



Finansal Piyasaların Türkiye'nin Ekonomik Büyümesindeki Rolü¹

The Role of Financial Markets in Turkey's Economic Growth

Seyfettin ÜNAL²

Öz

Amaç: Araştırmanın amacı Türkiye'deki bankacılık sektörünün ve hisse senedi piyasasının ekonomik büyüme ile olan ilişkisinin ekonometrik olarak analizidir.

Tasarım/Yöntem: Araştırma modelinde, toplam ticari banka kredileri ve hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonunun ekonomik büyüme ile olan ilişkisi incelenmiştir. Eşbütünleşme testi ve vektör hata düzeltme modeli (VECM) sonrası uygulanan Granger nedensellik testi ile nedenselliğin yönü belirlenmiştir.

Bulgular: Çalışmanın bulgularında, gerek öngörülere uygun sonuçlar gerekse öngörülerden ayrılan sonuçlara rastlanmıştır. Toplam ticari banka kredilerinden ekonomik büyümeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik belirlenmiştir. Fakat hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonundan ekonomik büyümeye doğru anlamlı bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Sınırlılıklar: Kullanılan veri setinin sadece iki değişken ve Türkiye üzerine olması araştırmanın sınırlılıklarıdır.

Özgünlük/Değer: 2008'de başlayan küresel kriz sonrası Türkiye ekonomisindeki büyümenin şekillenmesinde bankacılık ve hisse senedi piyasasının oynadığı rolün karşılaştırmalı olarak incelenmesi çalışmaya özgünlük katmaktadır. Ayrıca, ulaşılan bulguların ekonomi yönetimi ve politika yapıcılara yön gösterecek nitelikte olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Bankacılık, Hisse Senedi Piyasası, Ekonomik Büyüme

Abstract

Purpose: The purpose of the study is to provide an econometric analysis of the relationship among Turkey's economic growth, stock market and banking.

Design/Methodology: In the model, economic growth's relationships with both total stock market capitalization and total bank commercial credits are examined. Following a co-integration test and a vector error correction model (VECM), the direction of causality is identified via Granger causality test.

Findings: The findings include results of which some are in line with predictions while some are not. A statistically significant causality relationship is identified from total bank commercial credits towards economic growth. However, there is not a statistically significant causality relationship from stock market total capitalization towards economic growth.

Limitations: The use of a two-variable data set that is on Turkey only constitutes the limitation of the study.

Originality/Value: The investigation of the comparative roles of the banking and stock market that they played in shaping Turkey's economic growth after the global crisis of 2008 constitutes the original value of the research. Moreover, it is considered that the findings are in the quality of proving the economic management and policymakers with useful insights.

Keywords: Banking, Stock Market, Economic Growth

¹ Bu makale, 18-19 Haziran 2022 tarihleri arasında Çanakkale'de düzenlenmiş olan, IV. International Symposium on Economics, Finance and Econometrics'de "Finansal Piyasaların Türkiye'nin Ekonomik Büyümesindeki Rolü" başlığı ile sunulmuş ve kongre kitapçığında özet olarak basılmış bildirinin genişletilmiş halidir.

² Prof. Dr., Dumlupınar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme, seyfettin.unal@dpu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6248-4317

1. GİRİŞ

İşletme finansmanı bağlamında, finans yöneticilerinin firma amaçlarını gerçekleştirebilmesi için, fon akışının etkin ve düşük maliyetle sağlanmasına imkân veren gelişmiş finansal piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır. Sağlıklı ve etkin işleyen finansal piyasaların ekonomik sistem içerisindeki önemi yadsınamaz. Zira sermaye kaynağı teşkil etmeleri bakımından gelişmiş bir sermaye piyasasına ve bankacılık sektörüne sahip olmak her ekonominin hedefinde yer almaktadır. Sözkonusu iki finansal bileşen, aynı zamanda geri bildirim fonksiyonuyla da piyasa oyuncularına, işletme faaliyetleri hakkındaki verilere ulaşma olanağı sunmaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş ve sağlıklı işleyen hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü, şirketlerin uzun vadeli finansmana erişimlerini kolaylaştırmaktadır.

Ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin literatürde yoğun bir biçimde ele alınmaya başlanması bilhassa içsel büyüme modellerinin geliştirilmesiyle birlikte görülmektedir. Sözkonusu modeller finansal gelişim sayesinde, sermayenin verimlilik ve etkinliğinin artırılmasının, ekonomik büyümeye olumlu bir biçimde yansıtacağı iddiasını ortaya atmıştır. Yanısıra, finansal piyasaların gelişmesinin, tasarruf oranlarını etkileme potansiyeli de önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranları ile borsaları arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalara özellikle 2000'li yıllarla birlikte literatürde daha fazla rastlanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, etkilerini sürdüren 2008 krizi halen güncelliğini korurken; COVID-19 salgını ve Rusya-Ukrayna savaşının da getirdiği ilave sorunlar, hatta krizlerle alan yazındaki araştırmaların zenginlik kazanması beklenebilecektir. Zira farklı finansal sistem ve yapıların daralan ekonomilerin toparlanması noktasında yaratabileceği muhtemel performans farklılıklarının, önümüzdeki dönemde yürütülecek pek çok araştırmaya konu oluşturması beklenebilecektir.

Gerek görece daha uzun geçmişi gerekse ekonomideki ağırlığı dikkate alındığında, Türkiye'de hali hazırda finansal sistemin temelini bankacılık sektörünün oluşturduğu görülmektedir. Diğer taraftan, teorilere göre, ekonomide mevcut olan üretim imkânlarının alım-satım kolaylığının sözkonusu ekonomiye yarar sağlama beklenmektedir. Bu yönüyle değerlendirildiğinde, sözkonusu likidite imkânını sunabilen en önemli yapının hisse senedi piyasası olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, hisse senedi piyasasını bankacılıktan ayıran en önemli özelliklerin başında, sunduğu likidite kolaylığının geldiği söylenebilir. Bu nedenledir ki bir ülkede yalnızca bankacılık sektörünün bulunması yeterli görülmemekte ve finansal sistemin diğer önemli unsuru olarak hisse senedi piyasaları tamamlayıcı bir rol üstlenmektedir.

