

FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ARAŞTIRILMASI

**Dr. Serkan Yılmaz
KANDIR**
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
skandir@cu.edu.tr

**Arş. Gör. Ömer
İSKENDEROĞLU**
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
omeri@cu.edu.tr

**Prof Dr. Yıldırım B.
ÖNAL**
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
ybeyazit@cu.edu.tr

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin, 1988 - 2004 dönemi için araştırılmasıdır. Üç aylık verilerin kullanıldığı analizlerde, kişi başına reel milli gelir, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Diğer yandan, finansal gelişmeyi temsil etmek üzere dört değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, İMKB işlem hacminin milli gelire oranı, İMKB piyasa değerinin milli gelire oranı, İMKB işlem görme oranı ve özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranıdır. Çalışmada, Johansen eşbütünleşme testleri, hata düzeltme modeli ve nedensellik analizlerinden faydalanılmıştır. Analiz sonuçları finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin talep izleyen bir yapısı olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, Türkiye’de finansal gelişmişliğin, ekonomik büyümeyi desteklemediği belirlenmiştir. Ancak ekonomik büyüme finansal gelişmeyi etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Ekonomik Büyüme, Milli Gelir, Hisse Senedi Piyasası, Banka Kredileri.

INVESTIGATING THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate the relationship between financial development and economic growth for the period from 1988 to 2004 in Turkey. In the analyses, quarterly values of real per capita national income are used as a proxy for economic growth. On the other hand, four variables are used as proxies for financial development. These variables are, the ratio of ISE trading volume to national income, the ratio of ISE capitalisation value to national income, ISE turnover ratio and the ratio of private sector bank credits to national income. Johansen Cointegration, error correction and causality methods are employed. Findings reveal that there is a demand following relationship between financial development and economic growth. Furthermore, financial market does not appear to support economic growth in Turkey. Nevertheless economic growth seems to impact financial growth.

Key Words: Financial Development, Economic Growth, National Income, Stock Market, Bank Credits.

Giriş

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, birçok araştırmaya konu olmaktadır. Öncelikle, her iki kavramın açıklanması yerinde olacaktır. En özet biçimde, ekonomik büyüme, bir ülkede, üretim kapasitesinin, üretimin ve dolayısıyla milli gelirin artmasını ifade etmektedir. Bir ülkede kişi başına gelir, bir yıldan diğerine artıyorsa, söz konusu ekonominin büyüdüğü kabul edilmektedir. Kişi başına düşen milli gelirdeki artış oranı, bir ülkedeki üretim olanaklarının ne kadar arttığını göstermektedir (Dinler, 1997, s.510-511). Bir ülkede ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için, her şeyden önce yatırımların artırılması gerekmektedir. Daha fazla yatırım ise ancak yatırımların kaynağı olan tasarrufların artırılmasına bağlıdır. Bir ülkede tasarruf oranı ne kadar büyükse, yatırım oranı da o denli büyük olacaktır, büyüme hızı da öteki koşulların değişmemesi şartıyla, o denli yüksek olacaktır (Dinler, 1997, s.512). Ekonomik büyümeyi önemli ölçüde etkileyen tasarrufların sağlanabilmesi ise gelişmiş bir finansal sistemin varlığına bağlıdır. Tasarruf sahiplerine güvenli bir yatırım ortamı, likidite ve makul oranda bir getiri sağlanması, tasarrufların ekonomiye aktarılması için gerekli koşullardır.

Gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, tasarrufların ekonomiye yönlendirilmesi için önemlidir. Ancak finansal gelişmenin nasıl ölçüleceği konusunda bir fikir birliği mevcut değildir. Farklı çalışmalar ve farklı kurumlar, finansal gelişmişliği ölçmek için değişik kriterler kullanabilmektedir. Örneğin, hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarının gelişmişliği; toplam piyasa kapitalizasyonu ve piyasa işlem hacmi gibi ölçütler ile değerlendirilebilir. Diğer yandan, bankacılık sisteminin gelişme düzeyi ise, toplam kredilerin ve toplam mevduatların milli gelire oranlanması yoluyla ölçülebilir. Bunlara farklı ölçütlerin eklenmesi mümkündür.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan dört temel görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, ekonomik büyümenin, finansal gelişmeye öncülük ettiğini ileri sürmektedir. Burada “talep izleyen” bir ilişki söz konusu olmaktadır. Önce ekonomik büyüme olmakta, ekonomik büyümenin fon gereksinimleri finansal sistemin ve finansal piyasaların gelişmesine ön ayak olmaktadır. İkinci yaklaşıma göre, finansal gelişme, ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bu ilişki, “arza öncülük eden” bir ilişki olarak tanımlanmaktadır. Finansal kurumların gelişmiş olması tasarrufların ekonomiye kazandırılmasını hızlandırmakta ve kolaylaştırmaktadır. Böylece finansal sistemin desteğiyle gerçekleşen bir ekonomik büyüme söz konusu olmaktadır. Üçüncü yaklaşıma göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir etkileşim söz konusudur. Son görüş ise, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki bulunmadığını ileri sürmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, 1988 – 2004 dönemi için araştırılmıştır. Üç aylık verilerin kullanıldığı analizlerde, kişi başına reel milli gelir, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Ayrıca, finansal gelişmeyi temsil etmek üzere dört değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, İMKB işlem hacminin milli gelire oranı, İMKB piyasa değerinin milli gelire oranı, İMKB işlem görme oranı ve özel sektöre açılan banka kredilerinin milli gelire oranıdır. Bu çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen Eşbütünlük testi ile araştırılmış daha sonra ilişkinin yönü hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi ile incelenmiştir.

Analiz sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını doğrulamıştır. Bu ilişkinin yönü ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğrudur. Diğer bir ifadeyle talep izleyen bir süreç söz konusudur. Bununla birlikte, Türkiye’de finansal piyasaların, ekonomik büyümeyi önemli bir düzeyde desteklemediği belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle, bankacılık kesimi ve İMKB’nin ekonomik büyümeye önemli bir katkısı saptanamamıştır.

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilemediği bulgusunun varlığı ışığında, farklı bir ilişkinin olabileceği düşünülebilir. Ekonomik büyüme, finansal gelişmeye öncülük edebileceği gibi, aralarında hiçbir ilişki de olmayabilir. Bu iki görüş, farklı veriler ve yöntemler kullanılarak araştırılabilir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme teorisi incelenmiştir. İkinci bölümde ilgili literatür özetlenmiş ve üçüncü bölümde araştırma yöntemi ile verilere ilişkin açıklamalar yapılmıştır. Dördüncü bölümde analiz bulguları yorumlanmış ve son olarak sonuç kısmına yer verilmiştir.

1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Teorisi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi sorgulayan ilk çalışmayı Schumpeter (1911) gerçekleştirmiştir. Schumpeter’e göre, finansal araçlar, tasarrufların ekonomik birimler arasındaki hareketini sağlamak, yatırım projelerini desteklemek, riski yönetmek, yöneticilerin performanslarını takip etmek ve finansal işlemlerin gerçekleşmesini sağlamak suretiyle ekonomik gelişmeyi desteklemektedir (King ve Levine, 1993, s.717). Ancak Schumpeter’in finansal sistemin ekonomik kalkınmayı desteklediği yönündeki görüşü tüm araştırmacılar tarafından desteklenmemiştir. Çoğu araştırmacıya göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, her koşulda ve her ülkede aynı biçimde değildir. Bazı ülkelerde ekonomik büyüme, finansal gelişmeyi etkilemekte, bazen de finansal gelişme ve ekonomik büyüme birbirlerini karşılıklı olarak etkileyebilmektedir. Diğer bazı durumlarda ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ekonomik bakımdan anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Bu görüşler aşağıda incelenmiştir:

Patrick (1966), modern finansal kurumların, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların talepleri sonucunda ortaya çıktığını ileri sürmüştür. Patrick (1966) tarafından talep izleme olarak isimlendirilen bu finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi biçimine göre, finansal sistemin gelişmesi tamamen ekonomik büyümeden kaynaklanmaktadır. Patrick (1966)’in finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi için belirlediği ikinci yaklaşım arza öncülük etme olarak adlandırılmaktadır. Patrick (1966)’e göre finansal sistemin gelişmesi, finansal sistem tarafından sunulan ürünlere olan talebi artırmaktadır. Kısıtlı kaynakların, küçük tasarruf sahiplerinden büyük yatırımcılara aktarılması finansal sektörün ekonomik büyümeyi desteklemesini sağlamaktadır. Kaynakların aktarılması için finansal aracı kurumların varlığı gereklidir. Finansal aracılık sayesinde, kaynakların mevduatlar ve diğer finansal yükümlülükler karşılığında toplanması ve krediler biçiminde reel ekonomiye aktarılması, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediği yönündeki görüşleri desteklemektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkinin yönüne ilişkin üçüncü görüş, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir etkileşim olduğunu ileri sürmektedir. Demetriades ve Hussein (1996), Shan, Morris ve Sun (2001) ile Al-Yousif (2002), uluslararası karşılaştırmalara

