

MENKUL KIYMET PİYASALARI, FİNANSAL KALKINMA VE EKONOMİK BÜYÜME: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Doç. Dr. Muhsin KAR*
Öğr. Gör. Hüseyin AĞIR*

Özet

Bu makalenin amacı, Türkiye’de finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye katkısını ortaya koymaktır. Bu amaçla finansal kalkınma, sermaye piyasalarını da kapsayacak şekilde ele alınmakta ve finansal sektörün ekonomik kalkınmadaki rolü tartışılmaktadır. 1987:Q1-2002:Q2 dönemine ait üç aylık verilerin, Johansen eş- bütünlük testi ile değerlendirilmesi sonucu elde edilen bulgular, borsaya ilişkin finansal kalkınma göstergelerinin ekonomik büyümeyi açıklayan önemli faktörlerden biri olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan finansal kalkınmanın ise ekonomik büyüme tarafından belirlendiği ve borsanın finansal kalkınmaya etkisinin olmadığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal kalkınma, IMKB, Ekonomik Büyüme, Eşbütünlük, Türkiye.

Abstract

*Capital Markets, Financial Development and Economic Growth:
The Case of Turkey*

The aim of this article is to investigate the contribution of financial development, which is expanded to include the capital markets in terms of the stock market, to economic growth in Turkey. To this end, the functions of financial sector and role of capital markets in economic development are discussed in detail. The empirical results, obtained by utilizing the Johansen cointegration test for the period of 1987:Q1-2002:Q2, show that the indicators of financial development in terms of the stock market is one of the important determinants for economic growth. On the other hand, it has been seen that financial development

* Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü.

is mainly determined by economic growth and the contribution of the stock market to financial development is quite weak.

Key Words: Capital Markets, Financial Development, İstanbul Stock Exchange, Economic Growth, Cointegration, Turkey.

1. Giriş

Finansal sektörün reel sektör için ne kadar önemli olduğu literatürde uzun süreden beri tartışılmaktadır. İktisadi kalkınma sürecinde finansal sektör, çok önemli roller oynayabilmekte ve ekonominin “merkezi sinir sistemi” gibi bir işlevini yerine getirmektedir. Finansal sektörün bu önemi, onun yerine getirdiği fonksiyonlardan kaynaklanmaktadır. Reel sektör ile finansal sektör arasındaki ilişki yüzyılın başarısından beri tartışılmasına rağmen, 1960’lar dan sonra finansal sektörün önemini ön plana çıkaran analizlerin yoğunluğu göze çarpmaktadır.

Özellikle Keynesyen makroekonomik bakış açısının baskın olmasının bir sonucu olarak ekonominin her alanda işleyişine müdahale uzun süre önemli bir politika aracı olarak kendisini göstermiştir. Uygulanan kısıtlamalar ve sınırlamalara paralel olarak, finansal sektörde de kısıtlamalar ve sınırlamalar önemli bir yer tutmuştur. Bu çerçevede 1970’lerin ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları ortak politikalardan bir tanesi finansal piyasalara müdahale olmuştur. Bu müdahaleleri; kredi ve faiz oranlarının kontrol altına alınması, yabancı banka girişlerinin yasaklanması, mevduata göre farklı mevduat munzam karşılık oranlarının uygulanması, selektif kredi politikalarının yürütülmesi ve sermaye hareketlerinin kısıtlanması gibi politikalar oluşturmaktadır (Akyüz, 1990). Faiz oranlarına getirilen bu kısıtlamalar, McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’u takiben finansal baskı olarak adlandırılmış olup kaynak dağılımında etkinliği bozduğu ve tasarrufların yatırımlara aktarılmasını engellediği için ciddi bir şekilde eleştirilmiştir.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), gelişmekte olan ülkelerin asıl sorununun “yatırımları finanse edecek tasarrufların yetersizliği” olduğuna dikkat çekmişler ve uygulanacak ekonomi politikalarının tasarrufların artmasını sağlayacak şekilde oluşturulmasını önermişlerdir. Bunun gerçekleşebilmesi için genelde ekonominin işleyişini engelleyen her türlü kısıt ve sınırlamanın kaldırılmasını, özelde ise finansal sektöre müdahalenin en aza indirilmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Bu bağlamda enflasyonun altında, piyasa güçleri dışında suni olarak belirlenen ve sonunda negatif reel faizle sonuçlanan faiz

politikasının tasarrufların gayrimenkul, döviz ve altın gibi verimsiz alanlarda değerlendirilmesine yol açtığı vurgulanmıştır. Bu sorunları ortadan kaldıracığı ve kaynak dağılımında etkinliği sağlayacağı gerekçesiyle, pozitif reel faiz politikasının uygulanması, 1970'lerden sonra IMF ve Dünya Bankası gibi uluslar arası finansal kuruluşların desteğiyle gelişmekte olan ülkelerde uygulanan istikrar politikalarının ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir.

Türkiye, dünyadaki bu gelişmelerden nasibini almış ve 1980 sonrası ekonomide köklü değişikliklerin yaşandığı liberalizasyon hareketlerine kapılarını açmıştır (Uygur, 1993; Yeldan, 1997; Özer, 2003). Bu tarihten sonra mevduat ve kredi faiz oranları serbest bırakılmış, yabancı sermayenin ülkeye girişi ile ilgili engeller ortadan kaldırılmış, bankacılık alanında bir çok kurumsal yenilikle tanışılmış ve sermaye piyasası kanunu çıkarılarak menkul kıymetler borsası kurulmuştur (Akyüz, 1990; Sak, 1995).

Bu makalede ekonomik büyüme ve finansal kalkınma arasındaki ilişki incelenirken sermaye piyasasının faaliyetleri ön plana çıkartılmaktadır. Daha önceki çalışmalarda bu kısmın analizlere dahil edilmemesi ya da çok kısa dönemleri kapsayacak şekilde ele alınmış olması bu boşluğun doldurulması anlamında önem taşımaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasaları bu ülkelerin kalkınmasının finansmanında ek kaynak yaratma özelliği ile önemli bir yer tutmaktadır. Özellikle 1980'lerden sonra gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasalarının faaliyetlerinde gözle görülür artışlar gözlenmektedir. Bu amaçla, öncelikle menkul kıymet piyasalarının işlevleri üzerinde durulacak ve bu alana ilişkin elde edilen değişkenlerin ekonomik büyümeye katkılarının olup olmadığı ekonometrik yöntemlerle test edilecektir.

2. Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomik İşlevleri

Menkul kıymet borsaları hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı pazarlardır. Bu pazarların en önemli özelliği borç verenlerle borç alanları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmesidir. Menkul kıymet borsalarında şeffaf bir ortamda standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından dolayı yatırımcılar daha kolay risk alabilmekte ve bu durum ekonomilerin gelişmesi için en temel koşullardan birini oluşturmaktadır. Bir ekonomide borsalar, tasarrufların verimli alanlarda kullanılabilmesi bakımından da önemlidir. Borsalar, bağlı oldukları ülkelere göre çeşitlilik göstermekle

birlikte temel özellikleri bakımından birbirleriyle benzerlikler ve farklılıklar da gösterebilirler.

1950'lerden sonra dünya pazarlarının globalleşmesi, iletişim olanaklarının artması, bilgisayar teknolojilerinin gelişmesi ve bir çok ülkede finansal kurumların pazara girmelerinin kolaylaşması tüm dünyada menkul kıymet borsalarının gelişimine katkı sağlamıştır. Bu faktörler tasarrufçuları menkul kıymetler borsalarında yatırım yapmaya yöneltmiştir. Menkul kıymet borsalarına yapılan bu yöneliş bankacılık sektörünün ekonomi içerisindeki baskın rolünü azaltmaya başlamıştır.

Menkul kıymet borsalarının ülkelerin gelişimine önemli katkıları vardır:

- Menkul kıymet borsaları ile halkın tasarruflarının şirketlere sermaye olarak çekilmesi sağlanabilmektedir.
- Bankalardan alınan yüksek riskli ve kısa vadeli krediler yerine şirketler açısından çok daha düşük riskle uzun vadeli kaynak sağlanabilmektedir.
- Bu kaynakların da yatırımlara dönüştürülmeleri ulusal ekonominin gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Menkul kıymet piyasalarının kendilerinden beklenen bu katkıları yapabilmesi için ekonomik işlevlerinin iyi anlaşılması gerekmektedir. Menkul kıymet piyasaları; likidite sağlamak ve tasarruflara hareketlilik kazandırmak, piyasada fiyat oluşturmak, güvence vermek, mülkiyeti tabana yaymak, ekonomide barometre olmak ve sermayeye hareketlilik kazandırmak gibi ekonomik işlevleri yerine getirmektedirler (Büker ve diğerleri, 1997:455-457).

Menkul kıymet yatırımcılarının yatırımlarını en kolay şekilde paraya çevirebildikleri yer menkul kıymet borsalarıdır. Yatırımcıların alternatif yatırımlar karşısında hareket alanlarını geniş tutmaları yatırımlarının likit olmasını gerekli kılmaktadır. Likit bir piyasa yeterli miktarda alıcı ve satıcının bulunduğu, alım ve satımlar arasındaki marjların düşük olduğu ve zaman içinde fiyatların büyük dalgalanmalar göstermediği piyasalardır.

Menkul kıymet borsalarında karşı karşıya gelen alıcı ve satıcıların yapmış olduğu işlemler sonucu oluşan fiyat düzeyleri, piyasa fiyatı olarak bilinir. Gelişen haberleşme teknikleri sonucu oluşan bu fiyat istenildiği an öğrenilebilmektedir. Menkul kıymetlere yatırım yapmış veya yapacak olan

yatırımcılar belirlenmiş olan bu fiyat karşısında davranışlarını belirleyebilmektedirler.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, işletmelerin halka açık yapıları, menkul kıymet sayısındaki artış ve menkul kıymet yatırımlarının cazip olması gibi nedenlerle küçük tasarruflar menkul kıymetlere yönelebilmektedirler. Küçük tasarrufların bu şekilde yatırımlara kanalize edilmesi mülkiyetin tabana yayılması anlamına gelmektedir. Ayrıca işletmelerin sermaye artırımları sonucu yeni hisse senetlerinin satışı yoluyla ortak sayılarının artırılması mülkiyetin tabana yayılması açısından önemlidir.

Menkul kıymet borsalarında herhangi bir menkul kıymetin borsaya dahil edilebilmesi için çeşitli şartları taşıması gereklidir. Menkul kıymet borsalarınca belirlenen kurallar çerçevesinde, işletmelerin geçmiş dönem faaliyetleri incelenerek yatırımcının doğru bilgilere ulaşması sağlanarak kandırılması ya da zarara sokulması önlenabilir. Ayrıca borsada alınan tedbirlerle fiyatlardaki dalgalanmalar ve spekülasyon oyunları önlenmeye çalışılarak bir güvence işlevi sağlanır.