Çalışmayla, gerek finansal krizlerin küresel anlamda çokça yaşanmaya başladığı son 30 yılda gerekse ülkemiz gibi finansman yetersizliği nedeniyle finansal piyasaların varlık ve makroekonomiye katkısının sık sık sorgulandığı bir süreçte, yakın dönem veri seti ile güncel bir uygulama sunmak amaçlanmıştır. Türkiye örneğinde, banka kredileri ve hisse senedi piyasası kapitalizasyonu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmanın takibeden bölümünde, öncelikle ilgili literatüre yer verilmektedir. Daha sonra, araştırmaya ilişkin veri ve yöntemin ardından, analiz bulguları sunulmaktadır. Sonuç bölümü ile çalışma tamamlanmaktadır.

2. LİTERATÜR

Levine'a (1997) göre, bireysel tasarrufların toplanması noktasında elde edilecek başarı ile ekonomik büyümeyi etkilemek mümkün olabilmektedir. Tasarrufların yatırımlara daha etkin bir biçimde yönlendirilmesinin, sermaye birikimi üzerindeki doğrudan etkisine ilave olarak, kaynak tahsisini geliştirilmesi ve teknolojik yeniliği teşvik etmesi de sözkonusudur. Bu nedenle, finansal sistemin tasarrufları yatırımlara etkin bir biçimde aktararak, ileri teknolojilerin geliştirilmesini ve uygulanmasını sağlama, böylelikle ekonomik büyümenin itici gücü olma noktasında önemli bir fonksiyon üstlenmesi sözkonusudur.

Finansal sistem ve büyüme ilişkisini inceleyen araştırmacılar arasında görüş ayrılıklarına rastlanmaktadır. Hicks'e (1969) göre finansal sistem sermayeyi kanalize etmek suretiyle İngiltere'nin sanayileşmesinde kritik bir rol oynamıştır. Benzer şekilde Schumpeter (1912) iyi işleyen bir bankacılık sisteminin yenilikçi ürün ve üretim yöntemlerini başarılı bir şekilde hayata geçirme şansı olan girişimcileri ortaya çıkartıp yatırımlarını finanse etmek suretiyle teknolojik gelişmeyi desteklediğini ifade etmektedir. Diğer taraftan Robinson (1952) finansal gelişimin firmaları takip ettiğini ileri

sürmektedir. Bu bakış açısına göre, ekonomik gelişme finansal işlemler için talep yaratır ve finansal sistem bu talebe otomatik olarak cevap verir. Bu iki farklı görüş yanında nc bir görüş finans ve büyüme arasındaki ilişkinin önemli olmadığı yönündedir. Bu görüş sahipleri finansal faktörlerin ekonomik büyümedeki rolünün yersiz ve yanlış bir biçimde abartıldığını düşünürken (rneğin, bknz. Lucas, 1988), bazı kalkınma iktisatçıları ise finansal sistemleri tamamen göz ardı etmek suretiyle finansal sistemin rolü konusundaki şüphelerini ortaya koymaktadır (rneğin, bknz. Chandavarkar, 1992; Stern, 1989).

Levine'a (1997) göre ülkeden ülkeye değişen teknolojiler, düzenlemeler ve vergi konuları likidite ve riski dağıtma konusunda farklı finansal yapıların oluşabileceğini göstermektedir. Özellikle son dönemde ortaya atılan finans ve ekonomik büyüme teorilerine göre, banka ve sermaye piyasalarının bulunduğu finansal hizmetler, ekonomik büyümeyi destekler niteliktedir. Ampirik çalışmaların bulguları, bankaların ekonomik büyümeyi gerek firma gerek sektör gerekse ülke bazında teşvik ettiği yönündedir. Literatürdeki çalışmaların sonuçları, bankaların yalnızca toplam büyüklüklerinin değil, aynı zamanda bankacılık sektörünün kurumsal yapısının da ekonomik büyümede önemli etkileri olduğunun altını çizmektedir (rneğin, bknz. La Porta vd., 2002; Cetorelli ve Gambera, 2001). Diğer taraftan, varlık fiyatlama modeline dayalı çalışmalar göstermektedir ki, hisse senedi getirileri gelecekteki ekonomik büyüme beklentisini yansıtmaya özelliğine sahiptir (rneğin, bknz. Fama, 1981 ve 1990; Schwert, 1990).

Başta King ve Levine'm (1993a) alışması olmak üzere bankalar ve ekonomik büyüme literatüründeki pek çok çalışmada, yüksek bir gelişmişlik düzeyine sahip bankacılık sisteminin ekonomik büyümeyi desteklediğine dair sonuçlara ulaşılmıştır. Üstelik bu yöndeki bulguların farklı ekonometrik tekniklerle doğruluğunun teyit edilmesiyle, finansal gelişimin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisinin varlığına inanılmasını sağlayan güçlü bir temel oluşturulmuştur.

Literatürde ekonomik büyümeye ilişkin olarak bankacılığın yanında ikinci bir araştırma alanını hisse senedi piyasaları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki oluşturmaktadır. Bu konunun, kendi içinde iki alt bölümlenmesi sözkonusudur. Bir tanesi hisse senedi piyasası ile uzun dönem büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesidir ki, bankacılık ve ekonomik büyüme ilişkisine paralellik arzeder. Diğerisi ise, hisse senedi piyasası getirileri ile kısa dönem büyüme beklentisi arasındaki ilişkidir.