yer vermiş ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin tek yönlü bir ilişki olmayıp karşılık etkileşim biçiminde olduğunu belirlemişlerdir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığını öne süren çalışmaların sayısı sınırlıdır. Bu çalışmalardan ilki Lucas (1988) tarafından gerçekleştirilmiştir. Lucas'a göre ekonomik büyümenin iki kaynağı bulunmaktadır: fiziksel sermaye ve beşeri sermaye. Bir ekonominin büyüme hızını ve gelişmişlik düzeyini sadece bu iki olgu belirlemekte ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Lucas'ın görüşlerini destekleyen uygulama sonuçları azdır. Al-Yousif (2002), incelediği 30 ülkenin bir kısmında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki bulunmadığı sonucunu elde etmiştir. Benzer biçimde, Shan ve Morris (2002), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler ve finansal gelişme ile ekonomik büyümenin çoğu ülkede aynı anda gerçekleştiğini ve birbirlerine neden olmadıklarını belirlemişlerdir.

Yapılan çok sayıda çalışma, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığını açıkça ortaya koymaktadır. Söz konusu ilişkinin varlığı ve yönü tartışılrsa da, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği büyük ölçüde kabul edilmektedir. Aşağıda, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar özetlenmiştir.

2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda, teoride ortaya konulan ilişki tiplerinin tamamını destekleyen bulgular elde edilmiştir. Aşağıda söz konusu çalışmaların önemli bulunanları özetlenmiştir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda en çok elde edilen sonuç, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu yönündedir. King ve Levine (1993), finansal sistemin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü 80 ülkede, 1960 – 1989 dönemi için test etmişlerdir. Finansal gelişme ölçütü olarak ülkelerin bankacılık sektörüne ilişkin veriler kullanılmıştır. Kişi başına milli gelirdeki ve fiziksel sermaye birikimindeki büyüme verileri ise ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Sonuçlar, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu yönündeki görüşleri desteklemiştir. Murinde ve Eng (1994), 1979 – 1990 dönemini kapsayan çalışmalarında Singapur'da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Söz konusu ilişkiyi açıklamak için, parasal büyüklükler, parasal oranlar ve parasal değişkenlerle ilgili olmak üzere üç grup finansal değişkenden yararlanmışlardır. Granger-Nedensellik testleri, parasal değişkenlerin reel ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucunu vermiştir. Buna karşılık milli gelirin finansal değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır. Gregorio ve Guidotti (1995), finansal gelişme ve uzun süreli büyüme arasındaki ilişkiyi iki ayrı örneklem ile incelemişlerdir. Birinci örneklem, 1960 – 1985 dönemini ve 100 ülkeyi kapsarken; ikinci örneklem, 12 Latin Amerika ülkesini ve 1950 – 1985 dönemini kapsamaktadır. Özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı, finansal gelişme ölçütü olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiğini göstermiştir. Arestis ve Demetriades (1997), ABD ve Almanya'yı karşılaştıran çalışmalarında ilk üçü her iki ülke için aynı olmak üzere dört değişken kullanmışlardır: Kişi başına düşen reel milli gelir, hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri ve hisse

