baltacı, 2013), (Mbulawa, 2015).
YSG	(Mandacı, Aktan, Gümüş, & Tvaronaviciene, 2013), (Raza & Jawaid, 2012), (Raza, Shahzadi, & Akram, 2014), (Mbulawa, 2015), (Yartey, 2008), (Babayemi, Asare, Onwuka, Singh, & James, 2013), (Bengtsson, 2013), (Ayaydın, Hayaloğlu, & Baltacı, 2013), (Ayaydın & Baltacı, 2013).
SSO	(Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Yartey, 2007), (Billmeier & Massa, 2007), (Yartey, 2008), (Bengtsson, 2013), (Ruwaydah & Ushad, 2015).
YDCT	(Billmeier & Massa, 2007), (Mandacı, Aktan, Gümüş, & Tvaronaviciene, 2013), (Raza & Jawaid, 2012), (Mbulawa, 2015), (Shahzad, Adnan, Ali, & Raza, 2014).
GD / BY	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur & Ghazouani, 2004), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Yartey, 2007), (Yartey, 2008) (Kurach, 2010), (Ayaydın, Hayaloğlu, & Baltacı, 2013), (Bengtsson, 2013), (Raza, Shahzadi, & Akram, 2014), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014), (Horvath, 2014), (Ruwaydah & Ushad, 2015).
PL	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Yartey, 2007), (Billmeier & Massa, 2007), (Yartey, 2008), (Kurach, 2010), (Nguyen & Hanh, 2012).
PDH	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Kurach, 2010), (Nguyen & Hanh, 2012), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014).
EA	(Forti, Yen-Tsang, & Peixoto, 2011), (Horvath, 2014), (Raza, Shahzadi, & Akram, 2014), (Mbulawa, 2015).
PA	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Kurach, 2010), (Nguyen & Hanh, 2012), (Babayemi, Asare, Onwuka, Singh, & James, 2013), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014), (Ayaydın & Baltacı, 2013), (Ruwaydah & Ushad, 2015).
TO	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2007), (Yartey, 2007), (Yartey, 2008), (Kurach, 2010), (Nguyen & Hanh, 2012), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014), (Ayaydın, Hayaloğlu, & Baltacı, 2013), (Ayaydın & Baltacı, Corruption, Banking Sector, and Stock Market Development: A Panel Data Analysis, 2013), (Khan, 2017), (Matadeen, 2017).
YK	(Bengtsson, 2013), (Ayaydın & Baltacı, 2013), (Bayar Y. , 2016a).
BSG	(Kim & Eliza, 2008), (Yartey, 2008), (Ayaydın & Baltacı, 2013), (Mandacı, Aktan, Gümüş, & Tvaronaviciene, 2013), (Ruwaydah & Ushad, 2015).
ENF	(Garcia & Liu, 1999), (Naceur & Ghazouani, Does Inflation Impact On Financial Sector Performance In The MENA Region?, 2004), (Yartey, 2008), (Nguyen & Hanh, 2012), (Şükrüoğlu & Nalin, 2014), (Ayaydın, Hayaloğlu, & Baltacı, 2013), (Ayaydın & Baltacı, 2013), (Horvath, 2014), (Mbulawa, 2015), (Ruwaydah & Ushad, 2015), (Khan, 2017), (Matadeen, 2017),
FSG	(Yartey, 2007), (Ayaydın, Hayaloğlu, & Baltacı, 2013), (Mandacı, Aktan, Gümüş, & Tvaronaviciene, 2013), (Bayar & Gavriltea, 2018).
İHR	(Bengtsson, 2013), (Raza, Shahzadi, & Akram, 2014), (Horvath, 2014).

**Petrol kukla değişkeni ilk defa tarafımızdan kullanılmıştır.*

Araştırmada model tahminleri Stata 13 programı kullanılarak yapılmıştır.

4.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Araştırmada enflasyon, faiz oranı, kriz ve para arzı değişkenleri hariç bütün değişkenlerden beklenen işaret pozitif bir işarettir. Aşağıdaki tabloda bağımlı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki gösterilmiştir.

Tablo 4.6. Beklenen İşaret

Değişken	Beklenen işaret	Değişken	Beklenen işaret
FO	-	SSO	+
PA	+/-	YDCT	+
BY	+	GD	+
TO	+	EA	+
FSG	+	YK ¹⁵	+
İHR	+	BSG	+
ENF	-	PTR	+/-
YSG	+	PDH	+
PL	+		

Tablo 4.6.'ya göre değişkenlerin çoğu sermaye piyasası gelişmişliğini olumlu etkilemektedir. Buna dayanarak adı geçen bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişki şu şekilde kurulmuştur.

Birinci modelin temel hipotezleri ilgili değişkenler üzerinden kurulmuştur. Yan hipotezleri ise kontrol değişkenleri üzerinden kurulmuştur. Birinci modelde ilgili değişkenler üzerinden kurulan temel hipotezler şunlardır:

- H1: Büyüme ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H2: Yabancı sermaye girişleri ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H3: Enflasyon ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H4: Piyasa devir hızı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.

Birinci modelde kontrol değişkenler üzerinden kurulan yan hipotezleri şunlardır:

¹⁵ Yolsuzluk kontrolü yükseldikçe sermaye piyasaları gelişecektir.

- Ha1: Sabit sermaye oluşumu ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha2: Tasarruf oranı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha3: Finansal sektörun gelişmişliği ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha4: Gelir düzeyi ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha5: Piyasa likiditesi ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha6: Yolsuzluk kontrolü ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha7: İhracat ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.

İkinci modelin temel hipotezleri şunlardır:

- H1: Tasarruf oranı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H2: Yolsuzluk kontrolü ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H3: Bankacılık sektörü gelişmişliği ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- H4: Petrol değişkeni ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.

İkinci modelin yan hipotezleri ise şunlardır:

- Ha1: Faiz oranı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha2: Para arzı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha3: Büyüme ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha4: Sabit sermaye oluşumu ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.

- Ha5: Yurtdışındaki çalışanların transferleri ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha6: Gelir düzeyi ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.
- Ha7: Ekonomik açıklık ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır.

4.6. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırmada panel veri analizine geçmeden önce bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Bağımsız değişkenler arasında güçlü ilişkilerin olmasına bağlantı veya çoklu doğrusal bağlantı adı verilmekte ve genel olarak regresyon analizinde istenmeyen durumu göstermektedir. Bu bağlamda bağımsız değişkenler birbiriyle bağıntılı ise, bunlardan bazılarının modelden çıkartılması gerekebilmektedir. Çoklu bağlantının varlığını işaret eden gösterge ise, iki bağımsız değişken arasındaki basit korelasyon katsayısının 1 değerine (teorik olarak 0.80 ve üstü olması) yaklaşmasıdır (Albayrak, 2005: 109; Tunç, 2018: 22). Dolayısıyla panel veri analizine geçmeden önce bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olup olmadığını görebilmek için korelasyon analizi yapılmıştır. Aşağıdaki tabloda korelasyon analizinden elde edilen katsayı verileri gösterilmiştir.

Aşağıdaki Tabloda sunulduğu gibi sadece ihracat (İHR) ile ekonomik açıklık (EA) ve bankacılık sektörü gelişmişliği (BSG) ile finansal gelişmişliği (FG) değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi bulunmaktadır. Bu sorunu çözebilmek için aralarında yüksek korelasyon bulunan değişkenler farklı modellerde kullanılmıştır.

Tablo 4.7. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Analizi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1																	
SPG	1																
2	.42																
FO		1															
3	.35	-.26															
PA			1														
4	.18	.007	-.02														
BY				1													
5	.21	-.34	.06	.05	1												
TO																	
6	.64	-.36	.75	-.01	.23	1											
FG																	
7	.66	-.23	.31	.01	.51	.48	1										
İHR																	
8	.03	-.22	.14	.04	.03	.15	.15	1									
ENF																	
9	.33	.07	.08	.15	.24	.14	.27	.06	1								
YSG																	
10	.44	-.29	.02	.11	.09	.10	.16	-.04	.03	1							
PL																	
11	-.11	-.05	-.16	.03	-.16	-.18	-.24	-.14	-.08	.62	1						
PDH																	
12	.13	-.10	.19	.07	.35	.21	.15	.01	.12	-.07	-.18	1					
SSO																	
13	-.02	.10	.31	.06	.45	.10	.06	.08	-.02	-.05	-.12	.04	1				
YDCT																	
14	.69	-.12	.37	.01	.19	.48	.91	.17	.21	.13	-.25	.22	.15	1			
EA																	
15	.52	-.71	.21	.00	.33	.51	.65	.14	.01	.12	-.08	-.03	-.04	.63	1		
YK																	
16	.68	-.37	.75	-.01	.25	.99	.48	.14	.15	.11	-.17	.21	.09	.48	.52	1	
BSG																	
17	-.21	-.21	.017	.007	.46	.10	.13	-.03	.03	.03	-.21	.13	-.21	-.01	.17	.12	1
PTR																	

Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi iyi anlamak için Havuzlanmış en küçük kareler regresyon (HEKK) tahmini yapılmıştır. Aşağıdaki tablolarda birinci ve ikinci model en küçük kareler regresyon testinin sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 4.8. Havuzlanmış En Küçük Kareler Tahmini (Birinci Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Değişkenler	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG
SSO	1.215*** (0.352)	1.074*** (0.351)	1.226*** (0.356)	1.448*** (0.380)	0.946*** (0.320)	0.655* (0.358)
TO	-0.360** (0.177)	-0.356** (0.175)	-0.366** (0.181)	-0.507*** (0.190)	-0.330** (0.161)	-0.362** (0.176)
FG	0.219** (0.0961)	0.258*** (0.0957)	0.216** (0.0980)	0.163 (0.107)	0.175* (0.0930)	0.305*** (0.105)
GD	-15.14** (6.661)	-14.01** (6.580)	-15.03** (6.735)	-13.54** (6.735)	-16.55*** (6.221)	-12.49* (6.369)
PL	0.663*** (0.0688)	0.622*** (0.0694)	0.661*** (0.0697)	0.688*** (0.0727)	1.179*** (0.0887)	1.097*** (0.0918)
YK	0.346 (0.225)	0.382* (0.222)	0.326 (0.235)	0.194 (0.236)	0.503** (0.208)	0.536** (0.230)
İHR	0.887*** (0.141)	0.841*** (0.140)	0.888*** (0.151)	1.011*** (0.158)	0.613*** (0.130)	0.452*** (0.161)
BY		1.377*** (0.484)				1.125** (0.477)
YSG			0.342 (0.878)			0.848 (0.811)
ENF				0.0752 (0.0474)		-0.0570 (0.0453)
PDH					-0.291*** (0.0350)	-0.294*** (0.0372)
Sabit Terim	-41.55*** (8.766)	-45.36*** (8.746)	-41.06*** (9.112)	-47.29*** (10.26)	-23.32*** (8.297)	-15.73 (10.64)
Gözlem Sayısı	255	255	249	249	246	234
R²	0.682	0.692	0.682	0.687	0.757	0.768
Düzeltilmiş R²	0.6731	0.6822	0.6716	0.6766	0.7487	0.7565
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