Bekaert vd. (2005) hisse senedi piyasasına yönelik liberalizasyonun reel ekonomik büyümeyi yıllık ortalama %1 oranında yükselttiği sonucuna ulaşmıştır. Sermaye hesabı liberalizasyonu da beklenen büyümede rol oynamakla birlikte; bu etkinin hisse senedi piyasası liberalizasyonunun katkısını içermediği belirtilmektedir. Ayrıca, en yüksek ekonomik büyüme sonucuna, kurumsal yapının işlevselliğinin yüksek olduğu ülkelerde rastlanmışlardır.

Diğer taraftan, gelişen ülkelerdeki finansal piyasa liberalizasyonlarına yönelik reformların bu ülkelere zarar verdiğini dolayısıyla aslında liberalizasyon yerine portföy yatırımları şeklindeki sermaye akımları üzerinde bir takım sınırlama ve kontroller getirmeleri gerektiği iddiasıyla, gelişen ülkelerin finans piyasalarını tamamen liberalize etmelerini eleştiren görüşler de vardır (rneğin, bknz. Krugman, 2000; Stiglitz, 2002). Edwards vd. (2003) gelişen ülkelerin finans piyasalarının yeterince gelişmediği dolayısıyla gerektiği gibi çalışmadığına dair ngrleri test etmek üzere yaptıkları çalışmada, dört Latin Amerika ve iki Asya ülkesinin borsalarının finansal liberalizasyon öncesindeki ve sonrasındaki yükseliş-düşüş döngülerini ve oynaklıklarını incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, Latin Amerikan borsaları (Arjantin, Brezilya, Meksika, şili) liberalizasyon sonrası daha istikrarlı bir duruma gelmişler; gerek oynaklıkları gerekse döngülerin dip ve tepe noktaları arasındaki genişlikleri azalarak gelişmiş ülkelere benzemeye başlamışlardır. Diğer taraftan analizlerinde Asya borsaları (Güney Kore, Tayland) için aynı sonuçlara ulaşamadıklarını rapor etmişler ve bunu söz konusu ülkelerin 1997 krizinden ciddi biçimde etkilendiklerini gösterdiği şeklinde yorumlamışlardır.

Gelişmiş ve gelişen ülke piyasalarının her ikisini de kapsayan bir çalışmada Cole vd. (2007) 18 gelişmiş ve 18 gelişen ekonomiyi içeren geniş bir örneklem üzerinde Genellenmiş-Anlık-Metod (Generalised Method-of-Moments (GMM)) yöntemiyle analiz gerçekleştirmiştir. Söz konusu çalışmada, kısa dönem ekonomik büyüme beklentisinin banka hisse senetlerinin getirisi ile açıklanıp açıklanamayacağını araştırmışlardır. Hareket noktaları bankaların, firma ve firma yöneticileri ile olan yakın ilişkileri nedeniyle sahip oldukları özel firma bilgilerinin, bankalara karşılaştırılmalı üstünlük avantajı yarattığı tezidir. Çünkü bankalar kredi kararlarını bu özel bilgilere dayanarak vermektedir ve

kredi anlaşmaları kamuoyuna yansıdığı anda, bu bilgi piyasa oyuncuları tarafından kredi kullanan firmanın kredibilitesine dair bir sinyal olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla, bankalar firma bilgilerinin sermaye piyasalarına aktarılması konusunda kendilerine has özel ve önemli bir rol oynamaktadır. Sözkonusu kredi ilişkisinin her iki taraf için de yansımaları olacaktır. Banka kredisinin kalitesi hem kredi alan firmanın hem de kredi veren bankanın değerlerini etkileyecektir. Dolayısıyla, Cole vd. (2007) etkin bir piyasada yalnızca piyasada işlem gören firma hisse senedi getirilerinin taşıdığı bilgiye ilave olarak, banka hisse senedi getirilerinin piyasa dışındaki firmalara ilişkin de bilgi taşımasının sözkonusu olduğunu ortaya atmaktadır.

Hartmann vd.'nin (2007) çalışmasında gerçekleştirilen AB üzerindeki ekonometrik analiz, sermayenin sektörler arasında yeniden tahsisi üzerine odaklanmaktadır. Levine'in (1997) özetlediği yolu takiben, finansal sistemlerin verimlilik ve ekonomik büyümeyi etkileyebileceği pek çok farklı şekiller arasında sermayenin tabana yayılması, beşeri sermaye oluşumu ve teknik gelişmeyi örnek göstermektedir. Özeleştiride bulunarak, kullanılanlar dışında, başka mekanizmaların varlığı ve elde edilen sonuçların onlar için de geçerli olup olmadığı konusunda ekonometrik analizin cevapsız kaldığını ifade etmişlerdir. Özeleştirisi gibi görünse de, aslında bu tür sorunların bu alandaki çalışmaların ortak problemi olduğu söylenebilir.

Literatürdeki çalışmaların zaman içerisindeki gelişimi izlendiğinde, ilk örneklerde finans ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığını iddia eden çalışmalara da, reddeden çalışmalara da rastlanmaktadır (örneğin, bkz. Schumpeter (1939), Gurley ve Shaw (1955), Goldsmith (1969), Lucas (1988), Demetriades ve Devereux (1992), Singh (1997)). Fakat zamanla, gerek finansın ekonomik büyümede bir etken olduğunu gerekse ekonomik büyümenin finansal gelişmede bir etken olduğunu ortaya koyan çalışmalar ortaya konmuştur (örneğin, bkz. Arestis ve Demetriades (1997), King ve Levine (1993a,b), Levine ve Zervos (1996a,b), Levine vd. (2000)). Nihayet, son dönemde yürütülen çalışmalarda uygulanan yeni analiz yöntemleriyle birlikte; çift yönlü ve bir birini besleyen bir nedensellik ilişkisine dair bulguların sıklıkla ortaya konmaya başlandığı görülmektedir (örneğin, bkz. Al-Yousif (2002), Shan ve Jianhong (2006), Shahbaz vd. (2008), Hassan vd. (2011)).