senedi piyasası dalgalanması. Almanya için kullanılan dördüncü değişken M2'nin nominal milli gelire oranlanması; ABD için kullanılan dördüncü değişken ise yerel banka kredilerinin nominal milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Sonuçlar, Almanya ve ABD için farklıdır. Almanya'da hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, ekonomik gelişme üzerinde dolaylı bir etkiye sahiptir. ABD'de ise hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri, ekonomik büyüme üzerinde doğrudan ve pozitif bir etkiye sahiptir. Benzer biçimde, bankacılık sektörü de her iki ülke ekonomisi üzerinde pozitif yönde etkilidir. Rousseau (1999), Meiji restorasyonu ile Japonya'da elde edilen hızlı yatırım ve kişi başına milli gelir artışında finansal faktörlerin rolünü araştırmıştır. 1880 – 1913 dönemini kapsayan çalışmada, finansal aracı kurumların varlıkları ile bu rakama aracı kurumlar dışı tutulan şirket hisse senetleri ve tahvillerinin eklenmesiyle hesaplanan değer finansal gelişme ölçütleri olarak kullanılmıştır. Kişi başına milli gelir ise ekonomik performansın ölçümünde kullanılmıştır. Analiz sonuçları, finansal faktörlerin ve sermaye birikiminin, ekonomik gelişmeyi etkilediğini göstermiştir. Graff (2002), 1970 – 1990 döneminde finansal faaliyetler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ekonomik büyüme, çalışan başına gelir ile temsil edilmiştir. Finansal gelişmeyi ise, kişi başına banka ve banka şubesi sayısı, finansal sistemdeki istihdamın toplam istihdama oranı ile finansal sistemin milli gelir içindeki payı temsil etmiştir. Sonuç, finansal faaliyetlerin, ekonomik büyümeyi desteklediğini göstermiştir. Müslümov ve Aras (2002), OECD ülkelerini inceledikleri çalışmalarında 1982 – 2000 döneminde sermaye piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Ekonomik büyüme ölçütü olarak reel kişi başına GSYİH kullanılmıştır. Finansal gelişme ölçütü olarak sermaye piyasası kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı ile sermaye piyasası likiditesinin GSYİH'ya oranı olarak kullanılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre; sermaye piyasasının gelişmesi ekonomik büyümenin nedeni olarak tespit edilmiştir. Shan ve Jianhong (2006), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1978 – 2001 dönemi için Çin'de incelemişlerdir. Reel GSYİH'deki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Toplam krediler, işgücü, net yatırımlar, dış ticaretin milli gelire oranı ise analizlerde yararlanılan diğer değişkenlerdir. Sonuçlar, finansal gelişmenin, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğunu göstermiştir.

Ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğu bulgusu daha az sayıda çalışmada elde edilmiştir. Thangavelu ve James (2004), Avustralya'da finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1960 – 1999 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına milli gelir ekonomik büyüme ölçütü olarak kullanılmıştır. Banka alacaklarının ve banka mevduatlarının milli gelire oranı ile hisse senetleri işlem hacminin milli gelire oranı ise finansal gelişme ölçütleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, ekonomik büyümenin finansal sektörün gelişmesine öncülük ettiğini göstermiştir.

Bazı çalışmalarda ise karışık sonuçlar elde edilmiştir. Bu karışıklık özellikle çok uluslu çalışmalarda, farklı ülkeler için farklı sonuçların elde edilmesi biçiminde kendini göstermiştir. Jung (1986), 56 ülkeyi kapsayan çalışmasında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi iki farklı değişkenle ölçmeyi amaçlamıştır. Bu değişkenlerden ilki nakit para tutarının M1'e oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. İkinci finansal gelişme ölçütü ise M2'nin nominal milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Ekonomik büyüme ise kişi başına reel milli gelire ölçülmüştür. Sonuçlara

göre, gelişmekte olan ülkelerde, nedensellik ilişkisinin finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğu durumlara daha sık rastlanmıştır. Diğer yandan, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiği belirlenmiştir. Demetriades ve Hussein (1996), çalışmalarında 16 adet gelişmekte olan ülkede finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analizlerde kullanılan değişkenler: Kişi başına milli gelir, bankaların mevduat olarak yükümlülükleri / milli gelir oranı ve bankaların özel sektöre açtıkları kredilerin tutarı /milli gelir oranıdır. Sonuçlar ülkelere göre farklı olmuştur. Altı ülkede finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmuştur. Bu ülkeler, Honduras, Hindistan, Kore, Mauritius, Tayland ve Venezüella'dır. Öte yandan altı ülkede ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiği görülmektedir. Bu ülkeler, Türkiye, Kosta Rika, El Salvador, Yunanistan, Guatemala ve Portekiz'dir. Ayrıca Guatemala ve Kore'de karşılıklı etkileşim ilişkisi tespit edilmiştir. Pakistan ve İspanya için ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında hiçbir önemli ilişki belirlenememiştir. Shan, Morris ve Sun (2001) dokuz OECD ülkesi ve Çin'i kapsayan çalışmalarında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Özel sektöre açılan kredilerin milli gelire oranı finansal gelişme ölçütü olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, bazı ülkelerde, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru veya çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur. Calderon ve Liu (2002), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 109 ülkede araştırmışlardır. 1960 – 1994 döneminde, kişi başına GSYİH, ekonomik büyümeyi temsil ederken; geniş tanımlı para arzının milli gelire oranı ile özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı ise finansal gelişmeyi temsil etmiştir. Bulgular, tüm ülkelerde, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca bazı ülkelerde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir ilişki belirlenmiştir. Bazı çalışmalarda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü araştırılmamış, sadece söz konusu ilişkinin varlığı irdelenmiştir. Levine ve Zervos (1996), 24 ülkede hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1976 – 1993 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerden ilki hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerinin milli gelire oranlanmasıyla elde edilmiştir. İkinci açıklayıcı değişken işlem görme oranıdır. Üçüncü değişken ise hisse senedi piyasası işlem hacminin milli gelire oranlanmasıyla elde edilmiştir. Analiz sonuçları, hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Levine ve Zervos (1998), 47 ülkeyi kapsayan çalışmalarında finansal gelişmenin, ekonomik büyüme, sermaye birikimi, verimlilik artışı ve tasarruf oranları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmadaki değişkenlerden ilki hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerinin milli gelire oranı ve ikinci değişken işlem görme oranıdır. Üçüncü değişken ise hisse senedi piyasası işlem hacminin milli gelire oranlanmasıyla elde edilmiştir. Bankacılık sektörünün gelişmişlik ölçütü, bankalarca özel sektöre açılan kredilerin milli gelire oranıdır. Bulgular, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişme düzeyinin, ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışı göstergeleri ile ilişkili olduğunu göstermiştir.