Menkul kıymet borsalarında işlem gören kıymetlerin fiyatları değişiklik gösterebilir. Borsalarda menkul kıymetlerin değerlerinin artması işletmeler açısından olumlu bir gösterge olarak bilinir. Bununla birlikte verimliliği ve karlılığı iyi olmasına rağmen içinde bulunduğu endüstriden ya da teknolojik değişikliklerden dolayı fiyatı olumsuz etkilenen işletmeler de bulunabilir. Bu nedenle borsada oluşan fiyat düzeyleri bir barometre görevi görmektedir.

Borsada işlem gören menkul kıymetlerinin değeri artan işletmelerin piyasa değerleri yükselmektedir. Diğer yatırımcıların ilgisini çekecek olan bu durum sermayenin bu tip işletmelerin menkul kıymetlerine yönelmesini sağlayarak sermayeye hareketlilik kazandıracaktır. Borsada değeri düşen menkul kıymet sahibi işletmelerin de yeniden değer kazanabilmek için çeşitli faaliyetlerde bulunup kuvvetli bir yapıya sahip olma istekleri aynı şekilde sermayeye hareketlilik kazandıracaktır.

3. Ekonomik Büyümede Menkul Kıymet Borsalarının Rolü

Finansal kalkınma ve ekonomik büyüme bağlamında yapılan çalışmalarda genellikle bankacılık sektörüyle ilişkili ölçütler kullanılmaktadır. Özellikle 1980 sonrasında literatürdeki gelişmeye ve borsaların gelişmiş ve

gelişmekte olan ekonomilerdeki artan ağırlığının bir sonucu olarak, bu ölçütler arasında borsa göstergeleri de önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Borsaların gelişmeye başlamasıyla birlikte ve bu gelişmelerin sonucu olarak dünya genelinde borsa kapitalizasyonu, 1980-1990 yılları arasında 4,7 trilyon dolardan 15 trilyon dolara yükselmiş ve gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senedi tutarları 1983-1992 yılları arasında 25 kat artarak bu gelişmeye en güzel somut örneği oluşturmuştur (Arestis ve Demetriades, 1997: 785).

Levine ve Zervos (1996)'a göre gelişmiş menkul kıymet borsaları, yatırımlar ve büyüme üzerinde bankacılık sektöründen daha güçlü ve farklı bir etkiye sahiptir. Özellikle artan kapitalizasyon oranı –ki bu oran borsa işlem hacminin GSYİH'ya oranıyla veya borsaya kayıtlı şirket sayılarıyla ölçülmekte- bir ekonominin sermayeyi harekete geçirme ve riski dağıtma gücünü iyileştirebilir (Arestis ve Demetriades, 1997:785). Borsa gelişiminin başka önemli bir göstergesi olan likidite ise, borsaların fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmesini engelleyen işlem maliyetiyle ters orantılıdır. Likiditenin ölçümü ise ya işlem gören hisse senetlerinin GSYİH'ya oranı ya da işlemdeki hisse senetlerinin toplam piyasa kapitalizasyonuna oranı olarak ölçülür. Menkul kıymet borsalarının performansına dair diğer önemli noktalar, volatilite, yoğunlaşma ve fiyatlamada etkinliğin olup olmamasıyla yakalanabilir. Fiyatlamada etkinliğin ölçümü ulusal ve uluslar arası sermaye piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonunun bir göstergesidir (Arestis ve Demetriades, 1997: 786).

Literatürdeki mevcut araştırmalar ışığında borsalar ekonomik büyümeyi en az şu beş yoldan birisi aracılığıyla etkiler: Likidite, risk farklılaştırması, bilgi yönetimi, işletme denetimi ve tasarruf birikimi (Akçoraoğlu, 2000, Levine, 1997; Müslümov, 1998: 45).

3.1. Likidite Fonksiyonu

Büyük ölçekli yatırımların gerçekleştirilebilmesi için sermayenin yatırımda uzunca bir süre tutulması gerekir. Bu durum tasarrufunu değerlendirmek isteyen yatırımcının tasarrufları üzerindeki kontrolünün kaybolmasına sebep olabilir. Fakat yatırımcılar uzun dönemde tasarruflar üzerindeki kontrollerini kaybetmek istemezler. Dolayısıyla likit pazarların mevcut olmadığı ekonomilerde yüksek getirili çoğu projenin finansmanı

mümkün olamamaktadır. Benchivenga ve Smith (1991), Levine ve Zervos (1996), borsaların sunduğu likidite hizmeti aracılığıyla tasarruf sahiplerine fonları üzerinde kontrol imkanı sağlamakta olduğunu, aynı zamanda işletmelere de hisse senedi ihracı yoluyla yatırım projelerine sürekli finansman olanağı sağladığını öne sürmektedirler. Likit borsalar, uzun vadeli yatırımların riskini ve maliyetini düşürmektedir. Yatırımcılar da istedikleri zaman sahip oldukları hisselerini ellerinden çıkarabilecekleri için güven duymakta ve uzun vadeli düşünerek yatırım yapabilmektedirler (Müslümov, 1998: 46).

Yine Levine (1997), menkul kıymet borsalarının büyüme, likidite yoluyla yatırımı daha risksiz hale getirerek etkilediğini öne sürmektedir. Bu argümanın gerekçesi, şirketlerin sermaye yapılarını, likiditesi yüksek menkul kıymet kullanarak güçlendirmeleridir. Bu durumda menkul kıymet borsalarının gelişimi gelecek dönemlerin ekonomik büyümesini etkileyecektir.

Sonuç olarak likit borsalar, yüksek verimli yatırımların finansmanında rol oynamakta, ekonomide kaynakların etkin dağılımını sağlamakta ve bu gelişmeler ekonomik büyüme sürecini hızlandırmaktadır.

Bununla birlikte Benchivenga ve Smith (1991) ve Japelli ve Pagano (1994), yüksek likiditenin ekonomik büyüme üzerinde ki etkisinin olumsuz da olabileceğini, bu durumun tasarruf oranını düşürebileceğini ve ekonomik büyümeyi yavaşlatabileceğini de iddia etmektedirler.

3.2. Risk Farklılaştırması

Borsa gelişmesinin ekonomik büyümeyi etkileme yollarından biri de, borsaların risk farklılaştırma olanağını sunmasıdır. Saint-Paul (1992), Deveraux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994), borsaların risk farklılaştırması fonksiyonunu üstlenerek uluslar arası entegre borsalar aracılığıyla riski paylaşarak yatırımları yüksek verimli yatırım projelerine aktarabileceğini ileri sürmektedirler.

Bununla birlikte Deveraux ve Smith (1994), yüksek düzeyde risk farklılaştırmasının ekonomideki tasarruf oranını düşürerek ekonomik büyümeyi yavaşlatabileceğine dikkat çekmektedir.

3.3. Bilgi Yönetimi

Borsalar, işletmelerle ilgili bilgi edinimini kolaylaştırarak ekonomik büyümeyi etkileyebilirler. İşletmeler hakkındaki bilgiye ulaşan yatırımcılar, işletmelerin sahip oldukları hisse senetleri üzerindeki bilgilerle alım satım yapabiliş mevcut bilgilerini daha verimli bir şekilde değerlendirebileceklerdir. Bu durum işletmeler üzerinde kontrol sağladığından ekonomide kaynakların paylaşımını etkinleştirip ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir.

3.4. İşletme Denetimi

Borsalar, ekonomik büyümeyi işletmelerin denetimi aracılığıyla da etkileyebilmektedir. Etkin borsalara sahip ekonomilerde işletme yönetiminin başarısı hisse senedinin performansı ile ilişkilendirilmektedir. Bu durum işletme yöneticileri ve ortaklarını bir çıkar birliği etrafında toplamakta ve şirketin başarısı için daha fazla çalışma gereksinimi oluşturmaktadır. Böylelikle ekonomik büyümenin hızlanması teşvik edilmektedir.

3.5. Tasarruf Birikimi

Gelişmiş borsalar, tasarrufların toplanması sürecini hızlandırıp bunu yatırımlara yönlendirerek ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir. Greenwood ve Jovanovic (1990), borsaların tasarrufları toplayarak büyük hacimli yatırım projelerinin gerçekleşmesinde katkılarının olduğunu vurgulamışlardır.

Levine ve Zervos (1996), 41 ülkede 1976-1993 dataları ile yaptıkları çalışmalarında hisse senedi piyasalarının aktivitelelerinin bir çok gelişmekte olan ülke için reel sektör aktiviteleleriyle (üretim hacmi) aynı yönde hareket ettiğini göstermektedir. Levine ve Zervos, bu ölçütlerin iktisadi büyümenin sermaye birikimi ve verimlilik artışlarıyla değişim yönünü hesaplamıştır. Sonuçta, bankacılık sektörü ve menkul kıymet piyasaları gelişiminin sermaye birikimi ve verimlilik artışlarıyla güçlü bir korelasyon gösterdiğini tespit etmiştir. Benzer bir çalışma da Atje ve Jovanovic (1993), benzer yaklaşımlarla 1980-1988 periyodunda 40 ülkede büyüme ve borsa kapitalizasyon göstergeleri arasında güçlü bir korelasyon bulmuşlardır.

Filer, Honousek ve Campos (1999) tarafından 64 ülke için yapılan diğer bir çalışma ise, düşük ve daha düşük orta gelirli ülkelerde borsa aktiviteleleri ile gelecek ekonomik büyüme arasında güçlü bir ekonomik ilişki saptanmıştır.

Müslümov ve Aras (2002), 22 OECD ülkesi arasında finansal kalkınma göstergesi olarak borsa kapitalizasyonu kullanarak yaptıkları nedensellik testinde 11 ülkede finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye, borsa likiditesini kullanarak yaptıkları testte ise 6 ülke de finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye neden olduğunu ortaya koymaktadırlar.

Durham (2002) ise, 64 ülke için yaptığı araştırmada, borsanın gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu, fakat gelişmekte olan ülkelerde bu durumun görülmediği sonucuna ulaşmıştır.

4. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimine Kısa Bir Bakış

Sermaye Piyasaları, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasaları denince akla gelen şey uzun vadeli finansman olup bu vade 20-30 yıl gibi vadeleri kapsamaktadır (Alp, 2000: 375). Türkiye’de sermaye birikiminin başlıca iki kaynağı mevcuttur: Yurt içi tasarruflar ve yabancı sermaye yatırımları. Finansal sistem, bu yurt içi tasarrufların ve yabancı sermayenin yatırımlara dönüştürülmesine aracılık eden kurumlardır.