Türkiye'de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine yayınlanan makalelerin tarama ve dökümünü sundukları çalışmalarında; inceledikleri 35 makalenin yalnızca 2 tanesinde bir ilişkinin bulunmadığı yönünde bulgu sunulurken; diğer çalışmaların tamamının ise, yönü ve destekledikleri yaklaşımlar farklılık göstermekle birlikte, nedenselliğin varlığını yansıtan sonuçlar ortaya koydukları görülmektedir. Örneğin, seçtikleri para piyasası, sermaye piyasası ve bankacılık değişkenlerinden GSYİH değişkenine doğru nedensellik tespit eden çalışmalar arasında, Altıntaş ve Ayriçay (2010), Karaca (2012), Mercan ve Peker (2013) yer almaktadır. Diğer taraftan, Keskin ve Karşıyakalı (2010), Güneş (2013), Kar vd. (2014) ekonomik büyümeden finansal gelişmişliğe doğru bir nedenselliğin varlığına dair bulgular sunmaktadır. Yanısıra, Karahan ve Yılgör (2011), Aydın vd. (2014), Karamelikli ve Keskingöz (2017) ise, çift yönlü nedensellik bulgusunu ortaya koyan çalışmalardandır.

3. VERİ VE YÖNTEM

Gerek uluslararası gerekse yerel literatürde geniş bir biçimde incelenen konu, çok boyutlu yönleriyle öne çıkmaktadır. Ampirik analizlerde kullanılan veri setleri ve yöntemlerin yanısıra, ulaşılan bulguların da oldukça farklılık gösterdiği görülmektedir. İlgili literatürün başlangıcı hayli geriye gitmekle birlikte; konuya yönelik ilgi ve çalışma sayısının artışının özellikle 1990'lı yıllarda başladığı görülmektedir. 1990'lardan önce, finans ve ekonomik büyüme ilişkisini açıklamaya yönelik çalışmalarda yer verilen modellerde, iki değişken arasındaki etkileşim mekanizmalarını ortaya koyma konusunda çok somut adımlar atılamamıştır. 1990'lardan itibaren finansal gelişimin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği konusunda yeni teorik yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Greenwood ve Jovanovic (1990), Bencivenga ve Smith (1991, 1993) tarafından yürütülen çalışmalar literatüre yön göstererek, Atje ve Jovanovic (1993), King ve Levine (1993a,b), Levine ve Zervos (1996a,b), Levine vd. (2000) ve Beck vd.'nin (2000) literatüre önemli katkılar yapmasını sağlamıştır.

Çalışmaların büyük bölümünde benzer metodolojiler kullanılmıştır. Sözkonusu ampirik çalışmalar arasında, bilhassa King ve Levine (1993b) ve Levine ve Zervos'un (1996b) çalışmaları dikkat çekenlerdir. King ve Levine (1993b) 80 ülkeden oluşan bir örneklem üzerinde 1960-89 döneminde

bankacılık gelişiminin ekonomik büyümeyi güçlü bir biçimde pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Levine ve Zervos (1996b) ise, hisse senedi piyasasının ekonomik büyüme göstergeleri üzerinde pozitif ve güçlü etkisi olduğu bulgusunu elde etmiştir. Diğer çalışmalardan farklı olarak Levine vd. (2000) ve Beck vd. (2000) GMM yöntemini kullanarak, ülkelere has gözlemlenemeyen faktörler ve eşzamanlılık problemlerine czm bulmaya yönelik oldukça büyük çaba göstermişlerdir.

Uluslararası literatürde olduğu gibi, Türkiye zerine yrtlen çalışmalarda da para piyasası, sermaye piyasası ve bankacılığa ilişkin benzer değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir. Çağlan ve elik (2018) taramasını yaptıkları makalelerden yalnızca bir tanesinde ekonomik büyüme göstergesi olarak gayrisafı sabit sermaye oluşumu kullanılırken, diğer çalışmaların tamamında toplam ve kişi başına olmak üzere GSYİH'nin dikkate alındığı görülmektedir. Diğer taraftan, sermaye piyasası göstergesi olarak en ck kullanılan değişkenin piyasa kapitilizasyonu olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, inceledikleri 35 makalenin 28'inde bankacılık sektörü değişkeni olarak kredilerin kullanıldığını ortaya koymuşlardır.

Araştırmada uygulanan ampirik analiz, Ocak 2010 ve Aralık 2019 dönemindeki aylık veriler üzerinde gerçekleştirilmektedir. Veri seti, söz konusu zaman aralığında oluşturulurken, küresel kriz nedeniyle olağandışı ekonomik daralma yaşanan 2009 sonrasından başlatılmasına ve COVID-19'un yarattığı anomali nedeniyle, 2019 sonrasının dhil edilmemesine dikkat edilmiştir. Ekonomik büyüme göstergesi olarak reel GSYİH (GDP) kullanılmış olup; Merkez Bankası verilerinden elde edilmiştir. Hisse senedi piyasasına ilişkin gösterge, toplam piyasa değeri değişkeni olup (TCAP); borsada işlem gören hisse senetlerinin toplam kapitalizasyonu şeklinde çalışmanın analiz uygulamasına katılmıştır. Hisse senedi piyasası verileri Borsa İstanbul'un aylık bültenlerinden elde edilmiştir. Ekonomik büyümeye bankacılık kanalından sağlanan katkı göstergesi olarak toplam özel sektör banka kredileri (TCRDT) kullanılmıştır. Ticari banka kredileri Merkez Bankası aylık veri setlerinden elde edilmiştir. Sözü edilen üç değişken, cari değerleriyle seviyelerinde analize dhil edilmiş olup, mevsimsel düzeltmeye tabi tutulmamışlardır.