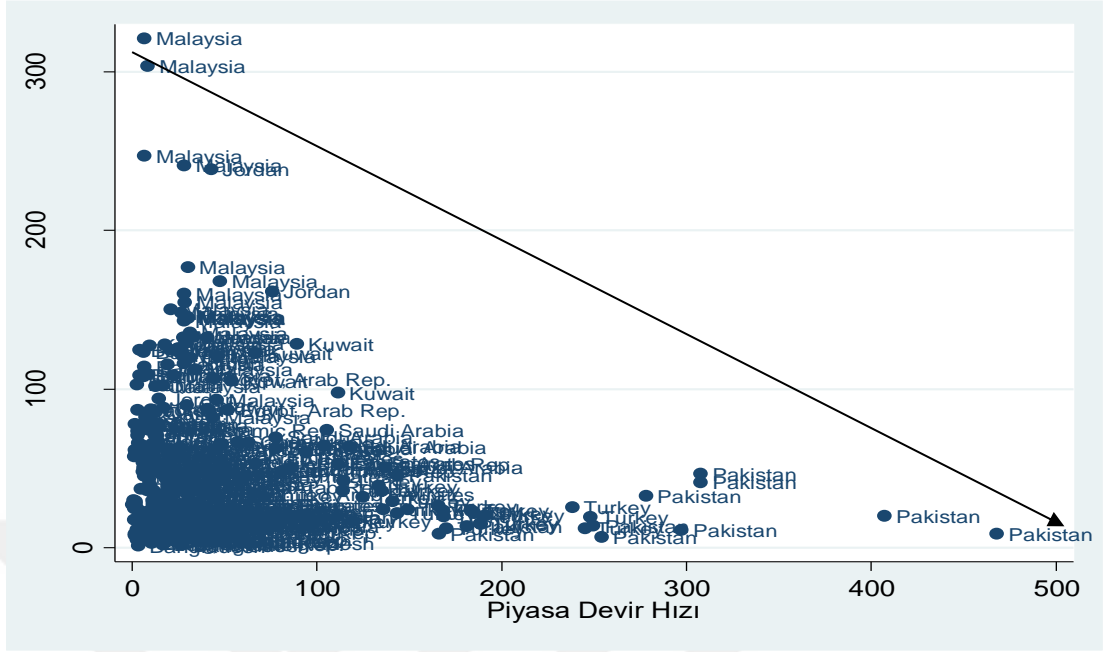
NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

HEKK Tahmininin sonuçlarının yer aldığı Tablo 4.8’de görüldüğü üzere birinci modelin R2 değeri 0.768’dir. R-kare değerinin 0.768 olması sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %76.8’i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile modelin bağımlı değişken için açıklama gücü %76.8’dir. Modelin F-istatistiğinde P değerine bakıldığında 0.05’ten küçük olduğu için modelin genel olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Modelde finansal gelişmişliği (FG), piyasa likiditesi (PL), ihracat (İHR) ve piyasa devir hızı (PDH) değişkenleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Tasarruf oranı (TO), yolsuzluk kontrolü (YK) ve büyüme (BY) %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer taraftan sabit sermaye oluşumu (SSO) ve gelir düzeyi (GD) %10 düzeyinde anlamlıdır. Yabancı sermaye girişleri (YSG) ve enflasyon (ENF) ise anlamsızdır. Modelde sabit terim ise anlamsızdır.

Birinci modele göre enflasyon ve yabancı sermaye girişlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde bir etkisi olmadığı görülmektedir. Piyasa likiditesinin ise sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Yani piyasa likiditesi %1 artığında sermaye piyasası gelişmişliği %1.097 artar. Diğer taraftan piyasa devir hızının veya piyasa aktifliğinin sermaye piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkilediği görülmektedir. Yani piyasa devir hızı oranı %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.294 azalır. Bu değişkenin pozitif bir etkisi beklenirken negatif bir etkisi olmuştur. Bunun nedeni ise küçük ama aktif piyasaların bulunması ya da büyük ama az aktif piyasaların bulunmasıdır. Malezya, Pakistan ile Türkiye’ye göre büyük bir piyasaya sahiptir. Diğer yandan Pakistan ile Türkiye Malezya’ya göre daha aktif piyasalara sahiptirler. Aşağıdaki Şekil 4.1’de bu ilişki net bir olarak görülmektedir.

Şekil 4.1. Sermaye Piyasası Gelişmişliği ve Piyasa Devir Hızı



Büyüme, ihracat, yolsuzluk kontrolü ve finansal gelişmişliği değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Sabit sermaye oluşumu ise sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde etkisi pozitifdir. Diğer taraftan tasarruf oranı sermaye piyasası gelişmişliğini negatif etkilediği görülmektedir. Yani tasarruflar %1 artığında sermaye piyasası gelişmişliği %0.362 azalacaktır. Ayrıca gelir sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Yani zengin olan ülkelerin (kişi başına düşen GSYH'si 15 bin dolar ve üzeri olan ülkeler) piyasaları diğer ülkelere göre az gelişmiş piyasalara sahiptir.

Tablo 4.9. Havuzlanmış En Küçük Kareler Tahmini (İkinci Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Değişkenler	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG
FO	-0.538 (0.623)	-0.796 (0.596)	-0.642 (0.547)	0.526 (0.668)	-0.630 (0.593)	-0.215 (0.581)
PA	-0.169** (0.0781)	-0.187** (0.0746)	-0.509*** (0.0813)	-0.114 (0.0742)	-0.206*** (0.0748)	-0.396*** (0.0758)
BY	2.107*** (0.691)	1.896*** (0.661)	2.056*** (0.608)	2.437*** (0.656)	1.568** (0.668)	2.105*** (0.567)
SSO	0.270 (0.324)	1.043*** (0.352)	0.340 (0.285)	0.0368 (0.320)	0.668** (0.320)	0.567* (0.312)
YDCT	0.585 (0.635)	-1.391* (0.742)	1.750*** (0.578)	0.169 (0.579)	0.319 (0.607)	-0.0502 (0.704)
GD	-35.16*** (8.153)	-31.38*** (7.819)	-29.34*** (7.206)	-55.49*** (9.353)	-17.72** (8.609)	-33.46*** (8.622)
EA	0.996*** (0.0691)	1.039*** (0.0666)	0.565*** (0.0822)	0.671*** (0.0830)	0.927*** (0.0674)	0.490*** (0.0904)
TO		-1.069*** (0.232)				-0.570** (0.274)
BSG			1.004*** (0.129)			0.677*** (0.124)
YK				1.738*** (0.335)		1.041*** (0.303)
PTR					-26.72*** (5.705)	-10.98* (6.089)
Sabit Terim	-25.81* (13.68)	-5.889 (13.75)	-20.52* (12.05)	-66.87*** (18.29)	-14.97 (13.23)	-25.13 (17.01)
Gözlem Sayısı	211	211	211	175	211	175
R²	0.686	0.716	0.759	0.735	0.717	0.811
Düzeltilmiş R²	0.6752	0.7046	0.7490	0.7227	0.7056	0.7984
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

HEKK Tahmininin sonuçlarının yer aldığı Tablo 4.9’da görüldüğü üzere ikinci modelin R-kare değeri 0.811’dir. R-kare değerinin 0.811 olması sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %81.1’i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile modelin bağımlı değişken için açıklama gücü %81.1’dir. Modelin F-istatistiğinde P değerine bakıldığında 0.05’ten küçük olduğu için modelin genel olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Modelde para arzı (PA), büyüme (BY), gelir düzeyi (GD), ekonomik açıklık (EA), bankacılık sektörü gelişmişliği (BSG) ve yolsuzluk kontrolü (YK) değişkenleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Tasarruf oranı (TO) %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer taraftan sabit sermaye oluşumu (SSO) ve petrol (PTR) %10 düzeyinde anlamlıdır. Faiz oranı (FO) ve yurtdışındaki çalışanların transferleri (YDCT) değişkenleri ise anlamsızdır. Modelde sabit terim ise anlamsızdır.

İkinci modele göre, tasarruf oranının sermaye piyasası gelişmişliğini negatif etkilediği görülmektedir. Yani tasarruf oranı %1 artığında sermaye piyasası gelişmişliği %0,567 azalmaktadır. Diğer bir ifade ile tasarruflar sermaye piyasası dışında değerlendirildiği yorumlanabilmektedir. Bunun nedeni ise ekonomik birimlerin sermaye piyasalarına güvenmemesi ya da bu ülkelerde yüksek faiz uygulanması olabilmektedir. Bankacılık sektörü gelişmişliği sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Yolsuzluk Kontrolü sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Yani yolsuzluk sermaye piyasalarını olumsuz etkilemektedir. Petrol sermaye piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile ekonomisi petrole dayanan ülkelerinin sermaye piyasaları diğer ülkelerin piyasalarına göre az gelişmiş piyasalardır. Faiz oranı ve yurtdışındaki çalışanların transferleri değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde etkisinin olmadığı görülmektedir. Ekonomik açıklık ve büyüme değişkenleri sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Para arzı ve gelir düzeyi sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir. Sabit sermaye oluşumu sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir.

Araştırmada tüm modeller öncelikle sabit etkiler ve rassal etkiler modellerine göre tahmin edilmiş ve ardından hangi modelin kullanılacağına belirlenmesi için Hausman testi yapılmıştır.

Tablo 4.10. Sabit Etkiler Tahmininin Sonuçları (Birinci Model)

Değişkenler	(1) SPG	(2) SPG	(3) SPG	(4) SPG	(5) SPG	(6) SPG
SSO	2.205*** (0.331)	2.102*** (0.336)	2.220*** (0.338)	2.343*** (0.353)	2.036*** (0.331)	1.939*** (0.381)
TO	-0.946*** (0.291)	-0.944*** (0.290)	-1.008*** (0.305)	-0.934*** (0.296)	-0.706** (0.285)	-0.715** (0.307)
FG	-0.168 (0.111)	-0.135 (0.112)	-0.127 (0.114)	-0.232* (0.122)	-0.136 (0.111)	-0.0703 (0.129)
GD	-	-	-	-	-	-
PL	0.465*** (0.0699)	0.447*** (0.0704)	0.445*** (0.0715)	0.468*** (0.0707)	0.787*** (0.0858)	0.743*** (0.0901)
YK	0.833*** (0.264)	0.801*** (0.263)	0.835*** (0.276)	0.698** (0.294)	0.712*** (0.254)	0.729** (0.290)
İHR	0.577*** (0.179)	0.563*** (0.179)	0.627*** (0.189)	0.629*** (0.189)	0.480*** (0.175)	0.454** (0.199)
BY		0.619* (0.375)				0.717* (0.399)
YSG			0.922 (0.698)			0.727 (0.677)
ENF				0.0492 (0.0390)		-0.00342 (0.0395)
PDH					-0.217*** (0.0366)	-0.214*** (0.0386)
Sabit Terim	-32.33** (13.97)	-32.35** (13.92)	-35.89** (14.90)	-34.06** (14.37)	-23.80* (13.60)	-26.55* (15.14)
Gözlem Sayısı	255	255	249	249	246	234
R²	0.339	0.347	0.340	0.342	0.436	0.440
Grup Sayısı	18	18	18	18	18	18
Birim İçi R²	0.3393	0.3471	0.3397	0.3417	0.4361	0.4396
Birimler Arası R²	0.5234	0.5628	0.5291	0.5176	0.6991	0.7065
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman Testi						0.3397
Wooldridge Testi						0.1407
Wald Test						0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Birinci modelin sabit etkiler tahmini Tablo 4.10.'da, rassal etkiler tahmini Tablo 4.11.'de sunulmuştur. Birinci modelde, Hausman testinin sonuçlarına göre P değeri 0.05'den büyük olduğu için rassal etkiler tahminininin kullanılması daha uygun görülmüştür.