Türk finansal piyasalarında 1980 öncesi, yabancı bankaların sektöre girişi kontrol altına alınmış, kredilere miktar ve oran açısından çeşitli sınırlamalar getirilmiş, kısacası baskı altında tutulmuştur (Akyüz, 1990; Önder, Türel, Ekinci, Somel, 1993). Türkiye’de 1980’de uygulanmaya başlanan politikaların temelini ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık büyüme modeline geçiş oluşturmaktadır. Program, devletin ekonomideki rolünü azaltmayı, piyasa güçlerinin işlemesine olanak sağlayacak bir piyasa ekonomisi oluşturmayı, özelleştirmeyi ve ekonominin dış dünya ile entegrasyonunu amaçlamıştır. 1980’den sonra ekonomide yaşanan serbestleştirme hareketleri ve yeniden yapılanma süreci çerçevesinde yer alan değişmelerin en etkili olduğu kesimlerden birini de bankacılık sektörü oluşturmaktadır. Türk bankacılık sistemi 1980 sonrası alınan kararların uygulanmasıyla dışa açık ve daha rekabetçi bir ortamda faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, sermaye piyasalarının oluşturulması gündeme gelmiş 1982 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve 1986 tarihinde ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete başlamıştır. Menkul kıymetler borsaları, ek finansman olanakları yaratarak işletmelerin yeni yatırımları finanse etmelerini sağlamakta ve ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmektedir.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'nin finansal sistemini küçük ve çeşidi az olan finansal işlevleri yerine getirmeye çalışan bir sistem olarak nitelendirmek mümkündür. Bu sistem içerisinde banka dışı finansal araçların gelişmemesinden dolayı bankalar finansal sistemin temel taşı oluşturmaktadır. Finansal sistemde bankaların ağırlıklı rollerine rağmen ülke ekonomisinin etkin işleyişi için gerekli olan fon arz ve talebinin bankacılık yoluyla etkin bir şekilde yerine getirildiği söylenemez. Çünkü bankacılık sistemi toplamış olduğu mevduatlar ve diğer fonlarla ekonominin reel kesiminin fonlarını karşılamaktan çok, kamu kesiminin finansman açığını karşılamada kullanılmıştır. Buna paralel olarak da Türk finansal sistemi, finansal enstrümanların çeşitliliğini arttırmayarak küçük ölçekli bir sistem olarak kalmış, etkin roller kamu kesimine bırakılarak en büyük alıcı konumuna itilmiştir.

Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişiminin de yeterli düzeyde olduğunu ifade etmek oldukça güçtür. Bunun nedeni ise, İMKB'nin faaliyette bulunduğu zaman zarfında yurt içi tasarrufların hacminin yarı yarıya düşmesi ve milli gelirin ve kişi başına gelirin dolar bazında önemli ölçüde azalması gösterilebilir (Akalin, 2002: 233-234). Bu durumun sebepleri arasında da; enflasyon rakamlarının yüksek oluşu, kamu açıklarının yüksek seviyelerde oluşu ve hazinenin piyasadaki fonların büyük bir kısmını çekmesi, mali piyasaların yeterince gelişmemiş olması ve tasarrufçuların isteklerine karşılık verecek menkul kıymetlerin geliştirilmemiş olması ve sosyal güvenlik fonlarının istenilen boyutlara sahip olmaması şeklinde sıralanabilir (Alp, 2000: 375). Diğer bir ifadeyle sermaye piyasalarına yönelebilecek fon miktarının azlığı, makroekonomik istikrarsızlığın yarattığı ekonomik atmosferde tasarruf sahiplerinin fonlarını bu alanda değerlendirmekten kaçınmaları bu piyasaların sığ kalmasına neden olmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişimini daha iyi değerlendirebilmek amacıyla menkul kıymet stoklarının incelenmesi daha yararlı olacaktır. Türkiye'de sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetler, özel kesim menkul kıymetleri (hisse senedi, tahvil, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka bonusu, kar zarar ortaklığı belgeleri ve gayri menkul sertifikaları) ve kamu kesimi menkul kıymetlerinden (devlet tahvili, hazine bonusu, gelir ortaklığı senetleri, dövize endeksli senetler, özelleştirme tahvili) oluşmaktadır.

Menkul Kıymet Stoku rakamları (SPK, 2002) incelendiğinde, ilk olarak göze çarpan durum, 1986 yılından bu yana kamu kesimi menkul kıymetlerinin özel kesim menkul kıymetlerine göre toplamı oluşturan değerler içerisinde oldukça yüksek bir paya sahip olduğudur. Kamu kesimi menkul kıymet stokları lehine olan bu fark sonraki yıllarda da devam etmiş, hatta özel kesim menkul kıymet stokları daha da azalmıştır. 2002 yılı sonu itibariyle toplam menkul kıymet stoklarının %92'si kamu kesiminin, %8'i de özel kesimin menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. Görüldüğü gibi özel sektörün sermaye piyasalarından yararlanması kamu kesimine oranla oldukça sınırlı kalmıştır. Özel sektörün çıkardığı menkul kıymetler incelendiğinde ise, ortaklık ifade eden ve sermayenin tabana yayılması anlamına gelen ve neredeyse özel kesim menkul kıymet stoklarının tamamını oluşturan hisse senetlerinin oranında da yıllar itibariyle önemli düşüşler yaşanmıştır. 2002 yılı sonu itibariyle bu oran %8'dir. Bu oran gelişmiş ülkelere oranla ve hatta çoğu gelişmekte olan ülkeye oranla oldukça düşüktür. Toplam menkul kıymet stoku içerisinde hisse senetleri oranlarının düşük olmasında talep yönünde yaşanan sorunlar ve firmaların halka açılmada isteksiz davranmaları yatmaktadır.

Hisse senetleri piyasasının gelişimini engelleyen talepte yaşanan sorunların kaynağını piyasadaki volatilitenin fazla olması oluşturabilir. Hisse senetleri piyasasının ekonomik şartlara duyarlılığı oldukça fazladır. Volatilitenin yüksek olmasının sebepleri olarak, nakit kar payı ödemelerinin düzensizliği ve yatırımcının fonlarını daha fazla gelir elde etmek amacıyla diğer varlıklara yöneltmesi gelmektedir (Ergeç, 2001: 78).

Menkul kıymet stoklarının özel kesim içindeki dağılımında hisse senetlerinin payının her zaman diğer menkul kıymet kalemlerinden çok fazla olduğu görülmektedir. Özel sektörün hisse senetleri dışındaki uzun vadeli borç araçlarını bu kadar az tercih etmesinin sebebi kamu sektörünce çıkarılan buna benzer araçlarla aralarında rekabet gücünün olmamasıdır. Kamu sektörünün ihtiyacı olan fonları karşılamakta kullandığı uzun vadeli araçlarda vergi muafiyetlerinin olması, kamu sektörünce çıkarılan bu araçlara talebin fazla olmasını sağlarken aksine özel sektörün bu araçlarına talebi önlemiştir. Özel sektördeki bu durumun bir diğer önemli nedeni de yüksek enflasyondur. Yüksek enflasyon uzun dönemde kıymetlerin değerini düşürmekte, finansman maliyetlerini yükseltmekte ve bu durumda bu yatırımları caydırmaktadır.

Kamu kesimi, menkul kıymet stoklarının büyük bir kısmını kendisi kullanmaktadır. Bu durum son yıllarda kamu açıklarının artmasıyla beraber tehlikeli boyutlara ulaşmış adeta özel kesim için kullanılacak fon bırakılmamış dahası özel kesim piyasadan dışlanmıştır (Alp, 2000: 382).

Kamu kesiminin çıkardığı menkul kıymetler incelendiğinde de toplam menkul kıymet stoklarının büyük bir kısmının tıpkı özel sektörde olduğu gibi belli kalemler etrafında dağıldığı görülmektedir. Kamu kesimi menkul kıymet stoklarındaki baskınlık devlet tahvili ve hazine bonusu lehinedir. 2002 yılı sonu rakamlarına göre devlet tahvili ve hazine bonusu oranlarının toplamı hemen hemen tüm kamu kesimi oranlarının toplamı kadardır. Devlet tahvili ve hazine bonusu dışındaki kalemlere ilgi olmamıştır denilebilir. İşte bu durum sermaye piyasalarının Türkiye’de gelişmemesinin sebeplerinden biri olan türleşmemişlik olgusuna atfedilebilir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki araçların çeşitliliği fazladır. Ancak Türkiye’de bu durum böyle değildir. Zaten menkul kıymet stoklarıyla ilgili veriler incelendiğinde geliştirilen yeni araçların da pek talep edilmediği açıktır.

Türkiye’deki sermaye piyasalarının yapısıyla ilgili olarak gerek kamu sektöründe gerekse özel sektörde ihraç edilen menkul kıymetlerin vadelerinin kısaldığı gözlemlenmektedir. Hazine iç borçlanma senetlerinin vadelerine bakıldığında enflasyon artışı ile birlikte vade yapılarının kısaldığı hatta son yıllarda vadelerin bir yılın altına düştüğü görülmektedir. Vade yapılarındaki bu değişimde mali krizlerin de (1991,1994 ve 2000 ekonomik krizleri) etkisinin olduğu yadsınmaz bir gerçektir. Hazine Müsteşarlığından derlenen verilere göre, daha uzun vadeleri (1-5 yıl) ifade eden tahvillerle, daha az vadeleri (1 yıldan az) ifade eden Bono’lar arasında, vade yapılarına göre bonolar lehine bir artış olduğu açıkça gözlenmektedir.

5. Önceki çalışmalar

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, finansal sektör-ekonomik büyüme ilişkisi üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır. Taş ve Kar (2002), Türkiye’de 1980 sonrası uygulanan finansal liberalizasyon politikaları üzerine yapılan ekonometrik çalışmaları detaylı bir şekilde analiz ederek taramaktadırlar. Bu makalede daha önceki çalışmalar, finansal sektöre ilişkin olarak kullanılan değişkenlere göre sınıflandırılmakta ve yapılan çalışmaların genel özellikleri değerlendirilmektedir.

1970'lerin başlarında ortaya atılan finansal liberalizasyon hipotezinden etkilenen Fry (1978, 1979 ve 1980), finansal baskının ekonomik büyüme etkisini göstermeye çalışmıştır. Fry, bu üç çalışmada ekonomik büyüme oranını bağımlı değişken olarak ele almış ve faiz oranlarının değişik versiyonlarını (reel faiz oranı, beklenen faiz oranı gibi) açıklayıcı değişkenler olarak kullanmış ve faiz oranlarının ekonomik büyüme katkısının olumlu olduğunu göstermiştir. Ayrıca piyasa güçleri dışında belirlenen negatif reel faizin de ekonomik büyümeyi azalttığını ortaya koymuştur.