Al-Yousif (2002), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin karşılıklı etkileşim biçiminde olduğunu belirlemiştir. Al-Yousif (2002), 30 gelişmekte olan ülke için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 1970 – 1999

yılları arasını kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme ekonomik büyümeyi, temsil ederken; dolaşımdaki para / dar para stoku (M1) oranı ile geniş para stoku / nominal milli gelir oranı finansal gelişmeyi temsil etmiştir. Sonuçlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşim olduğunu göstermiştir.

Shan ve Morris (2002) ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunmadığı ileri sürmüştür. Shan ve Morris (2002), 19 OECD ülkesi, Çin ve Güney Kore’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1985-1998 dönemi için incelemişlerdir. Reel milli gelirdeki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Ayrıca iki adet finansal gelişme ölçütünden yararlanılmıştır. Birincisi, kredilerin milli gelire oranı, ikincisi ödünç alma ve ödünç verme faiz oranları arasındaki farktır. Çalışma karışık sonuçlar vermiştir. Az sayıda ülkede, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiği saptanırken; bazı ülkelerde karşılıklı bir etkileşim veya ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi desteklediği bulguları elde edilmiştir. Ancak genel sonuç, finansal gelişme ve ekonomik büyümenin aynı anda gerçekleştiği ve birbirlerine neden olmadığı şeklindedir.

3. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Bu çalışmada, finansal gelişmeyi temsil eden değişkenlerin ekonomik büyüme ile ilişkisi incelenmiştir. Benzer çalışmalarda genellikle klasik regresyon analizi yöntemi veya eşbütünleşme analizleri kullanılmaktadır. Bu çalışmanın uygulama bölümünde kullanılan temel yöntem, Johansen eşbütünleşme ve hata düzeltme modeline bağlı nedensellik yöntemleri olup, modellerde kullanılan değişkenler, daha önce yapılan çalışmaların ışığında oluşturulmuştur. Çalışmada kullanılan tahmin modelleri aşağıda sıralanmıştır:

$$KBGSYIH = \beta_1 + \beta_2 IH/KAP + \beta_3 BAN/GSYIH + e_t \quad (1)$$

$$KBGSYIH = \beta_1 + \beta_2 IH/GSYIH + \beta_3 BAN/GSYIH + e_t \quad (2)$$

$$KBGSYIH = \beta_1 + \beta_2 KAP/GSYIH + \beta_3 BAN/GSYIH + e_t \quad (3)$$

$$KBGSYIH = \beta_1 + \beta_2 IH/GSYIH + \beta_3 IH/KAP + \beta_4 BAN/GSYIH + e_t \quad (4)$$

$$KBGSYIH = \beta_1 + \beta_2 KAP/GSYIH + \beta_3 IH/KAP + \beta_4 BAN/GSYIH + e_t \quad (5)$$

KBGSYIH = Kişi başına reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla,

IH / KAP = Hisse senedi piyasası işlem hacminin, hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerine oranı,

BAN / GSYIH = Bankaların özel sektöre verdiği kredilerin nominal GSYIH’ye oranı,

IH / GSYIH = Hisse senedi piyasası işlem hacminin nominal GSYIH’ye oranı,

KAP / GSYIH = Hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerinin nominal GSYIH’ye oranı,

e = Rasgele hata terimidir.