Tablo 4.11. Rassal Etkiler Tahminininin Sonuçları (Birinci Model)

Değişkenler	(1) SPG	(2) SPG	(3) SPG	(4) SPG	(5) SPG	(6) SPG
SSO	2.023*** (0.324)	1.882*** (0.327)	2.022*** (0.330)	2.159*** (0.347)	1.794*** (0.319)	1.662*** (0.364)
TO	-0.811*** (0.257)	-0.795*** (0.253)	-0.846*** (0.266)	-0.837*** (0.263)	-0.578** (0.242)	-0.588** (0.260)
FG	-0.0817 (0.106)	-0.0335 (0.106)	-0.0494 (0.108)	-0.139 (0.116)	-0.0458 (0.104)	0.0204 (0.119)
GD	4.091 (13.98)	4.192 (13.24)	3.903 (14.06)	4.943 (14.63)	-0.907 (12.13)	0.218 (13.37)
PL	0.492*** (0.0681)	0.472*** (0.0687)	0.474*** (0.0694)	0.494*** (0.0690)	0.858*** (0.0840)	0.800*** (0.0875)
YK	0.848*** (0.245)	0.815*** (0.243)	0.822*** (0.258)	0.756*** (0.269)	0.747*** (0.231)	0.791*** (0.261)
İHR	0.625*** (0.158)	0.613*** (0.155)	0.644*** (0.165)	0.681*** (0.171)	0.509*** (0.150)	0.435** (0.175)
BY		0.778** (0.378)				0.814** (0.395)
YSG			0.973 (0.691)			0.782 (0.661)
ENF				0.0416 (0.0384)		-0.0180 (0.0384)
PDH					-0.237*** (0.0358)	-0.233*** (0.0375)
Sabit Terim	-40.19*** (12.48)	-41.43*** (12.11)	-41.41*** (13.09)	-42.65*** (13.17)	-30.72*** (11.49)	-31.48** (13.32)
Gözlem Sayısı	255	255	249	249	246	234
Grup Sayısı	18	18	18	18	18	18
R²	0.3354	0.3421	0.3362	0.3378	0.4320	0.4367
Birimler Arası R²	0.5858	0.6309	0.5875	0.5763	0.7341	0.7402
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman Testi						0.3397
Wooldridge Testi						0.1407
Wald Test						0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.11’de yer alan rassal etkiler tahmin sonuçlarına göre birinci modelin R kare ülkeler arasında 0.7402’dir, ve ülke içinde 0.4367’dir. Modelin F-istatistiğine bakıldığında P değeri 0.05’ten küçük olduğu için modelin genel olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Modelde sabit sermaye oluşumu (SSO), piyasa likiditesi (PL), yolsuzluk kontrolü (YK) ve piyasa devir hızı (PDH) değişkenleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Tasarruf oranı (TO), ihracat (İHR) ve büyüme (BY) %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer taraftan finansal gelişmişliği (FG), gelir düzeyi (GD) ve yabancı sermaye girişleri (YSG) ve enflasyon (ENF) değişkenleri ise anlamsızdır. Modelde sabit terim ise %5 düzeyinde anlamlıdır.

Birinci modelden elde edilen sonuçlara göre finansal gelişmişlik, gelir düzeyi, yabancı sermaye girişleri ve enflasyon değişkenleri sermaye piyasası gelişmişliğini etkilememektedir. Piyasa likiditesi, yolsuzluk kontrolü, ihracat ve büyüme ve sabit sermaye oluşumu değişkenleri sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Diğer taraftan tasarruf oranı ile piyasa devir hızı sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir.

İkinci modelin sabit etkiler tahmini Tablo 4.12.’de, rassal etkiler tahmini Tablo 4.13.’de sunulmuştur. İkinci modelde, Hausman testinin sonuçlarına göre P değeri 0.05’den küçük olduğu için sabit etkiler tahmininin kullanılması daha uygun görülmüştür. Fakat yukarıda belirtildiği gibi İslam İşbirliği Teşkilatı ülkeleri birbirinden oldukça farklı özelliklere sahip ülkeler olduğu için ve sabit etkiler tahmini, en küçük kareler yönteminde kukla değişkenler ile çözülebilen çoklu doğrusal sorununu ağırlaştırabileceği için rassal etkiler tahmini tercih edilmiştir.

Tablo 4.12. Sabit Etkiler Tahmininin Sonuçları (İkinci Model)

Değişkenler	(1) SPG	(2) SPG	(3) SPG	(4) SPG	(5) SPG	(6) SPG
FO	-0.659 (0.671)	-0.833 (0.674)	-0.594 (0.668)	-0.933 (0.725)	-0.659 (0.671)	-0.979 (0.732)
PA	0.183 (0.154)	0.136 (0.155)	-0.0448 (0.195)	0.464** (0.190)	0.183 (0.154)	0.364 (0.243)
BY	1.771*** (0.586)	1.746*** (0.582)	1.875*** (0.585)	1.564*** (0.547)	1.771*** (0.586)	1.608*** (0.555)
SSO	1.607*** (0.296)	1.863*** (0.325)	1.469*** (0.303)	1.578*** (0.321)	1.607*** (0.296)	1.552*** (0.359)
YDCT	0.806 (0.972)	0.495 (0.980)	1.147 (0.982)	1.272 (0.991)	0.806 (0.972)	1.264 (1.085)
GD	-	-	-	-	-	-
EA	0.499*** (0.114)	0.594*** (0.125)	0.448*** (0.117)	0.441*** (0.117)	0.499*** (0.114)	0.456*** (0.135)
TO		-0.588* (0.317)				-0.138 (0.402)
BSG			0.398* (0.211)			0.110 (0.214)
YK				0.581 (0.386)		0.564 (0.391)
PTR					-	-
Sabit Terim	-49.79*** (17.52)	-40.31** (18.15)	-46.60*** (17.49)	-85.47*** (24.53)	-49.79*** (17.52)	-78.64*** (28.44)
Gözlem Sayısı	211	211	211	175	211	175
R²	0.287	0.300	0.300	0.301	0.287	0.303
Grup Sayısı	12	12	12	12	12	12
R²	0.2874	0.2999	0.3004	0.3008	0.2874	0.3029
Birimler Arası R²	0.4690	0.4604	0.6431	0.4159	0.4690	0.4691
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman Testi						0.0001
Wooldridge Testi						0.1279
Wald Test						0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.13’de yer alan rassal etkiler tahmini sonuçlarına göre ikinci modelin R kare ülkeler arasında değeri 0.4691’dir, ve ülke içinde 0.3029’dür. Modelin F-istatistiğine bakıldığında P değeri 0.05’ten küçük olduğu için modelin genel olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Modelde para arzı (PA), büyüme (BY), gelir düzeyi (GD), ekonomik açıklık (EA), bankacılık sektörü gelişmişliği (BSG) ve yolsuzluk kontrolü (YK) değişkenleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Tasarruf oranı (TO) %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer taraftan sabit sermaye oluşumu (SSO) ve petrol (PTR) %10 düzeyinde anlamlıdır. Faiz oranı (FO) ve yurtdışındaki çalışanların transferleri (YDCT) değişkenleri ise anlamsızdır. Modelde sabit terim ise anlamsızdır.

İkinci modelden elde edilen sonuçlara göre faiz oranı (FO) ve yurtdışındaki çalışanların transferleri (YDCT) değişkenleri sermaye piyasası gelişmişliğini etkilememektedir. Para arzı (PA), tasarruf oranı (TO) ve gelir düzeyi (GD) değişkenleri sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir. Büyüme (BY), ekonomik açıklık (EA), bankacılık sektörü gelişmişliği (BSG) ve yolsuzluk kontrolü (YK) sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif etkilemektedir. Diğer yandan sabit sermaye oluşumu (SSO) ve petrol (PTR) değişkenleri %10 için anlamlıdır. Fakat sabit sermaye oluşumu sermaye piyasası gelişmişliğini olumlu etkilerken, petrol değişken olumsuz etkilemektedir.

Tablo 4.13. Rassal Etkiler Tahminin Sonuçları (İkinci Model)

Değişkenler	(1) SPG	(2) SPG	(3) SPG	(4) SPG	(5) SPG	(6) SPG
FO	-1.013 (0.657)	-1.178* (0.658)	-0.768 (0.580)	-0.558 (0.693)	-1.032 (0.653)	-0.215 (0.581)
PA	0.0270 (0.104)	-0.00964 (0.108)	-0.484*** (0.0904)	0.117 (0.115)	-0.00460 (0.105)	-0.396*** (0.0758)
BY	1.718*** (0.601)	1.673*** (0.594)	2.006*** (0.602)	1.701*** (0.553)	1.637*** (0.599)	2.105*** (0.567)
SSO	1.336*** (0.302)	1.630*** (0.325)	0.558* (0.289)	1.331*** (0.319)	1.397*** (0.302)	0.567* (0.312)
YDCT	0.367 (0.809)	-0.178 (0.857)	1.736*** (0.631)	0.172 (0.818)	0.174 (0.811)	-0.0502 (0.704)
GD	-18.14 (19.54)	-14.92 (20.64)	-28.18*** (8.878)	-30.42 (27.47)	-2.577 (21.14)	-33.46*** (8.622)
EA	0.652*** (0.0955)	0.709*** (0.102)	0.543*** (0.0863)	0.491*** (0.100)	0.632*** (0.0955)	0.490*** (0.0904)
TO		-0.560** (0.274)				-0.570** (0.274)
BSG			0.970*** (0.141)			0.677*** (0.124)
YK				0.935*** (0.354)		1.041*** (0.303)
PTR					-24.44* (13.03)	-10.98* (6.089)
Sabit Terim	-36.80** (15.70)	-27.35 (16.65)	-22.85* (12.64)	-65.85*** (20.46)	-25.70 (16.70)	-25.13 (17.01)
Gözlem Sayısı	211	211	211	175	211	175
Grup Sayısı	12	12	12	12	12	12
R²	0.2762	0.2905	0.2513	0.2802	0.2759	0.2155
Birimler Arası R²	0.5782	0.5532	0.8538	0.6578	0.6078	0.8840
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman Testi						0.0001
Wooldridge Testi						0.1279
Wald Test						0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

İki modelde de rassal etkiler tahmininin kullanılmasının uygun olduğu tespit edildikten sonra modellerde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığını belirlemek için sırasıyla Wald ve Wooldridge testleri yapılmıştır. Wald testinin sonucu 0.05'ten düşük olduğunda değişen varyans problemi olduğu anlamına gelmektedir. Diğer taraftan Wooldridge testinin sonucu 0.05'ten büyük olduğunda otokorelasyon problemi bulunduğu demektir. Testlerin sonuçları modellerin ikisinde de değişen varyans sorunun olduğunu, otokorelasyon sorunun olmadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla değişen varyan sorunu çözebilmek için Robust tahmini yapılmıştır.

Birinci modelden elde edilen Robust tahmininin sonuçlarının yer aldığı Tablo 4.14' te de görüldüğü üzere birinci modelin ülkeler arasında R² değeri 0.7402'dur. R-kare değerinin 0.7402 olması, ülkeler arasında sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %74.02'i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır, ülke içinde R² değeri ise 0.4367'dur. R-kare değerinin 0.4367 olması, ülke içinde sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %43.67'i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile modelin bağımlı değişken için açıklama gücü ülkeler arasında %74.02 ve ülke içinde %43.67'dir. Modelin F-istatistiğinde P değerine bakıldığında 0.05'ten küçük olduğu için modelin genel olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Analiz sonuçlarına göre sabit sermaye oluşumu (SSO), piyasa likiditesi (PL) ve piyasa devir hızı (PDH) değişkenleri %1 oranında anlamlıdır. Tasarruf oranı (TO), yolsuzluk kontrolü (YK) ve ihracat (İHR) %5 oranında anlamlıdır. Diğer taraftan finansal gelişmişlik (FG), gelir düzeyi (GD), büyüme (BY), yabancı sermaye girişleri (YSG) ve enflasyonun (ENF) sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi anlamsızdır. Dolayısıyla H₁ (Büyüme sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir), H₂ (Yabancı sermaye girişleri sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir), H₃ (Enflasyon sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir), H₄ (Finansal sektörün gelişmişliği sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir) ve H₅ (Gelir düzeyi sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir) hipotezleri reddedilmiştir. Modelde sabit terimi ise anlamsızdır.