Benzer bir çalışma, Lanyi ve Saraçoğlu (1983) tarafından Türkiye'yi de içine alan 21 ülke için, faiz oranları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılmıştır. Ülkeleri faiz oranlarına göre sınıflandırarak ve her bir sınıfı uygun kukla değişkenlerle modele katarak, sonuçların "reel pozitif faiz oranlarının uzun dönemde ekonomik büyüme katkısının olduğu" görüşünü doğruladığını ileri sürmüşlerdir (Lanyi ve Saracoğlu, 1983: 28).

Diğer bir grup çalışma ise, Patrick (1966) tarafından ortaya atılan ve ekonomik büyüme ile finansal kalkınma arasında var olabilecek olası bir nedenselliğin yönünü ortaya koymaya çalışmıştır. Şıklar (1992), bu çalışmalardan ilkinin oluşturmaktadır. Yazar, 1970-1990 dönemi için yaptığı çalışmada nedenselliğin yönünün finansal kalkınma göstergesine duyarlı olduğunu ve her iki değişken arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu ortaya koymuştur. Akçoraoğlu (2000) ise, dışsallık testini kullanarak 1968-1995 dönemi için yaptığı araştırmasında, finansal kalkınmanın ekonomik büyüme katkısının olmadığını bulgulamıştır. Kar ve Pentecost (2000) ise, finansal kalkınma ölçütlerini genişleterek ve 1963-1995 dönemi için eş bütünleşme yöntemini kullanarak yaptıkları incelemede, ekonomik büyüme ile finansal kalkınma arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün seçilen finansal kalkınma ölçütüne duyarlı olduğunu göstermişlerdir. Benzer yöntemi kullanan Ünalmiş (2002), finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönünü 1970-2001 periyodu için, yıllık verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, kısa dönemde arzın öncülük ettiği durumunu, uzun dönemde ise hem arzın öncülük ettiği hem de talebin takip ettiği durumların ortaya çıktığını ampirik olarak göstermiştir. Taş ve Örnek (2001) ise, 1987:1-2000:4 dönemine ilişkin üç aylık verileri kullanarak yaptıkları çalışmada, talebin takip ettiği ve arzın öncülük ettiği hipotezlerinin her ikisini de doğrulayan bulguları, iktisadi kalkınma sürecinde her iki değişken karşılıklı olarak etkileşim içerisinde şeklinde yorumlamışlardır. Doğan (2002), toplulaştırılmış parasal göstergeler

kullanıldığına 1982:2-1998:4 dönemi için söz konusu değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu gözlemlemiştir.

Bunlardan farklı olarak, Kar (2000), büyüme literatüründe meydana gelen gelişmeleri ve zaman serisi ekonometrisindeki yenilikleri dikkate alarak 1963-1995 dönemi verilerini üretim fonksiyonu tahmini çerçevesinde ele aldığı çalışmasında, beşeri sermaye birikimine ek olarak finansal sektördeki gelişmelerin “içsel büyüme teorileri” bağlamında “artan getiriye” kaynaklık ettiğini göstermiştir. Yeni bir çalışmada, Özatay ve Sak (2002), Türkiye’de finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkısının sınırlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar, 20 yıldan fazla süredir uygulanan liberal politikaların finansal sektörün derinleşmesine toplam varlıklar ve toplam mevduatlar bağlamında katkıda bulunduğunu, ancak kredi stokunda buna paralel bir uyumun görülmediğini ifade etmektedirler. Bu sürece 1990-1999 döneminde artan riskin yarattığı atmosferinin olumsuz olarak katkıda bulunduğunu ileri sürmektedirler. Faiz oranlarında, döviz kurlarında ve büyümedeki dalgalanma hızlı bir şekilde bu dönemde artmıştır. Artan riskli atmosfer, dalgalanmaları artırmış ve bu bankaların kredi arzı kararlarını olumsuz olarak etkilemiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün bilançolarının incelenmesi, bankaların bir yandan değişen ekonomik atmosfere uyum sağlamaya çalışırken, diğer yandan gelirlerini artırmaya çalıştıklarını göstermiştir (Özatay ve Sak, 2002:20). Aynı şekilde, Ersel (2002), Türkiye’deki özel bankaların karar alma sürecinde makroekonomik bilgileri dikkate aldıklarını ortaya koymaktadır. Özellikle büyük makro ekonomik değişikliklerin olduğu veya olacağı bilgisini almada bankaların diğer ekonomik birimlere göre üstünlükleri bulunmaktadır. Burada bankaların politika değişikliklerini kendi karar alma mekanizmalarında değerlendirmemeleri, kendileri kadar müşterilerinin de yeni ekonomik ortama uyumunu geciktirmesi sonucunu doğurabilmektedir. Bu sorunun oluşması, bankacılık sektörünün etkin denetim ve gözetim ile engellenebileceği ileri sürülmektedir (Ersel, 2002: 20).

Buraya kadar değerlendirilen çalışmalarda, finansal kalkınmanın göstergesi olarak farklı parasal büyüklükler ve kredi hacimlerine ilişkin çeşitli göstergeler kullanılmıştır. Sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye olan katkılarının incelendiği ve oldukça kısa bir zaman serisi kullanılarak yaptıkları çalışmada, Esen ve Seyrek (1998), menkul kıymetler piyasası ile ekonomik

büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermişler ve yapılan ekonometrik çalışmaların çok kısa bir dönemi kapsadığından dolayı da bunun dikkatli bir şekilde yorumlanmasını önermişlerdir.

Konuya ilişkin önceki çalışmalar değerlendirildiğinde finansal sektöre ilişkin daha çok parasal ve kredilere ilişkin büyüklüklerin kullanıldığı ve yine çalışmaların bir çoğunda sadece söz konusu değişkenler arasında nedensellik analizlerinin yapıldığı görülmektedir. Oysa gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının önemi her geçen gün artmakta ve finansal sektör ve reel sektör ilişkisini inceleyen çalışmaların finansal sektörün sermaye piyasaları yönüne ağırlık vermeleri gerektiği açıkça görülmektedir.

6. Menkul Kıymetler Borsası ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Ekonometrik Tahmini

Bu çalışmada finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki menkul kıymetler piyasasını da kapsayacak şekilde ele alınmaktadır. Bu çalışma önceki çalışmalardan birkaç yönden ayrılmaktadır. Birincisi, geleneksel finansal kalkınma ölçütleri, menkul kıymetler piyasasını da kapsayacak şekilde genişletilecektir. İkinci farklılığı ise, değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek için kullanılan ekonometrik yöntemden gelmektedir. İlgili ampirik literatürün tarandığı ve değerlendirildiği önceki bölümden hatırlanacağı gibi, Türkiye üzerine yapılan önceki çalışmalar menkul kıymetler piyasasını ihmal etmişlerdir. Ve bu çalışmaların çoğu geleneksel finansal kalkınma göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik testi bağlamında belirlemeye çalışmaktadır. Bu çalışma ise, bu karşılıklı etkileşimin çok yönlü olabileceği varsayımından hareket ederek, çok sayıda değişken arasında uzun dönem ilişkisinin olup olmadığını ve eğer varsa bu ilişkilerin doğasını belirlemeye çalışacaktır. Bunu yaparken özellikle Johansen eş bütünleşme yönteminden yararlanılacaktır.

Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin belirlenebilmesinden önce yapılması gereken burada kullanılacak değişkenlerin tanıtılması ve yine kullanılacak verilerin zaman serisi özelliklerinin birim kök testi bağlamında incelenmesidir.

6.1. Veriler ve Zaman Serisi Özelliklerinin Belirlenmesi

6.1.1. Veri Seti ve Kaynağı

Değişkenler; LRY, LM2/Y, LPSCV/Y, LSMC, LDCVY ve LRTD, sırasıyla reel gelir (GSYİH), geniş tanımlı para arzının gelire oranı, özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı, borsa kapitalizasyon oranı, yurt içi kredi hacmi ve reel işlem hacmini ve değişkenlerin önündeki L, ilgili değişkenin logaritmasının alındığını göstermektedir. Veriler 1987:Q1-2002:Q2 aralığında üç aylık verilerden oluşturulmuş ve bu veriler TCMB *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*'nden elde edilmiştir.

6.1.2. Verilerin Zaman Serisi Özellikleri

Dickey-Fuller (DF) ve geliştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testleri sonuçları Çizelge 1'de verilmiştir. Kritik değerler, PcGive ekonometri programı tarafından otomatik olarak üretilmiş olup, McKinnon (1991) değerlerine dayanmaktadır (Doornik ve Hendry, 1994).

Çizelge 1. DF Birim Kök Testi

Değişken	Seviye				Birinci Derece Farkı				Sonuç
	Sabit terimli, trendsiz	% 5 Kritik değer	Sabit terim ve trendli	%5 Kritik değer	Sabit terimli, trendsiz	% 5 Kritik değer	Sabit terim ve trendli	%5 Kritik değer	
LRY	-1.57	-2.91	-0.36	-3.49	-5.80	-2.91	-6.085	-3.49	I (1)
LSMC	-2.32	-2.91	-3.35	-3.49	-3.31	-2.91	-5.09	-3.49	I (1)
LM2/Y	-0.34	-2.91	-1.08	-3.49	-3.69	-2.91	-4.06	-3.49	I (1)
LDCV/Y	-2.39	-2.91	-2.84	-3.49	-3.79	-2.91	-3.75	-3.49	I (1)
LPSCV/Y	-1.14	-2.91	-1.45	-3.49	-3.79	-2.91	-3.70	-3.49	I (1)
LRTD	-2.51	-2.91	-3.48	-3.49	-2.63	-2.91	-3.94	-3.49	I (1)

Değişkenlerin seviyelerine uygulanan DF ve ADF test sonuçları değişkenlerin durağan olmadığını göstermiştir. Değişkenlerin birinci derece farklarına uygulanan DF ve ADF birim kök test sonuçları ise değişkenlerin farkının durağan olduğunu ortaya koymuştur. Teknik ifadeyle seriler, I(1)'dir. Bu seviye itibariyle durağan olmayan serilerin birinci derece farklarının durağan olduğu anlamına gelir. Bu sonuçlar, ilgili değişkenlerin EKK ile tahmin edilmesiyle elde edilen sonuçların güvenilir olmayacağını ifade etmektedir

(Granger ve Newbold, 1974). EKK'nın bu eksikliğini gidermenin yolu ise, son zamanlarda geliştirilen eş bütünleşme metodolojisini kullanmak olduğu ekonometriciler tarafından öne sürülmektedir (Granger, 1986; Engle ve Granger, 1987).