Çalışmada ilk olarak, verilerin mevsimsel dağılım sergileyip sergilemediği Census X12 Additive yöntemiyle test edilmiştir. Mevsimsellik düzeltmesi, gerçekleştirildikten sonra serilerin durağan olup olmadığı incelenmiştir. Durağanlığın incelenmesinde, sıklıkla kullanılan ve birbirlerini tamamlama özelliğine sahip bulunan iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar, “Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi” ve “Phillips-

Perron (PP) testi”dir. Söz konusu testler uygulandıktan sonra her bir modele ilişkin VAR gecikmesi değerleri hesaplanmış, elde edilen gecikme değerleriyle Johansen Eşbütünleşme testi uygulanmıştır. En son olarak ilişkinin yönünü değerlendirmek amacıyla kişi başına reel GSYİH ile diğer tüm finansal gelişme ölçütleri hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi ile incelenmiştir.

Çalışma, 1988 yılının ilk çeyreğinden, 2004 yılının son çeyreğine kadar devam eden bir dönemi kapsamaktadır. Üç aylık frekanslar halinde toplanan veriler kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Ekonomik büyüme ve finansal gelişme uzun dönemli bir ilişkiler bütünü olduğundan veri aralığı mümkün olduğunca uzun tutulmuştur. Verilerin yüksek frekanslı olması dönemsel değişimlerin etkisini ve bunun analizlerde gözükmesini sağlayacağından yıllık bazda yapılan çalışmalara kıyasla daha fazla bilgi sağlayabilecektir. Bu çalışmada kullanılan veriler aşağıda özetlenmiştir:

Kişi başına reel GSYİH: Kişi başına Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla verileri, 3 aylık dönemler halinde derlenmiş ve YTL olarak 1987 yılı sabit fiyatlarıyla ifade edilmiştir. Seri, doğal logaritması alınarak doğrusallaştırılmıştır.

İşlem hacmi / kapitalizasyon değeri: 3 aylık hisse senedi piyasası (İMKB) işlem hacminin hisse senedi piyasası (İMKB) kapitalizasyon değerine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. Bu oran, finans yazınında İşlem Görme Oranı olarak da tanımlanmaktadır.

Banka kredileri / GSYİH: Tasarruf ve mevduat bankaları ile yatırım ve kalkınma bankalarının özel sektöre açtığı 3 aylık krediler toplamının nominal Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.

İşlem hacmi / GSYİH: 3 aylık hisse senedi piyasası (İMKB) işlem hacminin, nominal Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.

Kapitalizasyon / GSYİH: 3 aylık hisse senedi piyasası (İMKB) kapitalizasyon değerinin, nominal Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Veri Dağıtım Sistemi ve İMKB aylık bültenlerinden derlenmiştir.

4. Araştırma Bulguları

Çalışmanın bu bölümünde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analitik olarak incelenmiştir. Analizlere başlanmadan önce, ilk olarak kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikler verilmiştir. Daha sonra mevsimsellik testlerine değinilmiş ve ardından ADF ve PP yöntemleriyle durağanlık sınaması gerçekleştirilmiştir. Sonraki aşamada Johansen eşbütünleşme testlerinin sonuçlarına yer verilmiş ve son olarak hata düzeltme modeli sonuçlarına bağlı nedensellik test sonuçlarına değinilmiştir.

Tablo 1’de bulunan özet istatistikler değerlendirildiğinde, KBGSYIH serisi ortalama 402,81 olmuştur ve araştırma dönemi boyunca yaklaşık iki kat artmıştır. Finansal gelişme ölçütlerinin ortalama değerinin 0,280 ile 0.769 arasında değiştiği gözlenmiştir. Ayrıca, finansal gelişmişlik ölçütlerinin standart sapmaları da birbirinden oldukça farklıdır.

Tablo 1. Özet İstatistikler

	KBGSYIH	BAN/GSYIH	İH/GSYIH	İH/KAP	KAP/GSYIH
Ortalama	402,81	0,606	0,280	0,282	0,769
Maksimum	588,90	1,020	1,640	0,760	2,983
Minimum	256,16	0,405	0,002	0,001	0,052
Standart Sapma	86,83	0,128	0,292	0,188	0,562
Gözlem Sayısı	72	72	72	72	72

Finansal ve iktisadi zaman serileriyle yapılan analizlerde genellikle düzenli mevsimsel dalgalanmalar gözükmemektedir. Aylık üç aylık ve altı aylık analizlerde kullanılan verilerin mevsimsellik içermesi muhtemeldir. Mevsimsellik incelemeleri için korelograma bağlı otokorelasyonlardan yararlanılmış ve serilerin grafiksel dağılımları incelenmiştir. Ayrıca mevsimsellik testleriyle her bir seri tek tek sınanmış, KBGSYIH serisi ile BAN/GSYIH serilerinde mevsimsellik gözlenmiştir. Serilerde bulunan mevsimselliğin yapısına uygun olarak Census X12 additive yöntemiyle, mevsimsellik etkisi giderilmiştir.