Tablo 4.14. Robust Tahmininin Sonuçları (Birinci Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Değişkenler	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG	SPG
SSO	2.023*** (0.670)	1.882*** (0.599)	2.022*** (0.699)	2.159*** (0.666)	1.794*** (0.623)	1.662*** (0.572)
TO	-0.811** (0.393)	-0.795** (0.384)	-0.846** (0.407)	-0.837** (0.400)	-0.578** (0.280)	-0.588** (0.296)
FG	-0.0817 (0.132)	-0.0335 (0.141)	-0.0494 (0.127)	-0.139 (0.134)	-0.0458 (0.130)	0.0204 (0.118)
GD	4.091 (18.38)	4.192 (16.94)	3.903 (19.05)	4.943 (18.89)	-0.907 (14.91)	0.218 (14.72)
PL	0.492*** (0.179)	0.472*** (0.179)	0.474*** (0.178)	0.494*** (0.173)	0.858*** (0.195)	0.800*** (0.196)
YK	0.848*** (0.298)	0.815*** (0.283)	0.822** (0.328)	0.756** (0.318)	0.747*** (0.256)	0.791** (0.329)
İHR	0.625*** (0.214)	0.613*** (0.220)	0.644*** (0.225)	0.681*** (0.224)	0.509*** (0.157)	0.435** (0.181)
BY		0.778 (0.522)				0.814 (0.561)
YSG			0.973 (0.963)			0.782 (0.932)
ENF				0.0416 (0.0588)		-0.0180 (0.0689)
PDH					-0.237*** (0.0780)	-0.233*** (0.0818)
Sabit Terim	-40.19** (16.26)	-41.43** (16.98)	-41.41** (19.22)	-42.65** (17.10)	-30.72** (15.66)	-31.48 (19.61)
Gözlem Sayısı	255	255	249	249	246	234
Grup Sayısı	18	18	18	18	18	18
R²	0.3354	0.3421	0.3362	0.3378	0.4320	0.4367
Birimler Arası R²	0.5858	0.6309	0.5875	0.5763	0.7341	0.7402
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Birinci modelde anlamlı olan değişkenler tek tek değerlendirildiğinde piyasa devir hızının sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemesi beklenirken, negatif yönde etkilemektedir. Yani piyasa devir hızı %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.233 azalacaktır. Bunun nedeni ise küçük ama aktif piyasaların bulunması ya da büyük ama az aktif piyasaların bulunmasıdır. Dolayısıyla H_4 hipotezi (Piyasa devir hızı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) kabul edilmiştir.

Diğer yandan, sabit sermaye oluşumu sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif etkilemektedir. Diğer bir ifade ile sabit sermaye oluşumu %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %1.662 artacaktır. Dolayısıyla H_{a1} (Sabit sermaye oluşumu ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezi kabul edilmiştir.

Tasarruf oranı sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir. Diğer bir ifade ile tasarruf oranı %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.588 azalacaktır. Dolayısıyla H_{a2} (Tasarruf oranı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezi kabul edilmiştir.

Piyasa likiditesi, yolsuzluk kontrolü ve ihracat sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Piyasa likiditesi %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.800 artacaktır, yolsuzluk kontrolü %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.791 artacaktır ve ihracat %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.435 artacaktır. Böylece H_{a5} (Piyasa likiditesi ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır), H_{a6} (Yolsuzluk kontrolü ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) ve H_{a7} (İhracat ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezleri kabul edilmiştir.

İkinci modelden elde edilen Robust tahmini sonuçları Tablo 4.15.'te sunulmuştur. Modelin ülkeler arasında R^2 değerine bakıldığında 0.8840 olduğu görülmektedir. R-kare değerinin 0.8840 olması sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %88.40'i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Ülke içinde R^2 değerine bakıldığında ise 0.2155 olduğu görülmektedir. R-kare değerinin 0.2155 olması sermaye piyasası gelişmişliği oranındaki değişimin %21.55'i modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile modelin bağımlı değişken için açıklama gücü ülkeler arasında %88.40 ve ülke içinde %21.55'dir. Modelin F-istatistiğinde P değerine bakıldığında 0.05'ten küçük olduğu için modelin genel olarak

anamlı olduğu söylenebilir. Para arzı, gelir düzeyi, ekonomik açıklık, bankacılık sektörü gelişmişliği ve yolsuzluk kontrolü değişkenleri %1 oranında anlamlıdır. Büyüme ile petrol kukla değişkeni %5 oranında anlamlıdır. Ayrıca tasarruf oranı %10 oranında anlamlıdır. Diğer taraftan faiz oranı, sabit sermaye oluşumu ve yurtdışındaki çalışanların transferleri değişkenleri anlamsızdır. Dolayısıyla, Ha₁ (Faiz oranı sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir), Ha₄ (Sabit sermaye oluşumu sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir) ve Ha₅ (Yurtdışındaki çalışanların transferleri sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir) hipotezleri reddedilmiştir.

Tablo 4.15. Robust Tahmininin Sonuçları (İkinci Model)

Değişkenler	(1) SPG	(2) SPG	(3) SPG	(4) SPG	(5) SPG	(6) SPG
FO	-1.013* (0.528)	-1.178*** (0.423)	-0.768 (0.535)	-0.558 (0.668)	-1.032** (0.446)	-0.215 (0.493)
PA	0.0270 (0.128)	-0.00964 (0.139)	-0.484*** (0.116)	0.117 (0.116)	-0.00460 (0.135)	-0.396*** (0.0825)
BY	1.718** (0.788)	1.673** (0.728)	2.006* (1.041)	1.701** (0.719)	1.637** (0.733)	2.105** (0.922)
SSO	1.336* (0.761)	1.630* (0.837)	0.558 (0.628)	1.331** (0.622)	1.397* (0.761)	0.567 (0.520)
YDCT	0.367 (1.416)	-0.178 (1.327)	1.736* (0.994)	0.172 (1.416)	0.174 (1.385)	-0.0502 (0.974)
GD	-18.14* (9.370)	-14.92** (7.572)	-28.18*** (7.040)	-30.42*** (11.07)	-2.577 (15.52)	-33.46*** (5.841)
EA	0.652*** (0.100)	0.709*** (0.117)	0.543*** (0.122)	0.491*** (0.174)	0.632*** (0.100)	0.490*** (0.113)
TO		-0.560 (0.409)				-0.570* (0.329)
BSG			0.970*** (0.196)			0.677*** (0.149)
YK				0.935*** (0.333)		1.041*** (0.307)
PTR					-24.44 (17.59)	-10.98** (5.291)
Sabit Terim	-36.80 (27.76)	-27.35 (22.70)	-22.85 (22.61)	-65.85** (29.37)	-25.70 (26.45)	-25.13 (21.10)
Gözlem Sayısı	211	211	211	175	211	175
Grup Sayısı	12	12	12	12	12	12
R²	0.2762	0.2905	0.2513	0.2802	0.2759	0.2155
Birimler Arası R²	0.5782	0.5532	0.8538	0.6578	0.6078	0.8840
F-istatistiği	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

NOT: Analiz sonuçlarında ilk satır katsayı değerini, parantez içerisinde yer alan ikinci satır hata terimini göstermektedir.

* %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tasarruf oranı sermaye piyasası gelişmişliğini negatif etkilemektedir. Yani tasarruf oranı %1 artığında sermaye piyasası gelişmişliği %0.57 azalacaktır. Dolayısıyla H_1 (Tasarruf oranı ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezi kabul edilmiştir.

Bankacılık sektörü gelişmişliği sermaye piyasası gelişmişliği pozitif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile, bankacılık sektörü gelişmişliği %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.677 artacaktır. Bu nedenle H_3 (Bankacılık sektörü gelişmişliği ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezi kabul edilmiştir.

Yolsuzluk kontrolü sermaye piyasası gelişmişliğini pozitif yönde etkilemektedir. Yani yolsuzluk oranı %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %1.041 artar. Dolayısıyla H_2 (Yolsuzluk kontrolü ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezi kabul etmektedir.

Ekonomisi petrole dayanan ülkelerde, sermaye piyasası gelişmişliğinin ortalaması 19.45 iken diğer ülkelerde 62.38'dir. Yani petrol değişkeni sermaye piyasası gelişmişliğini negatif yönde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile ekonomisi petrole dayanan ülkelerin sermaye piyasaları diğer ülkelere kıyasla daha az gelişmiş piyasalardır. Bu iki ortalama arasındaki fark (43) petrol değişkeninin katsayısını temsil etmektedir. Fakat daha önce tanımlamış olduğumuz zengin ülkeler (geliri 15 bin dolardan fazla olan ülkeler) aynı zamanda petrol sahibi ülkeler olduğu için, gelir düzeyi katsayısı 33'e yükselirken petrol değişkeninin katsayısı 10'a kadar düşmüştür. Aynı şekilde, gelir düzeyi sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Diğer bir ifade ile zengin ülkelerin sermaye piyasaları diğer ülkelerin sermaye piyasalarına göre daha az gelişmiş piyasalardır. Dolayısıyla H_4 (Petrol değişkeni ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) ve H_{a6} (Gelir düzeyi ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezleri kabul edilmiştir.

Para arzı sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilerken, büyüme ve ekonomik açıklık olumlu etkilemektedir. Para azı %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %0.396 azalacaktır. Büyüme %1 artarsa sermaye piyasası gelişmişliği %2.105 artacaktır. Ekonomik açıklık %1 arttığında ise sermaye piyasası gelişmişliği %0.49 artacaktır. Bu nedenle H_{a2} (Para arzı sermaye piyasası gelişmişliğini etkilemektedir), H_{a3} (Büyüme ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) ve H_{a7}

(Ekonomik açıklık ile sermaye piyasası gelişmişliği arasında ilişki bulunmaktadır) hipotezleri kabul edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda araştırma sonuçlarının özeti gösterilmiştir.

Tablo 4.16. Araştırma Sonuçları Özeti

Birinci Model				
Değişken	Anlamlılık	Beklenen İşaret	Gerçekleşen İşaret	Hipotez Kabul/Ret
Sabit Sermaye Oluşumu	***	+	+	Ha ₁ Kabul
Tasarruf Oranı	**	+	-	Ha ₂ Kabul
Finansal Gelişmişliği	-	+	+	Ha ₃ Ret
Gelir Düzeyi	-	+	+	Ha ₄ Ret
Piyasa Likiditesi	***	+	+	Ha ₅ Kabul
Yolsuzluk Oranı	**	+	+	Ha ₆ Kabul
İhracat	**	+	+	Ha ₇ Kabul
Büyüme	-	+	+	H1 Ret
Yabancı Sermaye Girişleri	-	+	+	H2 Ret
Enflasyon	-	-	-	H3 Ret
Piyasa Devir Hızı	***	+	-	H4 Kabul
İkinci Model				
Faiz Oranı	-	-	-	Ha ₁ Ret
Para Arzı	***	-/+	-	Ha ₂ Kabul
Büyüme	**	+	+	Ha ₃ Kabul
Sabit Sermaye Oluşumu	-	+	+	Ha ₄ Ret
Yurtdışındaki Çalışanların Transferleri	-	+	-	Ha ₅ Ret
Gelir Düzeyi	***	+	-	Ha ₆ Kabul
Ekonomik Açıklık	***	+	+	Ha ₇ Kabul
Tasarruf Oranı	*	+	-	H1 Kabul
Bankacılık Sektörü Gelişmişliği	***	+	+	H3 Kabul
Yolsuzluk Kontrolü	***	+	+	H2 Kabul
Petrol	**	-/+	-	H4 Kabul

Finansal sektörün gelişmişliği faiz oranının etkisini içine aldığından dolayı faiz oranı anlamsız olmuştur. Büyüme birinci modelde %5 için anlamlı iken ikinci modelde %10 için anlamlıdır. Diğer taraftan enflasyon, sabit sermaye oluşumu, yurtdışındaki çalışanların transferleri, kriz ve petrol kukla değişkeni faktörlerin etkisi anlamsızdır.