6.2. Ekonometrik Sonuçlar

Bu makalede finansal kalkınma göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenirken, Arestis ve Demetriades (1997) ve Kassimatis ve Spyrou (2001) tarafından kullanılan yaklaşımlar Türkiye'ye uyarlanmaktadır. Bu çalışmalarda finansal kalkınma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, iki değişken arasında nedensellik şeklinde değil de, finansal sektöre ilişkin birden fazla değişken ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ile test edilmektedir. Uygun bir metot ile birlikte böyle bir yöntemin kullanılması finansal piyasalara ilişkin yeni bulgularında ortaya çıkmasına katkıda bulunacağından oldukça yararlı gözükmektedir.

Bu bağlamda Türkiye için tahmin edilmek üzere aşağıdaki modeller oluşturulmuştur.

Çizelge 2. Tahmin Edilecek Denklemler

	Model I	Model II	Model III	Model IV
Değişkenler	LRY, LM2/Y, LSMC ve LDCV/Y	LRY, LM2/Y, LSMC ve LPSCV/Y	LRY, LM2/Y, LRTD ve LDCV/Y	LRY, LM2/Y, LRTD ve LPSCV/Y

Modellerde kullanılan finansal kalkınma göstergelerinden LRY reel geliri simgelemektedir. LM2/Y, parasal bir göstergedir ve geniş tanımlı para arzının gelire oranını simgelemektedir. Parasal göstergeler taşıdığı bilgi dolayısıyla finansal kalkınma için kullanılan en yaygın göstergelerden birini oluşturmaktadır (Galetoviç, 1996; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996). M2/Y, ampirik çalışmalarda en sık kullanılan finansal kalkınma göstergelerinden biridir. Bu gösterge ekonomideki parasallaşmanın derecesinin bir ölçütüdür ve halkın bankacılık sistemini kullanması hakkında bilgi verir. LRTD, sermaye piyasalarına ilişkin bir göstergedir ve reel işlem hacmini simgelemektedir. Borsa işlem hacmi, piyasanın yönünü tespit etmede kullanılan

önemli bir ölçüttür (Başoğlu ve diğerleri, 2001: 512). LSMC (Stock Market Capitalization Ratio), sermaye piyasasına ilişkin diğer göstergesi oluştur ve borsa işlem hacminin gelire oranı olarak tanımlanır. Borsa kapitalizasyonu incelenerek sermaye piyasalarının durumu hakkında yorum yapılabilir. Ancak tek başına bir değişkenle sonuc çıkarmak doğru olmayabileceğinden diğer göstergeleri de kullanmak daha doğru olacaktır. LDCV/Y, modelde kullanılan kredilere ilişkin büyüklüklerden ilkidir ve yurt içi toplam kredi hacminin gelire oranını simgeler. LPSCV/Y ise, kredilere ilişkin diğer bir göstergedir ve özel sektör kredi hacminin gelire oranı olarak adlandırılır. Finansal kalkınma ve sermaye piyasalarına ilişkin olan bu göstergelerin ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemesi beklenilmektedir.

Ekonometrik olarak yukarıda söz konusu olan modellerdeki değişkenler arasındaki ilişkiyi görebilmek için finansal kalkınma ve ekonomik büyüme değişkenlerini bir sistem anlayışı içinde ele alan VAR (vektör otoregressif) modeli ile tahminlere başlamak gerekmektedir. VAR yönteminin en önemli özelliği değişkenleri önceden bağımlı bağımsız değişken şeklinde ayırma tabi tutmamasıdır. Ayrıca ekonomik teori içinde oluşan model konusunda çok katı ön kabulleri bulunmamaktadır (Charemza ve Deadman, 1997:156).

Oluşturulacak VAR modelinde gecikme sayısı oldukça önemli bir konudur, çünkü sonuçlar gecikme sayısına aşırı duyarlıdır. Gecikme sayısını belirlemek için bazı istatistikler veya kriterler (Akaike Bilgi Kriteri, Schwarz ve Hannan-Quinn Kriterleri gibi) kullanmak yaygın olmakla beraber, gecikme sayısının hata terimlerinde görülen ardışık bağımlılığı ortadan kaldırıncaya kadar gecikmenin eklenmesi de uygulanmaktadır (Charemza ve Deadman, 1997:159-160; Arestis, Demetriades ve Luintel, 2001:24).

Çizelge 2.'deki modellerde yer alan değişkenler başlangıçta VAR yöntemi ile tahmin edilmiş ve bu tahminlerde gecikme sayısı 4 olarak belirlenmiştir. Gecikme sayısı, bir taraftan üç aylık veriler kullanılarak yapılan tahminlerdeki ortalama gecikme sayısına paralel iken, diğer taraftan tahmin edilen VAR sonuçlarına ilişkin elde edilen diagnostik test sonuçlarının da ekonometrik sorunlar içermemesine göre belirlenmiştir. Özellikle tahmin edilen denklemlerde hata terimleri arasında otokorelasyon sorununun olmadığı görülmekte ve bu sonuç gecikme sayısının optimal olduğu anlamına gelmektedir. Bu aşamada tahmin edilen VAR modellerinde iki anlık kukla (i1994p2 ve i2001p1) değişkeninin ve mevsimsel kuklaların kullanıldığı ve

özellikle anlık kuklaların eş bütünleşme alanına (cointegration space) sınırlandırılmaması gerekmektedir. Kukla değişkenlerden ilki 1994 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan, ikincisi ise 2001 yılı birinci çeyreğinde görülen ve Türk ekonomisini derinden etkileyen krizlerin etkilerini yakalamak için kullanılmaktadır.

VAR modellemesinin uygun bir şekilde gerçekleştirilmesinin ardından yapılması gereken, her bir modelde yer alan değişkenler arasında eş bütünleşme olup olmadığının Johansen eş-bütünleşme yöntemiyle incelenmesidir (Johansen, 1988, 1992; Johansen ve Juselius, 1990, 1992). Bu bağlamda eş bütünleşme test sonuçları ve elde edilen sonuçların ekonometrik testler ışığında değerlendirilmesi her bir model için ayrı ayrı incelenmektedir. Model I'e ilişkin test sonuçları Çizelge 3'te yer almaktadır.

Çizelge 3. Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model I)

H ₀ :rank=r	Max	Using T-nm	%95	Trace	Using T-nm	%95
r==0	65.13**	47.16**	28.1	115.9**	83.96**	53.1
r<=1	32.87**	23.81*	22.0	50.82**	36.8*	34.9
r<=2	11.19	8.105	15.7	17.95	12.99	20.0
r<=3	6.752	4.89	9.2	6.752	4.89	9.2

Çizelge 3'e göre kullanılan değişkenler (LRY, LM2/Y, LSMC ve LDCV/Y) arasında iki adet uzun dönem ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Bu vektörlerin varlığı her iki istatistik (Maximal eigenvalue = en büyük özdeğer ve Trace = iz istatistikleri) tarafından (hesaplanan değerler kritik değerlerinden yüksek olduğu için) desteklenmektedir. Değişkenler arasında iki vektörün varlığı, Reimers (1992)'in küçük örnekler için geliştirdiği testler (Çizelge 3'ün 3. ve 6. sütunları) ile de desteklendiği görülmektedir. Bu sonuç kullanılan dört değişken arasında ekonomik teori tarafından anlamlı veya var olabilecek iki ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda ilgili istatistikler tarafından kabul edilen iki vektörden birincisi ekonomik büyüme; ikincisi ise, finansal kalkınma vektörü olarak belirlenebilir. Bunu yapabilmek için değişkenlere yönelik zayıf dışsallık (weak exogeneity) testlerinin yapılması gerekmektedir. Çünkü VAR yönteminin en önemli özelliklerinden birisinin kullanılan değişkenleri içsel veya dışsal (bağımlı veya bağımsız) olarak başlangıçta ayırma tabii tutmamasıdır. Yapılacak testlere göre, eğer değişkenlerin vektöre zayıf

olarak dışsallığı gösterilebilirse, söz konusu değişken ilgili vektörün sağ tarafında (bağımsız değişken olarak) yer alabilmektedir.

Zayıf dışsallık testi iki şekilde yapılmaktadır. Birincisi modelde yer alan değişkenlerin bir sistem olduğu kabul edilerek “sisteme zayıf olarak dışsal”, ikincisi ise, “vektöre zayıf olarak dışsal” şeklinde olmaktadır. Sisteme dışsal olan değişken kolaylıkla vektörlerin sağ tarafına alınabilmektedir. Herhangi bir vektöre dışsal olan değişkenin ise sadece söz konusu olan vektörün sağında yer alması gerekmektedir. Bu bağlamda Model I’e uygulanan zayıf dışsallık test sonuçları Çizelge 4’te yer almaktadır.

Çizelge 4. Model I’e İlişkin Zayıf Dışsallık Testleri

Zayıf Dışsallık Uygulanan Değişkenler	Likelihood Ratio Test, χ^2
LRY sisteme zayıf olarak dışsaldır	33.51 **
LRY ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	4.583 .e ⁻⁶
LM2/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	26.89**
LM2/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	1.385 .e ⁻⁷
LSMC sisteme zayıf olarak dışsaldır	0.35
LSMC birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.0094
LSMC ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.016
LDCV/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	30.31**
LDCV/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000103
LDCV/Y ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000107

Sisteme zayıf olarak dışsal iki değişken beklerken, yapılan testler sonucu 3 değişkenin (LRY, LM2/Y, LDCV/Y) sisteme dışsal olmadığı görülmüştür. Bunun üzerine her bir değişkenin her bir vektöre ayrı ayrı zayıf dışsallığı test edilmiştir. Testler uygulanırken özellikle LM2/Y ve LDCV/Y üzerinde yoğunlaşmıştır. Çünkü birinci vektörü ekonomik büyüme vektörü olarak yorumlamak olanaklı iken, ikinci vektörde içsel değişkenin hangi değişkenin olacağını tespit edilmesi gerekmektedir. Yapılan testler sonucu LDCV/Y değişkeninin vektörlerden her ikisine de zayıf olarak dışsallığının ayrı ayrı kabul edilmesi, LM2/Y’nin ikinci vektör için içsel değişken olarak seçilmesine

neden olmuştur. Borsa kapitalizasyon oranı değişkeninin hem sisteme dışsal iken hem de her bir vektöre ayrı ayrı dışsal olduğu görülmüştür. Yapılan bu testler sonucu model I'e ilişkin vektörler (uzun dönem ilişkileri) şu şekildedir.

$$CII = LRY - 0.152 LM2/Y - 0.055 LSMC - 0.6 LDCV/Y - 0.24 i1994p2 \\ + 0.18 i2001p1 - 10.47$$

$$CII = LM2/Y - 7.35 LRY + 0.51 LSMC + 2.285 LDCV/Y - 2.44 i1994p2 \\ - 2.48 i2001p1 + 76.05$$

Elde edilen bu sonuçlara göre, finansal kalkınma göstergelerinin her biri (LM2/Y, LSMC ve LDCV/Y) ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemektedir (1. vektör). Diğer taraftan ekonomik büyüme (LRY), finansal kalkınmayı (LM2/Y) pozitif, LSMC ve LDCV/Y ise, negatif olarak etkilemektedir (2. vektör).