Ekonomik büyüme ve finansal piyasalar arasındaki ilişki incelenirken, vektör hata düzeltme modeli (VECM) erevesinde sırasıyla izlenecek yöntemler řu şekildedir: Öncelikle, uygulamada kullanılan değişkenlere yönelik birim kök varlığı incelenecektir. Değişkenlerin eşbütünleşmeye sahip olup olmadıklarının incelenmesi bir sonraki adımı oluşurmaktadır. Elde edilecek bulgular doğrultusunda nedenselliğin yönünü belirlemeye yönelik testler uygulanacaktır. Bu amaçla, standart Granger nedensellik testi ya da VECM analizi sonuçlarında ulaşılan bulgulara göre Granger nedensellik testleri uygulanacaktır.

4. BULGULAR

Yöntem bölümünde belirtildiği üzere, analizde kullanılan değişkenlere ait veri setinde birim kök testleri uygulanmıştır. Tablo 1 ve 2'de grldğu üzere, uygulanan birim kök testlerinden (ADF, PP) elde edilen sonuçlar, incelenen bütün değişkenlerin (reel GSYİH, toplam piyasa değeri, toplam ticari krediler) serilerinin birinci dereceden bütünleşik olduklarını göstermektedir.

Tablo 1: ADF Birim Kök Test Sonuçları

H₀: Değişken birim köke sahiptir		
	t istatistiği	Olasılık
GDP	0.347656	0.98
D(GDP)	-2.752113*	0.05
TCAP	-0.017300	0.95
D(TCAP)	-15.59746*	0.00
TCRDT	12.75531	1.00
D(TCRDT)	-4.297790*	0.00

Not: 1) Birim kök testi için $\alpha = 0.05$ kabul edilmiştir.

2) * işareti $\alpha = 0.05$ 'te değişkenin durağan olduğunu ifade eder.

Tablo 2: PP Birim Kök Test Sonuçları**H₀:** Değişken birim köke sahiptir

	<i>t</i> istatistiği	Olasılık
GDP	-3.675113*	0.00
D(GDP)	-11.79183*	0.00
TCAP	-0.293179	0.93
D(TCAP)	-15.57345*	0.00
TCRDT	11.67563	1.00
D(TCRDT)	-7.792411*	0.00

Not: 1) Birim kök testi için $\alpha=0.05$ kabul edilmiştir.2) * işareti $\alpha=0.05$ 'te değişkenin durağan olduğunu ifade eder.

Birim kök test sonuçlarına göre ilgili değişkenler için eşbütünleşik ilişkinin varlığının kontrol edilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu amaçla Johansen eşbütünleşme tekniği kullanılmıştır. Modelde yer alan değişkenler arasındaki içsellik problemini gidermek amacıyla VAR tekniği esas alınmıştır. Bu bağlamda, aylık veri setleri kullanıldığı için uygun gecikme uzunluğu 12 aydan başlanarak geriye doğru azaltılan gecikme uzunluğuna göre belirlenmiştir. Bu bağlamda, gecikme aralığını dışlama (lag exclusion) kriterleri ve SC kriterlerine göre, en uygun gecikme uzunluğunun 9 gecikme değeri olduğu belirlenmiştir. Çalışmadaki takibeden anlizlerinde 9 gecikmeli yapı kullanılmıştır. Değişkenlerin aynı dereceden bütünsel oldukları tespit edildikten sonra, değişkenler arasındaki olası ilişkilerin varlığı test edilmiştir. Hem maksimum Eigen değeri hem de İz testini içeren Johansen maksimum olasılık yaklaşımı kullanılarak uygulanan eşbütünleşme analizi sonuçları Tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3: Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Series: GDP TCAP TCRDT

Lags interval (in first differences): 1 to 9

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.169432	36.44115	29.91715	0.0077
At most 1	0.053192	9.405123	15.57003	0.3319
At most 2	0.007993	1.259393	3.799739	0.2711

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.151957	26.593713	21.31449	0.0071
At most 1	0.053179	8.349315	14.39475	0.3653
At most 2	0.008097	1.259377	3.840397	0.2597

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -5197.793

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

GDP	TCAP	TCRDT
1.000000	-0.002357	-9.43E-06
	(0.00811)	(1.1E-05)

Yukarıda yürütölen eşbütönlöşme testi sonucunda, ekonomik büyüme ile TCAP ve TCRDT arasında uzun dönemli eşbütönlöşik bir tane ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Sözkonusu ilişki, matematiksel olarak 1 no'lu eşitlikte gösterilmektedir.

$$Z = \text{GDP} - 0.002\text{TCAP} - 0.0000009\text{TCRDT} \quad (1)$$

Yukarıdaki matematiksel ifade, ekonomik büyüme bağımlı değişken olmak üzere, aşağıda 2 no'lu eşitlikte göröldüğü gibi ifade edilebilir.

$$\text{GDP} = 0.002\text{TCAP} + 0.0000009\text{TCRDT} + Z \quad (2)$$

Sözkonusu uzun dönemli ilişki incelendiğinde gerek TCAP gerekse TCRDT değişkenlerinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görölmektedir. TCAP ve TCRDT'in ekonomik büyüme üzerindeki göreceli etkileri kıyaslandığında, TCAP'in etkisinin daha büyük olduğu anlaşılmaktadır.