SONUÇ

Temel görevi tasarruf sahiplerinden fonları toplamak ve daha sonra bu fonları fon ihtiyacı olan ekonomik birimlere dağıtmak olan sermaye piyasaları, ülkelerin ekonomisinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Fakat sermaye piyasaları bu görevi kusursuz bir şekilde yerine getirmek için belirli bir gelişmişlik seviyesine ulaşmalıdır. Dolayısıyla sermaye piyasası gelişmişliği hem ülkeler hem firmalar hem de bireyler için son derece önemlidir. Sermaye piyasası gelişmişliği derinlik, erişim, etkinlik ve istikrar ölçütleri olmak üzere dört yöntemle ölçülmektedir. Derinlik, piyasa işlem değerinin GSYH'ye oranı; erişim, en büyük 10 firmanın borsadaki toplam piyasa değeri içindeki payı; etkinlik, piyasa devir hızı ve istikrar ölçütü, piyasa endeksinin volatilitesi şeklinde açıklanabilir. Diğer yandan derinlik ve etkinlik ölçütleri sermaye piyasası gelişmişliğini gösteren en iyi ölçütler olarak kabul edilmektedir.

İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerindeki sermaye piyasalarının çoğu uzun bir geçmişe sahip değildir. Ayrıca İİT ülkelerindeki sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi zayıftır. Çünkü İİT ülkelerinin ekonomileri ileri teknoloji ve sanayi sektörüne dayanmamakta, çoğunlukla tarım ve enerji sektörlerine dayanmaktadır. Diğer yandan, Müslüman ülkelerde genel olarak, bireylerin finansal ürünler ile ilgili yeterince bilgi sahibi olmamaları ve dini açıdan faize karşı olmaları nedeni ile bu ülkelerde sermaye piyasalarının aktiflik düzeyi düşük kalmıştır. Bu bağlamda çalışmada İslam İşbirliği Teşkilatı'na üye olan 21 ülkede 1981-2018 dönemine ait verilerden faydalanılarak panel veri analizi yöntemi ile sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörler test edilmiştir. Böylece İslam ülkelerinin ekonomilerinin sermaye piyasalarının gelişmişliği üzerindeki etkisi ortaya konmuştur.

Çalışmada sermaye piyasası gelişmişliği piyasadaki işlem gören hisse senetlerinin değerinin GSYH'ye oranı ile hesaplanmıştır. Bu bağlamda sermaye piyasası gelişmişliğini etkileyen faktörleri ortaya koymak için çalışmada iki model oluşturulmuştur. Her iki modelde de rassal veya sabit etkiler arasından birisini tercih etmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testinin sonuçlarına göre birinci modelde rassal etkiler tahmini daha uygun bulunmuş, ikinci modelde ise sabit etkiler tahmini daha uygun bulunmuştur. Fakat İİT ülkeleri heterojen bir grup olduğu için, yani birbirinden

oldukça farklı ekonomik özellikler sergileyen ülkeler oldukları için ikinci modelde de rassal etkiler tahmininin yapılması uygun bulunmuştur. İlk modelde enflasyon, yabancı sermaye girişleri, büyüme, sabit sermaye oluşumu, tasarruf oranı, finansal gelişmişlik, gelir düzeyi, yolsuzluk kontrolü, ihracat, piyasa likiditesi ve piyasa aktifliği değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. İkinci modelde ise ülkede tasarruf oranı, bankacılık sektörü gelişmişliği, yolsuzluk kontrolü, petrol, faiz oranı, para arzı, büyüme, sabit sermaye oluşumu, yurtdışındaki çalışanların transferleri ve ekonomik açıklık değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Diğer yandan modellerde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığını belirlemek için Wald ve Wooldridge testleri yapılmıştır. Yapılan testlerinin sonuçlarına göre modellerin ikisinde de değişen varyans problemi bulunmakta olup, otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. Değişen varyans problemini çözebilmek için Robust tahmini yapılmıştır.

Birinci modelden elde edilen sonuçlara göre; finansal gelişmişlik, gelir düzeyi, büyüme ve yabancı sermaye girişleri değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi anlamsızdır. Piyasa devir hızı ve tasarruf oranı değişkenlerinin beklentilere uyumsuz bir şekilde sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi negatiftir. Diğer yandan sabit sermaye oluşumu, piyasa likiditesi, yolsuzluk kontrolü ve ihracat değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi pozitifdir.

İkinci modelden elde edilen sonuçlara göre; faiz oranı, sabit sermaye oluşumu ve yurtdışındaki çalışanların transferleri değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi anlamsızdır. Para arzı, gelir düzeyi, petrol ve tasarruf oranı değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi negatiftir. Diğer yandan büyüme, ekonomik açıklık, bankacılık sektörü gelişmişliği ve yolsuzluk kontrolü değişkenlerinin sermaye piyasası gelişmişliği üzerindeki etkisi pozitifdir.

Ülkenin zenginliğini gösteren gelir düzeyi, petrol, piyasa devir hızı ve tasarruf oranı değişkenleri beklenenin dışında, sermaye piyasası gelişmişliğini olumsuz etkilemektedir. Bunu şu şekilde açıklamak mümkündür: İİT ülkelerindeki yüksek gelirli ülkeler, daha düşük gelirli ülkelerin piyasalarına göre daha az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir. Diğer taraftan büyük petrol üreticilerinin sermaye piyasaları, diğer

piyasalara göre az gelişmiş piyasalardır. Piyasa devir hızının etkisinin olumsuz olması, aktifliği yüksek ama küçük (Türkiye piyasası gibi) ve aktifliği düşük ama büyük (Malezya piyasası gibi) piyasaların bulunmasından kaynaklanmaktadır. Tasarruf oranının etkisinin olumsuz olması ise, tasarrufların sermaye piyasası dışında yatırım şeklinde değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerindeki hane halkları, birikimlerinin büyük bir kısmını nakit olarak tuttukları için bu birikimler sermaye piyasalarında fon ihtiyacı olanlara akmamaktadır. Örneğin 2013 yılında bu ülkelerde hane halkları, toplam servetlerinin %44'ünü nakit olarak tuttukları, %10'unu ise hisse senetlerinde değerlendirildiği görülmektedir (Bacha, 2017).

Çalışmada genel olarak (finansal gelişmişliği, yabancı sermaye girişleri, yurt dışındaki çalışanların transferleri ve enflasyon oranı değişkenleri hariç) bütün makroekonomik değişkenlerin sermaye piyasası gelişmişliğinde önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Literatür incelendiğinde Garcia & Liu (1999), Şükrüoğlu & Nalin (2014), Khan (2017) ve Matadeen (2017) de çalışmalarında benzer bir şekilde makroekonomik faktörlerin sermaye piyasası gelişmişliğinde etkili olduğunu bulmuşlardır. Diğer yandan çalışmada elde edilen bulgular piyasaya ilişkin faktörler (piyasa likiditesi ve piyasa devir hızı) açısından değerlendirildiğinde Garcia & Liu (1999), Naceur vd. (2007), Yartey (2007), Yartey (2008), Kurach (2010), Nguyen & Hanh (2012) ve Şükrüoğlu & Nalin (2014)'in çalışmalarında olduğu gibi piyasa likiditesi ve piyasa devir hızının sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak çalışmada kurumsal kalite faktörlerinin de (yolsuzluk kontrolü gibi) sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde etkili olduğu bulunmuştur. Bu sonuç Bayar (2016a)'ın sonucu ile de uyumludur.

Çalışma sonunda ulaşılan bilgiler ışığında bu çalışmanın hem sermaye piyasalarına yönelik makro kararlarda hem de sermaye piyasalarının yatırımcılarına, özellikle sermaye piyasaları yöneticilerine, ilerleyen dönemlerde sermaye piyasaların belirleyicileriyle ilgili fikir sahibi olabilmelerine yardımcı olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca bu çalışmada beklentilerin dışında bazı durumlarla da karşılaşılmıştır. Örneğin piyasa devir hızı, tasarruf oranı, petrol ve gelir düzeyi değişkenlerinin katsayıların işaretleri beklentilerin aksine negatif çıkmıştır. Oysa sermaye piyasası gelişmişliği için yapılan tahminlerde işaretler genellikle beklentileri karşılamaktadır.

Bu çalışmada, bazı sorunlar ve bazı eksiklikler de söz konusudur. Karşılaşılan en büyük sorun çalışmaya alınan birimlerin, çoğu ülke sermaye piyasası verilerine ait zaman boyutunun küçük olmasıdır. Örneğin Azerbaycan bağımlı değişken (piyasa kapitalizasyonu) verilerine ait zaman boyutu iki yıldan oluşmaktadır. Zaman boyutunun küçük olması araştırmacının dışında gelişen bir durumdur. Çünkü maalesef İİT ülkelerinde sermaye piyasalarının çoğu yenidir ve bu ülkelerde sermaye piyasalarına ve bu piyasaların verilerine önem verilmemektedir. Ancak yine de zaman boyutunun bu sınırlılığı dikkate alınarak bu çalışmada mümkün olduğu kadar sağlam (robust) istatistikler kullanılmaya çalışılmıştır.

İİT ülkelerinde sermaye piyasaları gelişmişliğini daha ileriye götürebilmek için, yurtiçindeki tasarruf sahiplerinin tasarruflarını sermaye piyasalarına yönlendirme fikrinin geliştirilmesi gerekmektedir. Diğer yandan yurtdışındaki çalışanların transferleri İİT ülkelerinin büyük kısmında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından daha fazla olduğu için, devletler tarafından bu transferler özendirilmeye çalışılmalıdır. Ayrıca yolsuzluk kontrolünün sermaye piyasası gelişmişliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olması sebebiyle, otoriteler tarafından yolsuzluğa karşı önemli tedbirler alınmalıdır. İİT ülkelerinde ve özellikle de Arap ülkelerinde büyük firmalar devlete aittir. Örneğin Katar, Suudi Arabistan ve BAE gibi ülkelerde büyük piyasa değerine sahip petrol firmaları devlete aittir. Suudi Arabistan'da devlete ait olan Aramco firmasının piyasa değeri yaklaşık 2 trilyon doları bulmaktadır (Bloomberg, 2019). Dolayısıyla yoğun devlet mülkiyetinden özelleştirmeye doğru adım atıldığında, sermaye piyasası gelişmişliğinin artması mümkün olacaktır.

Diğer yandan bu çalışma İslam İşbirliği Teşkilatı ülkelerini ele alan az sayıdaki çalışmadan biridir. Geçmiş çalışmaların çoğu Asya, Afrika, OECD ve Orta Doğu ülkelerini almaktadır. Bunun sebebi İİT ülkelerinin çoğunun verilerini paylaşmamasıdır. İİT ülkeleri üç kıtaya uzanmakla birlikte 57 ülkeden oluşmaktadır. Bu nedenle İİT ülkeleri çalışmaların konusu olabilmektedir. Bu çalışmaya benzer yapılacak olan çalışmalarda farklı değişkenlerin açıklayıcı olarak seçimi, sermaye piyasalarının farklı zamanlardaki verilerinden yararlanılarak ilerletilmesi, farklı ülkelerin dahil edilmesi, farklı analiz programlarının kullanılması veya sermaye piyasalarının birbirleriyle kıyaslanması yapılarak analizin kapsamının genişletilmesi ya da farklılaştırılmasıyla faydalı çalışmalar ortaya çıkabileceği de düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Abdelbaki, H. H. (2013). Causality Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Development: Evidence from Bahrain. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1), 69-84.
- Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S. (2007). Investigation of Performance of Malaysian Islamic Unit Trust Funds Comparison with Conventional Unit Trust Funds. *Managerial Finance*, 33(2), 142-153.
- Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. (2008). Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience. *Journal of Policy Modeling*, 30, 887-898.
- Abubakar, M., & Danladi, Y. (2018). Foreign Direct Investment and Stock Market Development in Nigeria: Evidence from Ardl Bound Test Approach to Cointegration. *Journal of Economics and Finance*, 9(1), 79-85.
- Ağır, H. (2009). *Türkiye'de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi (Doktora Tezi)*. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi.
- Ahmed, S. M., & Ansari, M. I. (1998). Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience. *Journal of Asian Economics*, 9(3), 503-5017.
- Akay, A. (2018). The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden (Bachelor Thesis). *University of Gothenburg Department of Economics*, 1-32.
- Albayrak, A. (2005). Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük kareler Tekniğinin Alternatif Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 105-126.
- Ali, H. (2014). Impact of Interest Rate on Stock Market; Evidence from Pakistani Market. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(1), 67-69.
- Alkan, U. (2016). *Finans Sektöründen Reel Sektöre Parasal Aktarım Mekanizması*. İstanbul: Ekin Yayınevi.