LRY, LM2/Y, LSMC ve LPSCV/Y değişkenlerin yer aldığı Model II'ye ilişkin eş bütünlüşme test sonuçları Çizelge 5'te yer almaktadır.

Çizelge 5. Johansen Eş Bütünlüşme Test Sonuçları (Model II)

Ho:rank=r	Max	Using T-nm	%95	Trace	Using T-nm	%95
r=0	48.24**	34.93**	28.1	96.62**	69.96**	53.1
r<=1	28.45**	20.6	22.0	48.37**	35.03*	34.9
r<=2	15.35	11.11	15.7	19.92	14.43	20.0
r<=3	4.573	3.312	9.2	4.573	3.312	9.2

En büyük özdeğer (maximal eigenvalue) ve iz istatistiklerine göre Model II'de yer alan değişkenler arasında iki adet uzun dönemli ilişki vardır. Bu sonuç, sözkonusu değişkenler arasında ekonomik olarak anlamlı iki vektörün varlığını ima etmektedir. Vektörlerin bağımlı değişkenlerini, diğer bir ifadeyle içsel ve dışsal değişkenlerini belirlemek için yapılan zayıf dışsallık testleri Çizelge 6'da verilmektedir.

Çizelge 6. Model II'ye İlişkin Zayıf Dışsallık Testleri

Zayıf Dışsallık Uygulanan Değişkenler	Likelihood Ratio Test, χ^2
LRV sisteme zayıf olarak dışsaldır	26.25**
LRV ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000026
LM2/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	14.041**
LM2/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	$2.96 \cdot e^{-6}$
LPSCV/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	23.91**
LPSCV/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.00003
LPSCV/Y ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.00005
LSMC sisteme zayıf olarak dışsaldır	0.5004
LSMC birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.0054
LSMC ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.0073

Çizelge 6.'ya göre, LSMC, sisteme dışsal iken diğer değişkenler (LRV, LM2/Y ve LPSCV/Y) sisteme zayıf olarak dışsal değildir. 1. vektörün içsel değişkeni LRV iken, ikinci vektörün içsel değişkeninin finansal derinleşme ölçütlerinden hangisinin olacağı konusunda test sonuçları farklılık göstermektedir. LPSCV/Y'nin her iki vektöre de zayıf olarak dışsal olmaları, ikinci vektörün içsel değişkeni olarak LM2/Y'nin seçilmesine (varsayılmasına) neden olmuştur. Bu bağlamda 1. ve 2. vektörler şu şekilde yazılabilir.

$$CI1 = LRV -0.152 \quad LM2/Y -0.537 \quad LPSCV/Y -0.0254 \quad LSMC -0.515 \quad i1994p2 + 0.185 \quad i2001p1 -10.60$$

$$CI2 = LM2/Y -2.005 \quad LRV -0.020 \quad LPSCV/Y +0.155 \quad LSMC -0.871 \quad i1994p2 - 2.394 \quad i2001p1 +21.55$$

Birinci vektöre göre, finansal derinleşme göstergelerinin her üçü (LM2/Y, LSMC ve LPSCV/Y) de ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemektedir. Diğer taraftan ikinci vektöre göre ise, finansal kalkınma, ekonomik büyüme ve özel sektöre verilen kredi miktarı tarafından pozitif olarak etkilenirken, İMKB'nin derinliğini gösteren değişken (LSMC) tarafından negatif olarak etkilenmektedir.

LRV, LM2/Y, LRTD ve LDCV/Y değişkenlerinin bir sistem olarak yer aldığı Model III'e ilişkin eş bütünleşme test sonuçları Çizelge 7'de verilmektedir.

Çizelge 7. Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model III)

Ho:rank=r	Max	Using T-nm	%95	Trace	Using T-nm	%95
r==0	64.89**	46.99**	28.1	116.1**	84.08**	53.1
r<=1	32.82**	23.76*	22.0	51.22**	37.09**	34.9
r<=2	11.43	8.273	15.7	18.41	13.33	20.0
r<=3	6.982	5.056	9.2	6.982	5.056	9.2

Önceki modellere benzer şekilde Model III'te de değişkenler arasında iki vektörün, diğer bir ifadeyle iki uzun dönemli ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu Johansen eş bütünleşme (en çok özdeğer ve iz) istatistikleri tarafından desteklenmektedir. Değişkenlerin hangilerinin içsel hangilerinin dışsal olduğuna ilişkin yapılan test sonuçları ise Çizelge 8'de özetlenmektedir.

Çizelge 8. Model III'e İlişkin Zayıf Dışsallık Testleri

Zayıf Dışsallık Uygulanan Değişkenler	Likelihood Ratio Test, χ^2
LRV sisteme zayıf olarak dışsaldır	34.14**
LRV ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000016
LM2/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	26.24**
LM2/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	$1.304 \cdot e^{-7}$
LRTD sisteme zayıf olarak dışsaldır	0.213
LRTD birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.213
LRTD ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000093
LDCV/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	29.99**
LDCV/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000086
LDCV/Y ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000076

Yapılan testler, borsa işlem hacminin sisteme dışsal olduğunu ve diğer üç değişkenin ise sisteme içsel olduğunu göstermiştir. Fakat eş bütünleşme testleri değişkenler arasında iki uzun dönemli ilişkinin varlığını gösterdiğinden ve

LRTD'nin her iki vektöre de ayrı ayrı dışsal olduğunun görüldüğünden, LRY ve LM2/Y'nin içsel değişkenler olarak seçilmesine (varsayılmasına) yol açmıştır. Bu sonuçlar ışığında 1. vektörün ekonomik büyümeyi ve 2. vektörün finansal kalkınmayı gösterdiği vektörler şu şekilde yazılabilir.

$$CI1 = LRY -0.156 \quad LM2/Y -0.053 \quad LRTD -0.586 \quad LDCV/Y -10.17 \quad -0.2415 \\ i1994p2 +0.177 \quad i2001p1$$

$$CI2 = LM2/Y -7.124 \quad LRY +0.469 \quad LRTD +2.177 \quad LDCV/Y +70.97 \quad -2.221 \\ i1994p2 -2.337 \quad i2001p1$$

Model III'te de her üç finansal kalkınma göstergesinin ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilediği 1. vektörden anlaşılmaktadır. 2. vektöre göre ise, büyüme finansal kalkınmayı pozitif olarak etkilerken, diğer finansal derinleşme göstergeleri negatif olarak etkilemektedir.

Model IV'e ilişkin eş bütünleşme test sonuçları Çizelge 9'da yer almaktadır.

Çizelge 9. Johansen Eş Bütünleşme Test Sonuçları (Model IV)

Ho:rank=r	Max	Using T-nm	%95	Trace	Using T-nm	%95
r==0	48.51**	35.13**	28.1	97.23**	70.41**	53.1
r<=1	28.31**	20.5	22.0	48.72**	35.28*	34.9
r<=2	15.75*	11.41	15.7	20.41*	14.78	20.0
r<=3	4.662	3.376	9.2	4.662	3.376	9.2

Çizelge 9. LRY, LM2/Y, LRTD ve LPSCV/Y değişkenleri arasında en fazla üç uzun dönemli ilişkinin olabileceğini göstermektedir. Diğer taraftan Reimers (1992)'in küçük örnekler için geliştirdiği testin birine göre bir, diğerine göre iki uzun dönemli ilişki söz konusudur. Modelin içsel ve dışsal değişkenlerini belirlemeye yönelik olarak yapılan testler Çizelge 10'da yer almaktadır.

Çizelge 10. Model IV'e İlişkin Zayıf Dışsallık Testleri

Zayıf Dışsallık Uygulanan Değişkenler	Likelihood Ratio Test, χ^2
LRY sisteme zayıf olarak dışsaldır	26.108**
LRY ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000015
LM2/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	13.5**
LM2/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	1.393 $\cdot e^{-6}$
LRTD sisteme zayıf olarak dışsaldır	0.407
LRTD birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.0124
LRTD ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.0152
LPSCV/Y sisteme zayıf olarak dışsaldır	23.45**
LPSCV/Y birinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000041
LPSCV/Y ikinci vektöre zayıf olarak dışsaldır	0.000028

Model IV'e göre değişkenlerden üçünün içsel değişken olabileceği söz konusu iken, eş bütünleşme test sonuçlarının çelişkili sonuçları da dikkate alınarak, bundan sonraki analizlerde Model IV'deki değişkenler arasında iki uzun dönemli ilişkinin varlığı ve LRY ile LM2/Y'nin içsel değişken olduğu varsayımıyla yapılmaktadır. Söz konusu iki vektör ise şu şekilde yazılabilir:

$$CI1 = LRY - 0.161 \text{ LM2/Y} - 0.236 \text{ LRTD} - 0.539 \text{ LPSCV/Y} - 10.47 - 0.540 \\ i1994p2 + 0.183 \text{ i2001p1}$$

$$CI2 = LM2/Y - 1.903 \text{ LRY} + 0.139 \text{ LRTD} - 0.042 \text{ LPSCV/Y} + 19.67 - 0.805 \\ i1994p2 - 2.335 \text{ i2001p1}$$

Ekonomik büyüme vektörüne göre (1. vektör), her üç finansal derinleşme göstergesi içsel değişken olan ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemektedir. Diğer taraftan, finansal kalkınma vektörüne göre ise, gelir ve özel sektöre verilen krediler finansal gelişmeyi pozitif olarak etkilerken borsa değişkeninin etkisinin negatif olduğu görülmektedir.

6.3. Tahmin Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Önceki bölümden ampirik sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, finansal derinleşmenin göstergelerinin (LM2/Y, LSMC, LRTD, LDCV/Y ve LPSCV/Y) hepsi üçerli olarak yer aldıkları modellerde (dördüncü değişken ise reel gelirdir, LRY) (Model I-IV) ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkiledikleri görülmektedir. Burada önemli olan borsa kapitalizasyon değişkeni ve ticaret hacminin ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemeleri oldukça dikkat çekicidir. Daha önce Türkiye üzerine yapılan ve finansal sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak test eden çalışmalarda IMKB'deki gelişmeler göz ardı edilmişti. Bu değişkenlerin analize katılmasıyla elde edilen bulgular, IMKB'nin ekonomik büyümeye katkısının pozitif olduğunu ortaya koymaktadır.