Modelde ortaya konulduğu üzere, ekonomik büyüme oranı ile toplam piyasa kapitalizasyonu ve toplam banka kredileri arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu ilişkiyi ortaya koyan Johansen eşbütönlöşme testi, ilişkilerin nedensellik yönü hakkında bir bilgi sunmamaktadır. Dolayısıyla, sözkonusu değişkenler arasındaki ilişkilerin yönlerini incelemek üzere Granger nedensellik testine başvurulmuştur. Uzun dönemli eşbütönlöşik ilişki mevcut olduğundan, standart Granger nedensellik tekniğı yerine, hata düzeltme modelini (VECM) temel alan Granger nedensellik tekniğı kullanılmıştır.

Tablo 4'te sunulan bulgular ışığında, toplam piyasa değeri ve toplam banka kredilerinin ekonomik büyümeye neden olup olmadığı incelendiğinde; toplam ticari banka kredilerinden ekonomik büyümeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik tespit edilmekle birlikte, toplam piyasa kapitalizasyonundan ekonomik büyümeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensel ilişki tespit edilmemiştir. Granger nedensellik analizi çerçevesinde diğer önemli bir bulgu, ekonomik büyüme ve toplam piyasa değerinden, toplam banka kredilerine doğru anlamlı bir ilişkinin bulunmasıdır.

Tablo 4: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Dependent variable: D(GDP)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(TCAP)	7.559713	9	0.5695
D(TCRDT)	22.10799	9	0.0089*
All	38.24959	18	0.0035

Dependent variable: D(TCAP)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GDP)	8.739495	9	0.4619
D(TCRDT)	29.55357	9	0.0005*
All	38.39957	18	0.0033

Dependent variable: D(TCRDT)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GDP)	30.40179	9	0.0004*
D(TCAP)	32.10475	9	0.0002*
All	66.40107	18	0.0000

Not: * işareti $\alpha=0.05$ 'te anlamlı nedenselliği ifade eder

Toplam piyasa kapitalizasyonundan ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliğe rastlanmamış olmasına rağmen; toplam piyasa kapitalizasyonundan toplam banka kredilerine doğru varlığı tespit edilen nedensellik ilişkisi, toplam piyasa kapitalizasyonunun ekonomik büyüme üzerinde dolaylı bir etkiye sahip olabileceği yönünde değerlendirilebilir. Zira bankacılık sektörünün, Borsa İstanbul'daki ağırlığı, böyle bir öngöründe bulunma imkânı sunmaktadır. Sözkonusu nedensellik ilişkisi, Cole vd.'nin (2007) analiz sonuçlarına dayanarak ileri sürdükleri tezi doğrular niteliktedir. Buna göre, banka kredisi ile finanse edilen projelerin performansı ve sermaye tahsisindeki etkinlik bankaların gelecekteki nakit akımlarını etkileyecek, bu da bankaların hisse senedi fiyatında kendini gösterecektir. Türkiye'de banka hisse senetlerinin hisse senedi piyasasındaki ağırlığı bu görüşü desteklemektedir. Hisse senedi piyasasının sahip olduğu sözkonusu yapısal gerçeklik, banka kredileri ve hisse senedi piyasa kapitalizasyonunun ilişkisinin ekonomik büyümeyle de bağlantısı noktasında ilginç bir bakış açısı sunmaktadır. Yanısıra, hem ekonomik büyüme ve toplam banka kredileri hem de toplam piyasa kapitalizasyonu ve toplam banka kredileri arasında varlığı tespit edilen ilişkilerin iki yönlü olduğunun da not edilmesinde fayda görülmektedir. Bu bağlamda, ulaşılan sonuçlardan ekonomik büyüme ve toplam banka kredileri arasındaki çift yönlü nedensellik bulgusuna literatürdeki birçok çalışmada ulaşıldığı görülmektedir (örneğin, bknz., Karahan ve Yılmaz (2011), Aydın vd. (2014), Karamelikli ve Keskingöz (2017)).

5. SONUÇ

Sağlıklı ve etkin işleyen finansal piyasaların ekonomik sistem içerisindeki önemi yadsınamaz. Zira sermaye kaynağı teşkil etmeleri bakımından gelişmiş bir sermaye piyasasına ve bankacılık sektörüne sahip olmak her ekonominin hedefinde yer almaktadır. Sözkonusu iki finansal bileşen, aynı zamanda geri bildirim fonksiyonuyla da piyasa oyuncularına, işletme faaliyetleri hakkındaki verilere ulaşma olanağı sunmaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş ve sağlıklı işleyen hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü, şirketlerin uzun vadeli finansmana erişimlerini kolaylaştırmaktadır.

Literatürde, bankacılık sektörünün ekonomik büyümedeki rolünün incelendiği çalışmalar daha eskiye dayanmakla birlikte; hisse senedi piyasalarının, bilhassa gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmalara, özellikle 2000'li yıllar sonrasında daha fazla rastlanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, etkilerini sürdüren 2008 krizi halen güncelliğini korurken; COVID-19 salgını ve Rusya-Ukrayna savaşının da getirdiği ilave sorunlar, hatta krizlerle bu alandaki araştırmaların yeni bir anlam ve boyut kazanması beklenebilecektir. Zira farklı finansal sistem ve yapıların daralan ekonomilerin toparlanması noktasında yaratabileceği muhtemel performans farklılıklarının, önümüzdeki dönemde yürütülecek pek çok araştırmaya konu oluşturması beklenebilecektir.