- AL-Naif, K. (2017). The Relationship Between Interest Rate and Stock Market Index: Empirical Evidence from Arabian Countries. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(4), 181-191.
- Al-Samman, H., & Jamil, S. (2018). The Impact of Foreign Direct Investment (FDI) on Stock Market Development in GCC countries. *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 26(3), 2085-2100.
- AL-Tarawneh, A., & AL-Assaf, G. (2018). Macroeconomic Drivers of Stock Market Development: Evidence From Jordan. *International Journal of Financial Research*, 19(3), 117-124.
- Arestis, P., & Demetriades, P. (1997). Financial Development and Ekonomik Growth Assesin the Evidence. *The Economic Journal*, 107(May), 783-799.
- Arshad, S., Rizvi, S., Mat Ghani, G., & Duasa, J. (2016). Investigating Stock Market Efficiency: A Look at OIC Member Countries. *Research in International Business and Finance*, 36(2016), 402-413.
- ASE. (2019). *About ASE*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Amman Stock Exchange: <https://www.ase.com.jo/en/Corporate-Profile/About-Us/About-ASE> adresinden alındı
- Avcu, E. C. (2015). *Katılım Banlacılığı ve Sukuk Modelleri (Yüksek Lisans Tezi)*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Ayaydın, H., & Baltacı, N. (2013). Corruption, Banking Sector, and Stock Market Development: A Panel Data Analysis. *International Association of Social Science Research*, 94-99.
- Ayaydın, H., Hayaloğlu, P., & Baltacı, N. (2013). Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik Ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi. *International Journal of Social Science*, 6(4), 125-142.
- Aydın, Y. (2016). Finansal Piyasalar ve Araçları. A. Gündoğdu içinde, *Finansal Piyasalar ve Kurumlar* (s. 49-78). Ankara: Seçkin.
- Aydoğuş, Ö. (2006). Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme (Yüksek Lisans Tezi). *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Ayunku, P. E., & Etale, L. M. (2015). Determinants of Stock Market Development in Nigeria: A Cointegration Approach. *Advances in Research*, 3(4), 366-376.
- Azam, M., Khan, A. Q., & Stefanescu, L. (2014). Determinants Of Stock Market Development In Romania. *Journal of Applied Economic Sciences*, 4(30), 561-570.
- Babayemi, A., Asare, B., Onwuka, G., Singh, R., & James, T. (2013). Empirical Relationship between the Stock Markets and Macroeconomic Variables: Panel Cointegration Evidence from African Stock Markets. *International Journal of Engineering Science and Innovative Technology*, 2(4), 394-410.
- Babuşçu, Ş. (2017). Fnansal Piyasa Araçları. A. Gündoğdu içinde, *Finansal Yönetim* (s. 92-126). Ankara: Seçkin.
- Bacha, O. (2017, May 2). *Capital Markets of the Muslim World: The Paradox Within*. Eki 17, 2019 tarihinde BRINK: <https://www.brinknews.com/capital-markets-of-the-muslim-world-the-paradox-within/> adresinden alındı
- Bahrain Bourse. (2019). *Bahrain Bourse Who We Are*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Bahrain Bourse: <https://www.bahrainbourse.com/who-we-are> adresinden alındı
- Bailey, R. E. (2005). *The Economics of Financial Markets*. New York: Cambridge University Press.
- Balogun, W. O., Dahalan, J. B., & Hassan, S. B. (2016). Development, Long Term Effect of Liquidity on Stock Market. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 7(4), 40-46.
- Batuo, M., Mlambo, K., & Asongu, S. (2018). Linkages Between Financial Development, Financial Instability, Fnancial Liberalisation and Economic Growth in Africa. *Research in International Business and Finance*, 45(2018), 168-179.
- Bayar, Y. (2016a). Institutional Determinants of Stock Market Development in European Union Transition Economies. *The Romanian Economic Journal*, XIX(61), 211-226.

- Bayar, Y. (2016b). Macroeconomic Determinants Of Stock Market Development: Evidence From Borsa Istanbul. *Financial Studies*, 1(2016), 69-89.
- Bayar, Y., & Gavriltea, M. D. (2018). Foreign Direct Investment Inflows and Financial Development in Central and Eastern European Union Countries: A Panel Cointegration and Causality. *International Journal of Financial Studies*, 6(55), 1-13.
- Bayar, Y., Kılıç, C., & Kılınç Savrul, B. (2013). Effects of Sovereign Credit Ratings on the Eurozone Stock Markets During the Recent Financial Crises. *International Journal of Business and Social Science*, 4(12), 133-145.
- Beck, T. (2003). Financial Dependence and International Trade. *Review of International Economics*, 11(2), 296-316.
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(2004), 423-442.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Financial Institutions and Markets across Countries and over Time (Policy Research Working Paper). *The World Bank Development Research Group Finance and Private Sector Team*, 1-43.
- Becker, B., Chen, J., & Greenberg, D. (2013). Financial Development, Fixed Costs, and International Trade. *Oxford University, Review of Corporate Finance Studies*, 2(1), 1-29.
- Beirut Stock Exchange. (2019). *The BSE - History*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Beirut Stock Exchange: <http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx> adresinden alındı
- Bengtsson, O. (2013). The Determinants of Stock Market Development: Implications of a Dynamic Panel Data Model (MSc in Finance Thesis). *MSc in Finance Thesis School of Economics and Management Lund University*, 1-42.
- Berk, J., Demarzo, P., & Harford, J. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance 3. Edition*. United States of America: Pearson Education.

- Billmeier, A., & Massa, I. (2007). What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia Institutions, Remittances, or Natural Resources? *Emerging Markets Review*, 7(157), 1-20.
- Bloomberg. (2019). *Bloomberg*. 8 Ağu, 2018 tarihinde <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-04-13/saudi-aramco-may-have-to-settle-for-just-a-trillion-or-so> adresinden alındı
- Bonser-Nea, C., & Dewenter, K. (1999). Does Financial Market Development Stimulate Savings? Evidence From Emerging Stock Markets. *Contemporary Economic Policy*, 17(3), 370-380.
- Borsa İstanbul. (2019). *Bağımsız Denetim*. 25 Tem, 2019 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/bagimsiz-denetim> adresinden alındı
- Borsa İstanbul. (2019). *Borsa İstanbul*. 6 Ağu, 2019 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html> adresinden alındı
- Borsa İstanbul. (2019). *Pay Piyasası*. Temmuz 19, 2019 tarihinde Borsa İstanbul: <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi> adresinden alındı
- Boursa Kuwait. (2019). *About Boursa Kuwait*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Boursa Kuwait: <https://www.boursakuwait.com.kw/page/39> adresinden alındı
- Bourse, C. (2019). *History*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Casablanca Bourse: <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/en/content.aspx?IdLink=201&Cat=1> adresinden alındı
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance 3. Edition*. United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brooks, R., Faff, R., Hillier, D., & Hillier, J. (2004). The National Market Impact of Sovereign Rating Changes. *Journal of Banking & Finance*, 28(2014), 232-250.
- BSE. (2019). *History of Baku Stock Exchange*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Baku Stock Exchange: <https://bfb.az/eng/tarixce/> adresinden alındı

- Bursamalaysia.com. (2019). 30 Mar, 2019 tarihinde Bursa Malaysia: www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/overview/ adresinden alındı
- Calderon, C., & Liu, L. (2003). The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 72(2003), 321-334.
- Canbaş, S., & Doğukanlı, H. (2012). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri 5.Baskı*. Adana: Karahan Kitapevi.
- Carrel, L. (2010). *Dividend Stocks For Dummies*. New York: Wiley Publishing.
- Ceylan, N., & Doğan, B. (2004). Comovement of Stock Markets among Selected OIC Countries. *Journal of Economic Cooperation*, 25(3), 47-62.
- Chisholm, A. (2004). *Derivatives Demystified*. United States: John Wiley & Sons Inc.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2008), 249-268.
- Čihák, M., Demirgüç, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems around the World. *The World Bank, Policy Research Working Paper*, 1-56.
- Civan, M. (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- COMCEC. (2018). *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*. COMCEC Coordination Office.
- Cosgrave, B. (2010). Sukuk Issuance and Issues in Purchase Undertakings. *Islamic Finance Instruments and Markets* (s. 39-43). içinde London: Bloomsbury Information Ltd.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları Kurumlar, Araçlar, Analiz*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Creane, S., Goyal, R., Mobarak, M., & Sab, R. (2007). Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Database. *International Monetary Fund*, 53(3), 479-511.

- Cummans, J. (2014, Ocak 01). *A Brief History of Bond Investing*. 15 Mar, 2019 tarihinde BondFunds: <http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/> adresinden alındı
- D. Simpson, T. (2014). *Financial Markets, Banking and Monetary Policy*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Daferighe, E., & Charlie, S. (2012). The impact of inflation on stock market performance in Nigeria. *American Journal of Social and Management Sciences*, 3(2), 76-82.
- Demetriades, P., & Hussein, K. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence From 16 Countries. *Journal of Development Economics*, 51(1996), 387-411.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1995). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 291-321.
- Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2000). Financial Structure and Bank Profitability. *The World Bank, and Department of Economics*, 1-24.
- Demirgüç-Kunt, A. (2008). *Finance and Economic Development: The Role of Government*. 1-34: World Bank.
- Desbordes, R., & Wei, S.-J. (2014). The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment. *Policy Research Working Paper 7065*, 1-50.
- Desbordes, R., & Wei, S.-J. (2017). The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment. *NBER Working Paper 23309*, 1-43.
- DFID. (2004). *The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction*. 1-26: Department for International Development, Policy Division Working Paper.
- Dhaka Stock Exchange. (2019). Introduction to DSE. 26 Eylül, 2019 tarihinde Dhaka Stock Exchange: <https://www.dsebd.org/ilf.php> adresinden alındı
- DSE. (2019). *Damascus Securities Exchange Foundations*. 26 Eylül, 2019 tarihinde Damascus Securities Exchange: http://www.dse.sy/market/foundations_and_objectives adresinden alındı

- Duarte, J. (2006). *Futures & Options for Dummies*. Indiana: Wiley Publishing.
- Dubai Financial Market . (2019). *Dubai Financial Market History*.27 Eyl, 2019 tarihinde Dubai Financial Market: <https://www.dfm.ae/about-dfm/about-dfm/market-history> adresinden alındı
- Ebele, N. (2016). Appraisal of the Effect of Savings on Stock Market Development in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 7(2), 174-182.
- EIA. (2019). *EIA*. 9 Ağu, 2019 tarihinde https://www.eia.gov/beta/international/data/browser/#/?pa=00000000000000000000000000000000g&c=ruvvvvvfvvtvvvv1vvvvvvfvvvvvfvvvvsu20evvvvvvvvvvvfvvg&ct=0&tl_id=5-A&vs=INTL.53-1-AFG-TBPD.A&cy=2018&vo=0&pin=a&v=H&start=2017&end=2018 adresinden alındı
- EIIF. (2019). *Tunisia Stock Exchange*. 26 Eyl, 2019 tarihinde EIIF: <http://www.eiiff.com/stock-exchange/tunisia.html> adresinden alındı
- El-Wassal, K. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 606-624.
- EL-WassalL, K. A. (2005). Understanding the Growth in Emerging Stock Markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 4(3), 227-261.
- Erim, N., & Türk, A. (2005). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2005/2), 21-45.
- Ertem, Ü. (2015). *Uluslararası Finansman*. Bursa: Ekin Basım.
- Eryiğit, S. (2014). *Finansal Gelişmenin Kurumsalbelirleyicileri: Ülkelerarası Bir Analiz (Doktora Tezi)*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Jones, F. J. (2010). *Foundation of Financial Markets and Institutions 4. Edition*. United States of America: Pearson Education.
- Fabozzi, F., & Modigliani, F. (1995). *Capital Markets Institution and Instruments 2.Edition*. New Jersey United States of America: Prentice Hall, Inc.
- Faerber, E. (2008). *All about Stocks*. United States of America: McGraw-Hill.