Finansal derinleşme göstergelerinin hepsinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesinde görülen bütünlük, finansal derinleşmeyi açıklayan ilişkilerde görülmemektedir. Model I ve III'te gelir, finansal gelişmeyi (LM2/Y) pozitif olarak etkilerken, diğer finansal gelişme göstergelerinin finansal kalkınma üzerinde pozitif bir etkisi gözlenmemektedir. Model II ve IV'te ise, gelir (LRY) ve özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı (LPSCV/Y) finansal gelişmeyi pozitif olarak etkilerken, borsadaki gelişmeleri gösteren değişkenlerin (LSMC ve LRTD) finansal derinleşmeye katkılarının negatif olduğu şeklindedir.

Tahmin edilen bütün modeller, biri 1994 yılının ikinci çeyreğindeki, diğeri 2001 yılının ilk çeyreğinde yaşanan krizlerin etkisini ölçebilmek için geliştirilen kukla değişkenleri içermektedir. Bu gelişmelerin etkisinin uzun dönemli değil de bir defalık olduğu varsayımıyla, kukla değişkenler anlık kukla (impulse dummy) olarak değerlendirilmiştir. Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulmasından bu yana karşılaştığı en büyük kriz olan 2001 Şubat krizinin, ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkisinin olduğu yapılan analizlerden anlaşılmaktadır. Aynı sonucun 1994 krizinde görülmemesi oldukça ilginçtir. Yani yapılan analizler 1994 krizinin olumlu olduğu şeklindedir ve bu sonuç genel beklentilerle çelişir niteliktedir. Bu değişkenin modelden çıkarılarak tahmin edilmesi durumunda ise modeller, içsel bağıntı (otokorelasyon) ve değişen varyans (heteroskedastisity) sorunlarının oluşmasına yol açtığından modelden çıkarılmayarak modellerde yer almasına izin verilmiştir. Her iki kuklanın finansal gelişme değişkenlerini pozitif olarak etkilediği görülmektedir.

Bu ise yine oldukça tartışmalı bir konudur. Normalde krizlerden en çok finansal sistem bir bütün olarak etkilenmekte iken, kriz sonrası her defasında finansal sektörün sorunlarının azaltılması veya ortadan kaldırılabilmesi için yapılan reformlar finansal sektörü her geçen gün ekonominin içerisinde gerçek fonksiyonuna doğru yönelttiği söylenebilir.

Bu sonuçlar, finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi açıklayan önemli faktörlerden biri olduğunu, diğer taraftan finansal sektörün kendi iç dinamiklerini harekete geçirerek finansal sistemin farklı alanları arasında kısmen de olsa ilişkinin zayıf olduğunu göstermektedir. Yani Türk finansal sisteminde baskın bir rol oynayan bankacılık sektörü ile IMKB arasındaki ilişkinin oldukça zayıf olduğu görülmektedir. Bu zayıf ilişki, Türk ekonomisinin genel yapısı içinde ele alındığında daha kolay anlaşılabilir. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra makro ekonomik istikrarın tam anlamıyla bir türlü sağlanamaması, finansal sektör ile Hazineyi birbirine bağımlı hale getirmiş ve bu süreç bir borç- yüksek faiz kısır döngüsünün oluşmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle sistemde baskın bir yeri olan bankacılık, topladığı mevduatları yatırımların artmasına olanak verecek şekilde değerlendirmek yerine, riski az ve getirisi yüksek olan hazine bonolarında değerlendirmiştir (Ekinci, 1990; Önder ve diğerleri, 1993; Denizler ve diğerleri, 2000; Akyüz ve Boratav, 2003).

Ayrıca Türkiye'de faaliyette bulunan işletmelerin riski az ve getirisi yüksek olduğu için reel yatırımdan ziyade hazine bono ve tahvillerine yöneldiği ileri sürülmektedir. İlk beşyüz firma üzerine yapılan bir araştırmada işletmelerin bilançolarında "faaliyet dışı gelir" kalemlerinde son on yılda bir artış gözlemlendiği ortaya konulmuştur (Ekinci, 1990; Boratav, Türel ve Yeldan, 1995; Öniş ve Türem, 2001). Bütün bu gelişmeler, Türkiye'de borsanın neden gelişmediğini, sığ kaldığını ve yatırımcıları ve tasarrufluları bir araya tam anlamıyla getiremediğini daha iyi açıklamaktadır. Diğer bir ifadeyle, bir taraftan fonlarını borsada değerlendirmekten kaçınan tasarruflular, diğer taraftan bu tasarruflara talip olması gereken işletmelerin reel yatırımlardan çok spekülatif yatırımlara yönelmesi (talep azlığı) bu piyasanın yeterince gelişmemesine katkıda bulunmuştur.

Ayrıca makroekonomik istikrarsızlık sonucu yaşanan krizler, zaten sığ olan sermaye piyasasını yabancı yatırımcıların hızla çekilmesiyle derinden etkilemiş ve bu yerli küçük yatırımcılara (tasarruflulara) olumsuz yansımıştır.

Kriz sonrası bu yerli yatırımcıların kayıplarının büyüklüğü, yeni ve küçük yatırımcıların borsaya yönelmesini kısmen de olsa engellemiş olabilir.

Özel sektöre verilen kredilerdeki artış finansal gelişmeye katkıda bulunmakla beraber bu değişkenin değerlerinde yüksek enflasyonun olduğu riskli bir ekonomik atmosferde önemli artışlar göstermediği görülmektedir. Borsadaki gelişmeleri değerlendirmek üzere geliştirilen göstergeler, özellikle 1990 sonrasında artma gösterse de, bu değişkenlerin oldukça dalgalı bir seyir izledikleri ve oldukça spekülatif bir özellikte olduğu görülmektedir (Arın, 1999). Bu değişkenlerdeki dalgalanmalarda özellikle 1989 sonrası sermaye hareketlerinin liberalize edilmesinin bir sonucu olarak yabancı portföy yatırımlarının etkisinin olduğu görüşlerini destekler niteliktedir (Kara, 2002; Güloğlu ve Altunoğlu, 2002). Borsa üzerine yapılan bazı araştırmalar, borsanın getirisi ile makro ekonomik değişkenler arasında bir ilişkinin olmadığı veya çok zayıf olduğunu ileri sürmektedirler (Arın, 1999). Eğer söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin gerçek bir ilişkiden ziyade spekülatif bir ilişki şeklinde olduğu kabul edilirse, İMKB değişkenlerinin finansal gelişmeye etkilerinin neden tam olarak ortaya çıkmadığının anlaşılmasını kolaylaştıracaktır.

Kısacası yapılan analizler, finansal sektörün ekonomik büyümeye etkisinin olduğunu ve özellikle gelişmekte olan bir borsanın (İMKB) ekonomik büyümeye katkılarının pozitif olduğunu ortaya koymaktadır. Fakat İMKB ile finansal derinleşme arasında pozitif olarak beklenen ilişkinin tam olarak ortaya çıkmadığı da anlaşılmaktadır. Bu eksiklik Türk ekonomisinin genel yapısı içerisinde değerlendirildiğinde daha kolay anlaşılmaktadır.

7. Sonuç

Finansal sistemin iktisadi kalkınma sürecindeki rolü, kalkınma iktisatçıları arasında uzun süredir tartışılan bir konu olmuştur. Finansal sistemin önemi, sektörün doğasının bir sonucu olarak yerine getirdiği fonksiyonlardan ileri gelmekte ve adeta ekonominin “merkezi sinir sistemi” gibi bir işlevi yerine getirmesinden kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmanın amacını oluşturan İMKB'nin büyüme üzerindeki etkisi incelenirken, çalışma önceki çalışmalardan farklılıklar göstermektedir. Öncelikle, geleneksel finansal kalkınma ölçütleri menkul kıymetler piyasasını da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Ayrıca, ampirik literatürdeki nedensellik

çalışmalarının aksine geleneksel yöntemlerin kullanılması yerine, bu çalışma karşılıklı etkileşimin çok yönlü olabileceği varsayımından hareket ederek çok sayıda değişken arasında uzun dönemli ilişkilerin olup olmadığını incelenmiştir. Bu bağlamda, değişkenlerin zaman serisi özellikleri araştırılmış, finansal kalkınma göstergeleriyle ekonomik büyüme arasındaki ilişki üç aylık verilerle eş bütünleşme yöntemiyle ele alınmıştır.

Ampirik sonuçlar, genel olarak değerlendirildiğinde finansal derinleşme göstergelerinin ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilediği görülmüştür. Borsa kapitalizasyon değişkeni ve ticaret hacminin ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilemeleri oldukça dikkat çekicidir. Daha önce Türkiye üzerine yapılan ve finansal sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini ampirik olarak test eden çalışmalarda IMKB'deki gelişmeler göz ardı edilmişti. Bu değişkenlerin analize katılmasıyla elde edilen bulgular, IMKB'nin ekonomik büyümeye pozitif katkısının olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak sermaye piyasası değişkenlerinin, ikinci vektörün bağımlı değişkeni olan finansal kalkınmaya katkılarının olmadığı gözlenmiştir.

Bu sonuçlar, finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi açıklayan önemli faktörlerden biri olduğunu, diğer taraftan finansal sektörün kendi iç dinamiklerini tam anlamıyla harekete geçiremediğini ve dolayısıyla finansal sistemin farklı alanları arasında kısmen de olsa ilişkinin zayıf olduğunu göstermektedir. Yani Türk finansal sisteminde baskın bir rol oynayan bankacılık sektörü ile IMKB arasındaki ilişkinin oldukça zayıf olduğu görülmektedir. Bu zayıf ilişki, Türk ekonomisinin genel yapısı içinde ele alındığında daha kolay anlaşılabilir. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra makro ekonomik istikrarın tam anlamıyla bir türlü sağlanamaması, finansal sektör ile hazineyi birbirine bağımlı hale getirmiş ve bu süreç bir borç- yüksek faiz kısır döngüsünün oluşmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler bir ekonomide finansal sektörün oynaması gereken gerçek fonksiyonunu yerine getirmesini engellemiş ve kamuya kaynak sağlayan bir sektör haline getirmiştir. Ancak ülkenin son on yılda karşı karşıya kaldığı ekonomik krizlerin finansal kaynaklı olması, ekonomik istikrar için finansal sektörün istikrara kavuşturulmasının zorunlu olduğunu bir kez daha gündeme getirmiştir. Bu bağlamda son yıllarda finansal sektör de gerçekleştirilen yapısal reformlar, finansal sistemin yeniden yapılandırılmasına ve özellikle bu sektörün gerçek fonksiyonunu yerine getirmesine yönelik olduğu görülmektedir.