Araştırmada, Türkiye'de bankacılık sektörünün ve hisse senedi piyasasının ekonomik büyüme ile olan ilişkisinin ekonometrik olarak analizi amaçlanmıştır. Analizler Ocak 2010 ve Aralık 2019 dönemine ilişkin aylık veriler üzerinde yürütülmüştür. Araştırma modelinde, toplam ticari banka kredileri ve hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonunun ekonomik büyüme ile olan ilişkisi incelenmiştir. Eşbütünleşme testi, modelde kullanılan değişkenlerin arasındaki uzun dönemli bir ilişkiye işaret etmektedir. Fakat nedenselliğin yönüne dair bir bilgi sunmamaktadır. Bu nedenle, vektör hata düzeltme modeli (VECM) uygulanmak suretiyle nedenselliğin yönü Granger nedensellik testi sonucu belirlenmiştir. Çalışmanın bulgularında, gerek öngörülere uygun sonuçlar gerekse öngörülerden ayrılan sonuçlara rastlanmıştır. Toplam ticari banka kredilerinden ekonomik büyümeye doğru istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik belirlenmiştir. Bu sonuç, King ve Levine (1993b), Arestis vd. (2001), Karaca (2012) ve Mercan ve Peker (2013) gibi literatür örnekleriyle uyumludur. Fakat hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonundan ekonomik büyümeye doğru anlamlı bir nedensellik ilişkisine

rastlanmamıştır. Bununla birlikte; hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonundan toplam ticari banka kredilerine doğru varlığı tespit edilen nedensellik ilişkisi ışığında, hisse senedi piyasasının toplam kapitalizasyonunun ekonomik büyüme üzerinde dolaylı bir etkisinin bulunabileceği değerlendirilmektedir. Söz konusu nedensellik ilişkisi, Cole vd.'nin (2007) alışma bulguları sonucu ortaya atıkları tezi doğrular niteliktedir. Buna göre, banka kredisi ile finanse edilen projelerin performansı ve sermaye tahsisindeki etkinlik bankaların gelecekteki nakit akımlarını etkileyecek, bu da bankaların hisse senedi fiyatında kendini gösterecektir. Türkiye'de banka hisse senetlerinin hisse senedi piyasasındaki ağırlığı söz konusu tezi güçlendirmektedir. Söz konusu tezin, bankacılık hisse senedi verileri ışığında ampirik olarak analizi geleceğe dönük çalışmaların konusunu oluşturabilecektir. Elde edilen sonuçlar, Türkiye'de ekonomik büyümeye yönelik adımlarda neden ağırlıklı olarak bankacılık kredi kanalının üzerine politika kurgulandığının bir teyidi niteliğindedir. Bu bağlamda, özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde, büyüme kanalının genişletilerek istihdam artışı sağlamaya yönelik çabalarda, ekonominin bankacılık kredileri üzerinden desteklenmesinin mümkün olabileceği görülmektedir. Bununla birlikte, Levine (1997, 2002) ve Beck ve Levine'in (2004) ortaya koyduğu üzere, ekonomik büyümenin yalnızca bir kanaldan finanse edilmesinin de yetersiz kalacağı hatta yaratabileceği sakıncalar gözden kaçırılmamalıdır. Finansal gelişmişliğin topyekn artırılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Etik Beyan: Bu alışmada "Etik Kurul" izini alınmasını gerektiren bir yöntem kullanılmamıştır.

Ethics Statement: In this study, no method requiring the permission of the "Ethics Committee" was used.

KAYNAKÇA

- Altıntaş, H. & Ayrıay, Y. (2010). Türkiye'de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 10(2), ss.71-98. <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/handle/11421/368>.
- Al-Yousif, K. (2002). Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing ountries. *Review For Financial Economics* 11(2), s. 131-150. <https://ideas.repec.org/a/eee/revfin/v11y2002i2p131-150.html>.
- Arestis, P. & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. *Economic Journal* 107. pp.783-799. <https://www.jstor.org/stable/2957802>.
- Arestis, P., Demetriades, P.O. & Luintel, K.B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money Credit and Banking* 33, pp.16-41. <https://www.jstor.org/stable/2673870>.
- Atje, R. & Jovanovic, B. (1993). Stock markets and development. *European Economic Review* 37, pp.632-640. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/001429219390053D>.
- Aydın, M. K., Ak, M. Z., & Altıntaş, N. (2014). Finansal gelişmenin büyümeye etkisi: Türkiye zelinde Nedensellik Analizi. *Maliye Dergisi* (167), ss.149-162. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/09/167-08.pdf>.
- Beck, T. & Levine, R. (2004). Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance* 28, pp.423-442. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426602004089>.
- Beck, T., Levine, R. & Loyaza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58, pp.261-300. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X00000726>.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics* 77, pp.3-55. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X04002193>.
- Bencivenga, V.R. & Smith, B.D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies* 58(2), pp.195-209. <https://www.jstor.org/stable/2297964>.