Durağan olmayan zaman serilerinin üzerinde regresyon analizi yapmak mümkün değildir. Çünkü bu şekildeki bir analizin sonuçları klasik test yöntemlerinin ve yapılan öngörülerin geçerliliği ortadan kalkmaktadır (Granger ve Newbold, 1974, s.111). Zaman serilerinin durağanlığı genellikle Genişletilmiş Dickey-Fuller (1979), Phillips-Perron (1988), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992), birim kök testi yöntemleriyle incelenmektedir. Bu testlerin kullanılmasında karşılaşılan en önemli tartışma, hata terimindeki otokorelasyonu ortadan kaldıran optimum gecikme sayısının seçilmesidir. Bu çalışmada, ADF (Schwartz), PP (Newey-West) ve KPSS (Newey West) test istatistikleri kullanılmıştır. Sonuçların benzerlik göstermesi sebebiyle sadece ADF ve PP test sonuçları raporlanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 2 de yer almaktadır.

Tablo 2, Panel 1’de düzey cinsinden seriler için tüm kriterlere göre ADF ve PP sonuçlarını göstermektedir. Tüm seriler %95 güvenle seviye cinsinden birim kök içermektedir. Panel 2’de yer alan fark serileri için elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde hem ADF hem de PP yöntemine göre %95 güven seviyesinde serilerin durağan olduğu görülmektedir. Ayrıca burada raporlanmayan KPSS testi sonuçları da aynı yöndedir.

Durağan olmayan serilerde fark alınarak analizin gerçekleştirilmesi serilerin beraber hareketlerinde bulunan ortak trendi ortadan kaldırmakta ve dolayısıyla bilgi kaybına yol açmaktadır. Bunun yerine aynı dereceden entegre seriler üzerinde eşbütünleşme testleriyle bilgi kaybına uğramadan etkileşim incelenebilir. Bu konuda, iki yöntem sıklıkla kullanılmaktadır. Söz konusu iki yöntem, Engle ve Granger (1987) ile Johansen (1991) tarafından geliştirilmiştir.

Tablo 2. Birim Kök Analiz Sonuçları

Panel 1. Düzey Serileri İçin Sonuçlar							
		ADF *	Mc Kinnon	G **	PP *	Mc Kinnon	G ***
Ln(KBGSYIH)	S	-1.4288	-2.9029	1	-1.4366	-2.9029	2
Ln(KBGSYIH)	L,T	-2.8098	-3.4743	1	-3.0383	-3.4743	3
İŞL. HAC. / KAPT.	S	-1.9363	-2.9035	1	-2.3541	-2.9029	1
İŞL. HAC. / KAPT.	L,T	-3.0836	-3.4743	1	-3.0718	-3.4743	1
BAN. KRE. / GSYİH	S	-2.0032	-2.9029	1	-2.1754	-2.9029	4
BAN. KRE. / GSYİH	L,T	-2.2655	-3.4743	1	-2.4432	-3.4743	4
İŞL. HAC. / GSYİH	S	-1.8195	-2.9041	2	-3.0528	-2.9029	6
İŞL. HAC. / GSYİH	L,T	-2.8414	-3.4762	2	-2.6818	-3.4743	4
KAPT. / GSYİH	S	-1.7617	-2.9041	2	-2.7606	-2.9029	6
KAPT. / GSYİH	L,T	-2.1456	-3.4762	2	-3.6044	-3.4743	3
Panel 2. Birinci Dereceden Fark Serileri İçin Sonuçlar							
Ln(KBGSYIH)	S	-8.7536	-3.5270	1	-8.7536	-3.5270	1
Ln(KBGSYIH)	L,T	-8.6816	-4.0945	1	-8.6816	-4.0945	1
İŞL. HAC. / KAPT.	S	-12.485	-3.5270	1	-20.373	-3.5270	14
İŞL. HAC. / KAPT.	L,T	-12.413	-3.4753	1	-20.809	-4.0945	14
BAN. KRE. / GSYİH	S	-9.2138	-2.9035	1	-9.1699	-3.5270	3
BAN. KRE. / GSYİH	L,T	-9.1681	-4.0945	1	-9.1277	-4.0945	3
BAN. KRE. / GSYİH	N	-9.2802	-2.5984	1	-9.2308	-2.5984	3
İŞL. HAC. / GSYİH	S	-10.845	-3.5285	1	-17.134	-3.5270	12
İŞL. HAC. / GSYİH	L,T	-10.769	-3.4762	1	-16.652	-4.0945	14
KAPT. / GSYİH	S	-11.072	-3.5285	1	-19.155	-3.5270	14
KAPT. / GSYİH	L,T	-11.006	-3.4762	1	-20.528	-4.0945	17
%95 Önem seviyesinde geçerlidir; **Gecikme olarak Schwartz kullanılmıştır; *Gecikme olarak Newey West kullanılmıştır. S = Sabit, L,T Doğrusal trend anlamına gelmektedir.							