Bu bağlamda finansal sistemin gerçek fonksiyonlarını yerine getirebilmesi her şeyden önce makro ekonomik istikrar ile yakından ilgilidir. Türkiye gibi makroekonomik istikrar ile finansal sektörün istikrarı arasında karşılıklı bir etkileşimin olduğu ülkelerde ise bu daha önemli bir konu olmaktadır. Bir taraftan yüksek enflasyon, uzun yıllar devam eden bütçe açıkları ve dış borçlar finansal sistemin gerçek fonksiyonlarını yerine getirmesini engellemiştir.

KAYNAKÇA

- AKALIN, G., (2002), *Türkiye’de Piyasa Ekonomisine Geciş Süreci ve Ekonomik Kriz*, TİSK Yayınları, No: 15, Ankara:TİSK.
- AKÇAROĞLU, A., (2000), “Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis”, *Ankara Üniversitesi, SBF Dergisi*, 55 (1), 1-25.
- AKYÜZ, Y. ve BORATAV, K., (2003), “The Making of the Turkish Financial Crisis”, *World Development*, 31 (9), 1549-1566.
- AKYÜZ, Y., (1990), “Financial System and Policies in Turkey in 1980s”, in T. Arıcanlı and D.Rodrik (Eds.), *The Political Economy of Turkey:Debt, Adjustment and Sustainability*, London: Macmillan
- ALP, A., (2000), *Finansın Uluslararasılaşması*, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- ARESTIS, P. ve DEMETRIADES, P., (1997), “Financial Development and Economic Growth: Assessing The Evidence”, *Economic Journal*, 107 (442), 783-799.
- ARESTIS, P., DEMETRIADES, P.O. ve LUINTEL, B.K., (2001), “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Jornal of Money, Credit and Banking*, 33 (1), February.
- ARIN, T., (1999), “Financial Markets and Globalization on Turkey”, Topics in Middle Eastern and North Aprication Economies, New York.
<http://www.gsb.luc.edu/debts/economics/ineea/volume1/arin.html>. 24.03.2001
- ATJE, R. ve JOVANOVIC, B., (1993), “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, 37, 632-640.
- BAŞOĞLU, U., CEYLAN, A. ve PARASIZ, İ., (2001), *Finans Teori Kurum ve Araçlar*, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- BENCHIVENGA, V.R. ve SMITH, B.D., (1991), “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *The Review of Economic Studies*, 58, 195-209.
- BORATAV, K., TÜREL, O. ve YELDAN, E., (1995), “The Turkish Economy in 1981-1992: A Balance Sheet, Problems and Prospects”, *METU Studies in Development*, 22 (1), 1-36
- BÜKER, S., AŞIKOĞLU, R. ve GÜVEN, S., (1997), *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Kütüphane ve Dökümantasyon Merkezi.

- CHAREMZA, W.W. ve DEADMAN, D.F., (1997), *New Directions in Econometric Practice*, Cheltenham: Edward Elgar.
- DENİZER, C., GÜLTEKİN, M.N. ve GÜLTEKİN, N.B., (2000), “*Distorted Incentives and Financial Development in Turkey*”, Prepared for Financial Structure and Economic Development, Organized by the World Bank, February 10-11, Washington, D.C. http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/pdf_files/mustafa.pdf. 06.07.2003
- DEVEREUX, M.B. ve SMITH, G.W., (1994), “International Risk Sharing and Economic Growth”, *International Economic Review*, 35 (4), 535-550.
- DOĞAN, H., (2002), “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 17 (190), 60-71.
- DOORNIK, J.A. ve HENDRY, D.F., (1994), *PcFiml 8.0 Interactive Econometric Modelling of Dynamic Systems*, London: International Thompson Publishing.
- DURHAM, J.B., (2002), “The Effects of Stock Market Development on Growth And Private Investment in Lower-Income Countries”, *Emerging Markets Review*, 3 (3), 211-232.
- EKİNCİ, N.K., (1990), “Macroeconomic Developments in Turkey: 1980-1988”, *METU Studies in Development*, 17 (1-2), 73-114.
- ENGLE, R.F. ve GRANGER, C.W.J. (1987), “Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica*, 55, 251-276.
- ERGEÇ, E.H., (2001), *Türkiye’de Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- ERSEL, H., (2002), “Macroeconomic Information and The Role of Banks in It’s Transmission”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 38 (4), 9-23.
- ESEN, A. ve SEYREK İ., (1998), “The Role Of The Capital Market in The Development Experience of Turkey”, *Uludağ Üniversitesi İİB. Dergisi*, 16 (3).
- FILER, R.K., HONOUSEK, J. ve CAMPOS, N.F., (1999). “Do Stock Markets Promote Economic Growth?”, Working Paper No:267, September, http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap_dav/mp267.pdf (erişim: 12.05.2003).
- FRY, M.J., (1978), “Money and Capital or Financial Deeping in Economic Development?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 10 (4), 464-475.
- FRY, M.J., (1979), “The Cost of Financial Repression in Turkey”, *Saving and Development*, 3 (2), 127-135.
- FRY, M.J., (1980), “Money, Interest, Inflation and Growth in Turkey”, *Journal of Monetary Economics*, 6, 535-545.
- GALETOVIÇ, A., (1996), “Finance and Growth: A Synthesis And Interpretation of the Evidence”, *BNL Quarterly Review*, 49 (96), 59-82.
- GRANGER, C.W.J. (1986), “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, 213-228.
- GRANGER, C.W.J. ve NEWBOLD, P. (1974), “Spurious Regressions in Econometrics”, *Journal of Econometrics*, 35, 143-159.

- GREENWOOD J. ve B. JOVANOVIĆ, (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98, (5), 1076-1107.
- GREGORIO, J.D. ve GUIDOTTI, P.E., (1995), "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23 (3), 433-448.
- GÜLOĞLU, B., ve ALTUNOĞLU, A., E., (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya, Türkiye Krizleri", *İÜ SBF Dergisi*, No:27, Ekim, 1-29.
- HM (Hazine Müsteşarlığı), <http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>, 05/05/2003.
- JAPELLI, T. ve PAGANO, M., (1994), "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *The Quarterly Journal of Economics*, 109 (1), 93-109.
- JOHANSEN, S., (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-254
- JOHANSEN, S., (1992), "Determination of Cointegration Rank in the Presence of a Linear Trend", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54 (3), 383-397.
- JOHANSEN, S. ve JUSELİUS, K., (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration -With Application to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- JOHANSEN, S. ve JUSELİUS, K., (1992), "Testing Structural Hypothesis in A Multivariate Cointegration Analysis of the PPP and the UIP for UK", *Journal of Econometrics*, 53, 211-244.
- KAR, M., (2000), *An Empirical Investigation of Financial Liberalization in Turkey:1963-1995*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Loughborough: Loughborough University (İngiltere).
- KAR, M. ve PENTECOST, E., (2000), "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence", Economic Research Paper, No. 00/27, Department of Economics, Loughborough: Loughborough University.
- KARA, M., A., (2002), *Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş:KSU Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KASSIMATIS, K. ve SPYROU, S.I., (2001), "Stock and Credit Market Expansion and Economic Development in Emerging Markets: Further Evidence Utilizing Cointegration Analysis", *Applied Economics*, 33, (8), 1057-1064.
- LANYI, A. ve SARAÇOĞLU, L., (1983), *Interest Rate Policies in Developing Countries*, Occasional Paper, No: 22, Washington D.C.: IMF.
- LEVINE, R. ve ZERVOS, S., (1996), *Stock Markets Development and Long-Run Growth*, Policy Research Working Paper, No:1582, Washington D.C.: The World Bank.
- LEVINE, R., (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- LYNCH, D., (1996), "Measuring Financial Sector Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- McKINNON, R.I., (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: The Brookings Institution.

- McKINNON, R.I., (1991), "Critical Values for Cointegration Tests", içinde R.F.Engle and C.W.J. Granger (eds), *Long-Run Economic Relationship*, Oxford: Oxford University Pres.
- MÜSLÜMOV, A. ve ARAS, G., (2002), "*The Causality Relationship Between Stock Market Development And Economic Growth: The Case of OECD Countries*", Global Business and Technology Association, June 25-29, Rome, Italy.
- MÜSLÜMOV, A., (1998). *Borsa Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme İlişkilerinin Nedensellik Analizi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul: İTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- OBSTFELD, M., (1994), "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, 84 (5), 1310-1329.
- ÖNDER, İ., ve Diğerleri, (Edt.), (1993), *Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, Ankara: Tarih Vakfı Yurt Yayınları.
- ÖNİŞ, Z. ve TÜREM, U., (2001), "*Business, Globalization and Democracy: A Comparative Analysis of Four Turkish Business Association, Political Parties Civil Society and Democracy*" konferansından sunulan tebliğ, 28-28 Nisan, Ankara: Bilkent Üniversitesi.
- ÖZATAY, F. ve SAK, G., (2002), "Financial Liberalization in Turkey", *Emerging Markets Finance and Trade*, 38 (5), September-October, 6-22.
- ÖZER, M., (2003), "Financial Liberalization in Turkey During the Period 1980-2000", *Journal of Economic Cooperation*, 24 (2), 1-38
- PATRICK, H.T., (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, 14, (2), 174-189.
- SAINT-PAUL, G., (1992), "Technological Choise, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, 32, 763-781.
- SAK, G., (1995), *Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Avaluation of the Turkish Experience in the 1980's*, Capital Markets Board, No: 22, Ankara.
- SHAW, E.S., (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Pres.
- ŞIKLAR, İ., (1992), "Türkiye'de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", *Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF Yıllığı*, 159-182.
- SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), (2002), <http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>
- TAŞ, S. ve KAR, M., (2002), "A Critical Survey of Emprical Studies on Financial Liberalization in Turkey", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(1), 29-45.
- TAŞ, S. ve ÖRNEK, İ., (2003), "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme arasındaki Nedensellik İlişkisi", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Mart, 468, 82-96.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası), *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*, <http://www.tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html/>, 12/04/2003.
- UYGUR, E., (1993), *Liberalisation and Economic Performance in Turkey*, UNCTAD Discussion Papers No. 65, August, Geneva:UNCTAD.

- ÜNALMIŞ, D., (2002), *The Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Case Of Turkey*, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Paper, No: 3, June. ss. 1-11. <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp6.pdf> , 07.07.2003.
- YELDAN, E., (1997), 'Financial Liberalization and Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model with Financial Markets', *Journal of Policy Modelling*, 19 (1), 79-117.