- Bencivenga, V.R. & Smith, B.D. (1993). Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model. *Journal of Economic Dynamics and Control* 17(1-2), pp.97-122. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165188906800060>.
- Cetorelli, N. & Gambera, M. (2001). Banking market structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data. *Journal of Finance* 56(2), pp.617-648. <https://www.jstor.org/stable/222576>.
- Chandavarkar, A. (1992). Of finance and development: Neglected and unsettled questions. *World Development* 20(1), pp.133-42. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0305750X9290142I>.
- Cole, R., Moshirian, F. & Wu, Q. (2007). Bank stock returns and economic growth. *Munich Personal RePEc Archive* 4714. <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v32y2008i6p995-1007.html>.
- Çağlan, E. & Çelik, Ş. (2018). Türkiye’de finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Sistematik bir tarama. *İzmir Katip Çelebi Üniversitesi İİBF Dergisi* 1(1), ss.25-41. <https://dergipark.org.tr/pub/ikacuiibfd/issue/40086/457020>.
- Demetriades, P. & Devereux, M.P. (1992). Investment and financial repression, theory and evidence from 63 LDCs. *Keele University Working Papers in Economics* 92/16. <https://ideas.repec.org/s/kee/kerpuk.html>.
- Edwards, S., Biscarri, J.G. & de Gracia, F.P. (2003). Stock market cycles, financial liberalization and volatility. *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales Universidad de Navarra Working Paper* 08/03. <https://ideas.repec.org/p/una/unccee/wp0803.html>.
- Fama, E.F. (1981). Stock returns, real activity, inflation and Money. *American Economic Review* 71, pp.545-65. <https://www.jstor.org/stable/1806180>.
- Fama, E.F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *Journal of Finance* 45. pp.1089-1108. <https://www.jstor.org/stable/2328716>.
- Goldsmith, R.W. (1969) *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy* 98(5), pp.1076-1107. <https://www.jstor.org/stable/2937625>.
- Gurley, J.G. & Shaw, E.S. (1955). Financial aspects of economic development. *American Economic Review* 45(4), pp.515-38. <https://www.econbiz.de/Record/financial-aspects-of-economic-development-gurley-john/10002551903>.
- Güneş, S. (2013). Finansal gelişmişlik ve büyüme arasındaki nedensellik testi: Türkiye örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi* 14(1), ss.73-85. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/2152081>.
- Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou, E. & LoDuca, M. (2007). The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe. *European Central Bank Occasional Paper Series* 72. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp72.pdf>.
- Hassan, M. Kabir & Sanchez, Benito & Yu, Jung-Suk. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 51(1), pp.88-104. [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062-9769\(10\)00064-5](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062-9769(10)00064-5).
- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Clarendon Press, Oxford.
- Kar, M., Nazlıoğlu, Ş., & Ağır, H. (2014). Trade openness, financial development and economic growth in Turkey: Linear and nonlinear causality analysis. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar* 8(1), ss.63-86. <https://search.trdizin.gov.tr/yayin/detay/157662/trade-openness-financial-development-and-economic-growth-in-turkey-linear-and-nonlinear-causality-analysis>.
- Karaca, O. (2012). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme: Türkiye için bir nedensellik analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar* 6(2), ss.85-111. <https://search.trdizin.gov.tr/yayin/detay/142935/>.

- Karahan, ., & Yılıgr, M. (2011). Financial Deepening and Economic Growth in Turkey. *MIBES Transactions* 5(2), ss.19-29. http://mibes.uth.gr/vol5_issue2_2011/Karahan-Y%C4%B1lg%C3%B6r.pdf.
- Karamelikli, H. & Keskingöz, H. (2017). Finansal gelişme bileşenlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Türkiye rneği. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi* 6(1), ss.683-701. https://www.researchgate.net/publication/321252937_Finansal_Gelisme_Bilesenlerinin_Ekonomik_Buyume_Uzerindeki_Etkisi_Turkiye_Ornegi.
- Keskin, N. & Karşıyakalı, B. (2010). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye rneği. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* 47(548), ss.76-94. http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/15282000472_6.pdf.
- King, R.G. & Levine, R. (1993a). Financial intermediation and economic development. Ed.: Colin Mayer & Xavier Vives, *Financial intermediation in the construction of Europe*. London: Centre for Economic Policy Research, pp.156–189. <https://www.jstor.org/stable/23215253>.
- King, R.G. & Levine, R. (1993b). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108(3), pp.717–37. <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/05King&Levine-QJE1993.pdf>.
- Krugman, P. (2000). *The return of depression economics*. Norton, New York.
- La Porta, R., de Silanes, F.L. & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance* 57(1), pp.265-301. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00422>.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation* 11, pp.398–428. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9138/w9138.pdf.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35(2), pp.688-726. <https://www.jstor.org/stable/2729790>.
- Levine, R., Loyaza, N. & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46, pp.31-71. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304393200000179>.
- Levine, R. & Zervos, S. (1996a). Stock market development and long-run growth. *World Bank Working Paper* 1582. <https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1582.html>.
- Levine, R. & Zervos, S. (1996b). Stock markets, banks, and economic growth. *World Bank Working Paper* 1690. <https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1690.html>.
- Lucas, R.E.Jr. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics* 22(1), pp.3–42. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304393288901687>.
- Mercan, M. & Peker, O. (2013). Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi: Ekonometrik bir analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 8(1), ss.93-120. <https://dergipark.org.tr/pub/oguiibf/issue/5715/76500>.
- Robinson, J. (1952). *The Generalisation of the General Theory, in the Rate of Interest, and Other Essays*. 2nd Edition, Macmillan, London.
- Schumpeter, Joseph A. (1939), *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Vol: I, New York and London: McGraw-Hill.
- Schumpeter, J.A. (1912). *The Theory of Economic Development*, Tenth printing 2004, Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey.
- Schwert, W. (1990). Stock returns and real activity: A century of evidence. *Journal of Finance* 45, pp.1237-1257. <https://www.jstor.org/stable/2328722>.
- Shahbaz, M., Ahmad, K., Chaudhary, A.R. (2008). Economic growth and its determinants in Pakistan. *The Pakistan Development Review* 47, 471-486. <https://www.jstor.org/stable/41261235>.

- Shan, J. ve Q. Jianhong (2006). Does Financial Development Lead Economic Growth? The Case of China, *Annals of Economics and Finance* 7(1), pp.231- 250. <http://down.aefweb.net/AefArticles/aef070110.pdf>.
- Singh, A. (1997). Financial liberalization, stock markets and economic development. *Economic Journal* 107, pp.771-782. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-0297.1997.tb00042.x>.
- Stern, N. (1989). The economics of development: A survey. *Economics Journal* 99(397), pp.597–685. <https://personal.lse.ac.uk/sternn/048NHS.pdf>.
- Stiglitz, J.E. (2002). *Globalization and its discontents*. Norton, New York.