- Fama, E. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, 71(4), 545-565.
- FDIC. (2019). *Federal Deposit Insurance Corporation*. 20 Tem, 2019 tarihinde <https://www5.fdic.gov/sdi/main.asp?formname=compare> adresinden alındı
- Finance Yahoo. (2019). *Financeryahoo.com*. 23 Tem, 2019 tarihinde <https://finance.yahoo.com/quote/AAPL/history?period1=1483218000&period2=1514667600&interval=1d&filter=history&frequency=1d> adresinden alındı
- Foresti, P. (2007). Testing for Granger Causality Between Stock Prices and Economic Growth. *Munich Personal RePEc Archive*, 1-10.
- Forti, C. A., Yen-Tsang, C., & Peixoto, F. (2011). Stock Market Development: an Analysis from a Multilevel and Multi-country Perspective. *Brazilian Administration Review*, 8(4), 351-375.
- FSDI. (2006). Equity Market Indicators: A Primer. *Financial Sector Development Indicators, World Bank*, 1-7.
- Garcia, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants Of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29-59.
- Ghias, S. (2018, Oct 15). *What Is the Saudi Stock Exchange?* 31 Mar, 2019 tarihinde Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/investing/032515/saudi-stock-exchange.asp> adresinden alındı
- Gözbaşı, O. (2015). Hisse Senedi Piyasası Gelişimi ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2), 269-284.
- Groot, M. (2008). *Managing Financial Information in the Trade Lifecycle*. United States of America: Elsevier Inc.
- Haan, J. d., Oosterloo, S., & Schoenmaker, D. (2009). *European Financial Markets and Institutions*. New York: Cambridge University Press.
- Hassan, M., Sanchez, B., & Suk Yu, J. (2011). Financial Development and Economic Growth in The Organization of Islamic Conference Countries. *Forthcoming in the Journal of King Abdul Aziz University-Islamic Economics*, 24(1), 1-34.

- Hooper, V., Hume, T., & Kim, S.-J. (2008). Sovereign rating changes—Do they provide new information for stock markets? *Economic Systems*, 32(2008), 142-166.
- Horvath, R. (2014). Determinants of Financial Development (Master Thesis). *Charles University in Prague*, 1-57.
- Hoskins, W. (1991). The Role of the Central Bank in Financial Markets. *Journal of Asian Economics*, 2(1), 9-21.
- Howells, P., & Bain, K. (2007). *Financial Markets and Institutions 5. Edition*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Hussain, F., & Chakraborty, D. K. (2012). Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from an Indian States. *The Romanian Economic Journal*, XV(45), 27-48.
- Idenyi, O., Ifeyinwa, A., Samuel, O., & Chibuzor, C. (2017). Capital Market Indicators and Economic Growth in Nigeria; An Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Model. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 2(3), 1-16.
- IDX. (2019). *History and Milstonend*. 30 Mar, 2019 tarihinde Indonisa Stock Exchange: <https://www.idx.co.id/en-us/about-idx/history-milestone/> adresinden alındı
- IFC World Bank Group. (2017). *The Importance of Local Capital Markets For Financing Development*. International Finance Corporation World Bank Group.
- IIFM. (2016). *Sukuk Report*. International Islamic Finance Market.
- IIFM. (2018). *IIFM Sukuk Report*. Malaysia: Labuan IBFC Inc.
- IMF. (2019). *Inflation rate, average consumer prices*. 25 Eyl, 2019 tarihinde IMF DataMapper: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/> adresinden alındı
- İMKB. (2001). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: İMKB.
- Insurance Europe. (2017). *European Insurance in Figures*. Avrupa Birliği: insuranceeurope.

- International Labour Organization. (2019). 9 Eylül 2019 tarihinde International Labour Organization: <https://ilostat.ilo.org/topics/unemployment-and-labour-underutilization/> adresinden alındı
- Islamic Centre for Development of Trade. (2017). *Annual Report on Trade Among The OIC Member States*. Istanbul: 33rd Session of The Standing Committee for Economic and Commercial Co-Operation of The OIC (COMCEC).
- Ito, H., & Kawai, M. (2018). Quantity and Quality Measures of Financial Development: Implications for Macroeconomic Performance. *Public Policy Review*, 14(4), 1-32.
- Ivan, P., Dušan, C., & Tatjana, P. (2015). Role of Insurance Companies in Financial Market. *Faculty of Business Economics and Entrepreneurship*, 2015(1-2), 94-102.
- Jalilian, H., & Kirkpatrick, C. (2002). Financial Development and Poverty Reduction in Developing Countries. *International Journal of Finance & Economics*(7), 97-108.
- Jamaldeen, F. (2012). *Islamic Financing For Dummies*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Japan Stock Exchange Group . (2018, December 5). *The world's first institutional futures exchange: "Dojima Rice Exchange*. 15 Mar, 2019 tarihinde Japan Stock Exchange Group: <https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02-01.html> adresinden alındı
- Johnson, T. (2010). *The Organization of the Islamic Conference*. 28 Eylül, 2019 tarihinde Council Foreign Relations: <https://www.cfr.org/backgrounder/organization-islamic-conference> adresinden alındı
- Kaminsky, G., & Schmukler, S. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? *The World Bank Economic Review*, 16(2), 171-195.
- Kemboi, J. K., & Tarus, D. K. (2012). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 57-69.

- Khalid, W. (2017). Effects of Interest Rate and Exchange Rate on the Stock Market Performance of Pakistan: A Cointegration Approach. *Journal of Finance and Economics*, 5(5), 219-232.
- Khan, S. (2017). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development of South Asian Countries (Master Thesis). *Capital University of Science and Technology, Islamabad*, 1-57.
- Khorshidi, H. A., Rafiei, F. M., Hoseini, & Mehran, S. (2010). Macroeconomic Determinants Of Stock Market Development, Evidence Of Iran. *International Journal of Decision Science*, 1(2), 135-144.
- Kidwell, D. S., Blackwell, D. W., Whidbee, D. A., & Sias, R. W. (2012). *Financial Institutions Markets and Money 11. Edition*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Kim, E., & Singal, V. (2000). Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies. *Journal of Business*, 73(1), 25-66.
- Kim, S.-J., & Eliza, W. (2008). Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial sector development in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 9(2008), 17-39.
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Kirankabeş, M., & Başarir, Ç. (2012). Stock Market Development and Economic Growth in Developing Countries: An Empirical Analysis for Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 134-146.
- Kristoufek, L., & Vosvrda, M. (2013). Measuring capital market efficiency: Global and local correlations structure. *Institute of Economic Studies, Charles University*, 392(2013), 184-193.
- Kurach, R. (2010). Stock Market Development In Cee Countries The Panel Data Analysis. *Ekonomika*, 89(3), 20-29.

- L.Moldashbayeva, G., Jrauova, K., Satymbekova, K., & Imanbaeva, Z. (2019). History and Prospects of Development of the Stock Exchange. *News of the National Academy of Sciences of the Republic of Kazakhstan*, 1(323), 60-65.
- Lemke, T. (2019). *The 10 Largest Investment Management Companies Worldwide*. 19 Tem, 2019 tarihinde <https://www.thebalance.com/which-firms-have-the-most-assets-under-management-4173923> adresinden alındı
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Working Paper*, 1-24.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(2000), 31-77.
- Levinson, M. (2014). *Guide to Financial Markets Çevirmen EGE, İlhan; Finansal Piyasalar Kılavuzu*. Ankara: Liberte Yayın Grubu.
- Liu, W.-C., & Hsu, C.-M. (2006). The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan. *Journal of Asian Economics*, 17(2006), 667-690.
- Loader, D. (2003). *Understanding the Markets*. United Kingdom: Understanding the Markets.
- Lynch, D. (1996). Measuring Financial Sector Development: a Study Of Selected Asia-Pacific Countries. *The Developing Economies*, XXXIV(1), 3-33.
- MAB. (2019). *Kazakhstan Stock Exchange*. 26 Eyl, 2019 tarihinde The International Association of CIS Exchanges: <https://mab-sng.org/en/members/kazahstanskaya-fondovaya-birzha/> adresinden alındı
- Madura, J. (2010). *Financial Markets and Institutions 9 Edition*. Canada: Suoth-Western College Pub.
- Mandacı, P. E., Aktan, B., Gumuş, G. K., & Tvaronaviciene, M. (2013). Determinants Of Stock Market Development: Evidence From Advanced And Emerging Markets In A Long Span. *Verslas: Teorija Ir Praktika*, 14(1), 51-56.

- Manning, M. (2003). Finance Causes Growth: Can We Be So Sure? *Contributions to Macroeconomics*, 3(1), 1-22.
- Martell, R. (2005). The Effect of Sovereign Credit Rating Changes on Emerging Stock Markets. *SSRN Electronic Journal*, 1-47.
- Matadeen, S. J. (2017). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development from an African Perspective. *Theoretical Economics Letters*, 7(2017), 1950-1964.
- Mbulawa, S. (2015). Determinants Of Financial Development In Southern Africa Development Community (SADC): Do Institutions Matter. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 3(6), 39-62.
- MFA. (2019). TC Dışişleri Bakanlığı. 3 Ağı, 2019 tarihinde <http://www.mfa.gov.tr/islam-isbirligi-teskilati.tr.mfa> adresinden alındı
- Mishkin, F. S. (2011). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets 4. Edition*. Toronto: Pearson Canada.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2012). *Financial Markets and Institutions 7. Edition*. United States: Pearson Education, Inc.
- Musa, S., & Ibrahim, M. (2014). Stock Market Development, Foreign Direct Investment and Macroeconomic Stability: Evidence from Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(18), 258-264.
- Musawa, N., & Mwaanga, C. (2017). The Relationship between Interest Rate and Stock Market Index in Zambia –A Cointegration Analysis. *International Journal of Finance and Accounting*, 6(5), 154-158. <http://article.sapub.org/10.5923.j.ijfa.20170605.04.html> adresinden alındı
- Muscat Securities Market. (2019). 26 Eyl, 2019 *History*. Muscat Securities Market: <https://www.msm.gov.om/page.aspx?b1=Our-Profile&b2=History&p=HistoryEvents&ti=History> adresinden alındı
- Naceur, B. S., & Ghazouani, S. (2004). Does Inflation Impact On Financial Sector Performance In The MENA Region? *Review of Middle East Economics and Finance*, 1-11.

- Naceur, B. S., Ghazouani, S., & Omran, M. (2007). The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African region. *Managerial Finance*, 33(7), 477-489.
- Nguyen, P. D., & Hanh, V. T. (2012). Determinants of Stock Market Development in Southeast Asian Countries. *Journal of Economics and Development*, 44(1), 101-112.
- Nurrachmi, R. (2018). Movements of Islamic Stock Indices in Selected OIC Countries. *Jurnal Al-Muzara'ah*, 6(2), 77-90.
- OIC. (2019). *OIC Charter*. 3 Ağı, 2019 tarihinde Organisation of Islamic Cooperation: https://www.oic-oci.org/page/?p_id=53&p_ref=27&lan=en & https://www.oic-oci.org/page/?p_id=172&p_ref=58&lan=en#ALQUDS%20COMMITTEE adresinden alındı
- Oic Gambia. (2019). *The Organisation of Islamic Cooperation (OIC)*. 9 28, 2019 tarihinde The Gambia-Oic Secretariat: <https://www.oicgambia.org/about-oic> adresinden alındı
- Owiredü, A. (2016). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Ghana. *International Finance and Banking*, 3(2), 33-48.
- Özkul, G., & Örün, E. (2016). Girişimcilik ve İnovasyonun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Araştırma. *Girişimcilik ve İnovasyon Yönetimi Dergisi*, 17-51.
- Öztürk, N., Barışık, S., & Darıcı, H. (2010). Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme Ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 6, Sayı 12, 6(12), 95-119.
- Pakistan Stock Exchange. (2019). Company Profile. 27 Eyl, 2019 tarihinde Pakistan Stock Exchange: <https://www.psx.com.pk/psx/exchange/profile/about-us> adresinden alındı
- Parasız, İ. (2012). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar 2.Baskı*. İstanbul: Güven Mücellit Matbaacılık Ltd.Şti.

- Parlakıyıldız, F. (2015). Makro Ekonomik ve Politik İstikrarsızlığın Ekonomik Performans Üzerine Etkisi: Latin Amerika Örneği. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(2), 1-11.
- Parrino, R., Kidwell, D. S., & Bates, T. W. (2011). *Fundamentals of Corporate Finance 2. Edition*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Pathan, S. (2009). Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking. *Journal of Banking and Finance*, 1-31.
- Petram, L. (2011). The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700 (PHD Thesis). *University of Amsterdam*, 1-221.
- Polat, B. (2018). The Impact of Workers' Remittances on Financial Market Development: A Case Study for Developing Countries. *Journal of Business Research-Türk*, 10(2), 27-36.
- Pukthuanthong-Le, K., Elayan, F., & Rose, L. (2007). Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement. *Global Finance Journal*, 18(2007), 47-83.
- Qamruzzaman, M., & Wei, J. (2018). Financial Innovation, Stock Market Development, and Economic Growth: An Application of ARDL Model. *International Journal of Financial Studies*, 6(69), 1-30.
- Qatar Stock Exchange. (2019). *About QSE*. 26 Eylül, 2019 tarihinde Qatar Stock Exchange: qe.com.qa/about-qse adresinden alındı
- QFinance. (2010). *Islamic Finance Instruments and Markets*. London: Bloomsbury Information Ltd.
- Ramirez, J. (2011). *Corporate Equity Derivatives and Equity Capital Markets*. United Kingdom: A John Wiley and Sons, Ltd., Publication.
- Raza, S. A., & Jawaid, S. T. (2012). Foreign Capital Inflows, Economic Growth and Stock Market Capitalization in Asian Countries: an ARDL Bound Testing Approach. *Quality & Quantity*, 2014(48), 375-385.

- Raza, S. H., Shahzadi, H., & Akram, M. (2014). Exploring the Determinants of Financial Development (Using Panel Data on Developed and Developing Countries). *Journal of Finance and Economics*, 2(5), 166-172.
- Rodoplu, G. (1993). *Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance 6. Edition*. The McGraw-Hill Companies, Inc.: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Ruwaydah, ., A., & Ushad, S. A. (2015). Effects of Stock Market Development on Economic Growth: The Case of SADC Countries. *Proceedings of the Third Middle East Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking*, 1-20.
- Saunders, A., & Cornett, M. M. (2012). *Financial Markets and Institutions 5. Edition*. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- SESRIC. (2018). OIC Labour Market Strategy 2025. *OIC*, 1-74.
- SGBV. (2019). *Presentation of the SGBV*. 30 Eyl, 2019 tarihinde SGBV: <http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=eng&mod=116> adresinden alındı
- Shahbaz, M., Rehman, I. U., & Afza, T. (2015). Macroeconomic Determinants of Stock Market Capitalization in an Emerging Market: Fresh Evidence From Cointegration With Unknown Structural breaks. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(1), 75-99.
- Shahzad, S., Adnan, N., Ali, S., & Raza, N. (2014). Impact of Remittances on Financial Development in South Asia. *Review of Economic and Business Studies*, 7(2), 11-29.
- Shen, C.-H., Lee, C.-C., Chen, S.-W., & Xie, Z. (2011). Roles Played by Financial Development in Economic Growth: Application of the Flexible Regression Model. *Empirical Economics*, 2011(41), 103-125.
- Sincere, M. (2004). *Understanding Stocks*. United States of America: McGraw-Hill.

- SIS. (2013). *The Egyptian Stock Exchange*. 30 Mar, 2019 tarihinde State Information Service Your Gateway to Egypt: <http://www.sis.gov.eg/section/337/2610?lang=en-us> adresinden alındı
- SPK. (2019). *Sermaye Piyasası Kurulu*. 19 Tem, 2019 tarihinde <http://www.spk.gov.tr> adresinden alındı
- Sukcharoensin, P., & Sukcharoensin, S. (2013). The Analysis of Stock Market Development Indicators: Evidence from the ASEAN-5 Equity Markets. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 4(6), 343-346.
- Svirydenka, K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper, WP16(5)*, 1-42.
- Şahin, D., & Temelli, F. (2018). Türkiye Ve Apec Ülkelerinde Hisse Senedi Piyasası Gelişiminin Makroekonomik Ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz. *International Journal of Economic and Administrative Studies*(Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı), 257-270.
- Şükrüoğlu, D., & Nalin, H. T. (2014). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Selected European Countries: Dynamic Panel Data Analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 6(3), 64-71.
- Taner, B., & Akkaya, C. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tang, D. (2006). The Effect of Financial Development on Economic Growth: Evidence from the APEC Countries, 1981–2000. *Applied Economics*, 38(16), 1889-1904.
- Tehran Stock Exchange. (2019). *History*. 26 Eyl, 2019 tarihinde Tehran Stock Exchange: <http://tse.ir/cms/Page56.html> adresinden alındı
- Terrell, E. (2012). *History of the American and NASDAQ Stock Exchange*. 15 Mar, 2019 tarihinde The Library of Congress : <http://www.loc.gov/r/r/business/amex/amex.html> adresinden alındı
- Terzi, N. (2009). *Hedge Fonlar Küresel Finans Piyasalarının Gizeli Oyuncuları 1.Baskı*. İstanbul: Beta Basım.

- Thanh, S. D., Mai Hoai, B., & Van Bon, N. (2016). Determinants of Stock Market Development: The Case of Developing Countries and Vietnam. *Journal of Economic Development*, 24(1), 32-53.
- Topuz, S. (2013). *Finansal Gelişme Sürecinde Gelir Eşitsizliği: Bir Panel Veri Analizi (Yüksek Lisans Tezi)*. Eskişehir: Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Trade Map. (2019). *Trade Map Trade Statistics for International Business Development*. Ağustos 8, 2019 tarihinde <https://www.trademap.org> adresinden alındı
- Transparency International. (2019). *Transparency International*. 9 19, 2019 tarihinde <https://www.transparency.org/> adresinden alındı
- Tunay, B. (2014). *Makro Ekonomi Teori ve Politika 2. Basım*. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Tunç, Z. (2018). *En Küçük Kareler ve Temel Bileşenler Regresyon Analizlerimim Karşılaştırılması (Yüksek Lisans Tezi)*. Malatya: İnönü Üniversitesi Sağlık Bilimleri Enstitüsü.
- Türk, İ. (2015). *Maliye politikası; Amaçlar, Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri 26. Baskı*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Türkmen, S. Y. (2011). İMKB'DE İşlem Gören Gayri Menkul Ortaklıklarının Finansal Etkinliklerinin Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, XXXI(II), 273-288.
- UIS Statistics. (2019). 24 Eyl, 2019 tarihinde UIS Statistics: http://data.uis.unesco.org/Index.aspx?DataSetCode=SCN_DS&lang=en adresinden alındı
- Vernardos, A. M. (2006). *İslami & Bangings Finance in South-Esat Asia 2. Edition*. London: World Scientific Publishing.
- Vernimmen, P., Quriy, P., Dallochio, M., Fur, Y. L., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance Theory and Practice*. United Stats of America: John Wiley & Sons Ltd.
- Wilson, R. (2008). Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities. *Humanomics*, 24(3), 170-180.

- WITS. (2019). *World Integrated Trade Solution*. 8 Ara, 2019 tarihinde https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/WLD/Year/2017/TradeFlow/EXPIMP/Partner/all/Product/16-24_FoodProd adresinden alındı
- World Bank. (2017). *Global Financial Development Report*. World Bank.
- World Bank. (2019). 18 Tem, 2019 GDP (current US\$). <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2018&start=2007> adresinden alındı
- World Bank. (2019). *World Bank*. 27 Tem, 2019 tarihinde <https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd> adresinden alındı
- World Data. (2019). *World Data*. 4 Ağu, 2019 tarihinde <https://www.worlddata.info/alliances/oic-organization-of-islamic-cooperation.php> adresinden alındı
- World Economic Forum. (2008). *The Financial Development Report 2008*. United States Of America: World Economic Forum USA Inc.
- World Economic Forum. (2012). *The Financial Development Report 2012*. New York: World Economic Forum USA Inc.
- World-Exchanges. (2019, Temmuz 18). *WFE Annual Statistics Guide (Volume 4)*. 07 18, 2019 tarihinde World Federation of Exchange: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-annual-statistics-guide-volume-4> adresinden alındı
- Yartey, C. A. (2007). Well-developed Financial Intermediary Sector Promotes Stock Market Development: Evidence from Africa. *Journal of Emerging Market Finance*, 6(3), 269-289.
- Yartey, C. A. (2008). The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? *IMF Working Paper*, WP 08(32), 1-33.
- Yasin, M. (2002). *Sermaye piyasası Kurulu ve İşlemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık San.
- Yay, G., & Oktayer, A. (2009). Financial Development and Economic Growth - A Comparative Analysis. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 3(2009), 56-74.

- Yeugh, M. V. (2006). The New York Stock Exchange: A Conservative or Innovative Market? *LISA E-Journal*, 4(1), 327-338.15-Mar2019 tarihinde <https://journals.openedition.org/lisa/2409> adresinden alındı.
- Yılmaz, E. (2014). Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2014(Ocak), 81-100.
- Yu Ho, S. (2017). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development: Evidence from South Africa. *MPRA Munich Personal RePEc Archive*, 1-27.
- Yu Ho, S., & Iyke, B. (2018). Short- and Long-term Impact of Trade Openness on Financial Development in Sub-Saharan Africa. *MPRA Munich Personal RePEc Archive*, 1-28.
- Yu Ho, S., & Odhiambo, N. (2018). Analysing The Macroeconomic Drivers of Stock Market Development in The Philippines. *Cogent Economics & Finance*, 2018(6), 1-18.
- ZAFAR, M. (2013). Determinants of Stock Market Performance in Pakistan. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, 4(9), 1017-1026.
- Zhou, J., Zhao, H., Belinga, T., & Gahe, Z. (2015). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Cameroon. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 5(1), 1-11.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler:

Adı ve Soyadı: Muhammed KASIM

Doğum Yeri ve Yılı: Halep/1989

Medeni Hali: Bekar

Eğitim Durumu:

Lisans Öğrenimi: Aleppo University, Faculty of Economics, Department of Banking and Finance

Yabancı Dil(ler) ve Düzeyi:

1- Arapça (Anadil)

2- İngilizce (Orta Seviye)

İş Denevimi:

1- Batman Tekstil Fabrikası, Muhasebe Departmanı, Suriye (2012)