Bu çalışmada, Johansen eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Johansen eşbütünleşme testi uygulamadan önce modele bağlı gecikmelerin tahmin edilmesi gerekmektedir. Gecikme sayısı, kısıtsız VAR modelinden elde edilmiş ve gecikme sayısı belirlenirken Schwartz kriteri kullanılmıştır. Tüm modellerde uygun gecikme sayısının "1" olduğu gözlenmiştir. Johansen eşbütünleşme test sonuçları Tablo 3'de gösterilmiştir.

Eşbütünleşme testi sonuçları değerlendirildiğinde, birinci model hariç tüm modellerde uzun dönemli ilişki gözlenmiştir. Birinci model hariç diğer tüm modeller, finansal gelişme ölçütleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu göstermektedir. Bu bulgu, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran tüm çalışmaların bulguları ile uyumludur. Farklı bir sonuç elde eden tek çalışma Shan ve Morris (2002) tarafından gerçekleştirilmiştir. Söz konusu çalışmada, finansal gelişme ve ekonomik büyümenin aynı anda gerçekleştiği ve birbirlerine neden olmadığı ileri sürülmüştür.

Tablo 3. Johansen Eşbütünlük Sonuçları

Model 1 : KBGSYIH ; İH/KAP ; BAN/GSYIH					
Gecikme :1*					
	Eigen Value	Trace	%5	Max Eigen	%5
R=0	0.228731	27.47309	29.79707	18.18024	21.13162
R≤1	0.084698	9.292843	15.49471	6.195099	14.26460
R≤2	0.043289	3.097745	3.841466	3.097745	3.841466
	LNKBGSYIH_SA	IHKAP	BANGSYIH_SA		
	1.000000	-0.349047	-0.440619		
		(0.06483)	(0.09616)		
Model 2 : KBGSYIH ; İH/GSYIH ; BAN/GSYIH					
Gecikme :1*					
	Eigen Value	Trace	%5	Max Eigen	%5
R=0	0.23196	32.81352	29.79707	18.47466	21.13162
R≤1	0.150241	14.33886	15.49471	11.39614	14.26460
R≤2	0.041167	2.942714	3.841466	2.942714	3.841466
	KBGSYIH	İH/GSYIH	BAN/GSYIH		
	1.000000	-0.477371	0.044136		
		(0.09212)	(0.20817)		
Model 3 : KBGSYIH ; KAP/GSYIH ; BAN/GSYIH					
Gecikme :1*					
	Eigen Value	Trace	%5	Max Eigen	%5
R=0	0.251249	34.63115	29.79707	20.25439	21.13162
R≤1	0.151996	14.37676	15.49471	11.54089	14.26460
R≤2	0.039703	2.835864	3.841466	2.835864	3.841466
	KBGSYIH	KAP/GSYIH	BAN/GSYIH		
	1.000000	-0.407054	0.733612		
		(0.07426)	(0.32697)		
Model 4 : KBGSYIH ; İH/GSYIH ; İH/KAP ; BAN/GSYIH					
Gecikme :1*					
	Eigen Value	Trace	%5	Max Eigen	%5
R=0	0.359933	58.08961	47.85613	31.23280	27.58434
R≤1	0.219839	26.85681	29.79707	17.37783	21.13162
R≤2	0.087133	9.478986	15.49471	6.381580	14.26460
R≤3	0.043284	3.097406	3.841466	3.097406	3.841466
	KBGSYIH	İH/GSYIH	İH/KAP	BAN/GSYIH	
	1.000000	0.719182	-1.071946	-0.991553	
		(0.12230)	(0.16401)	(0.17957)	
Model 5 : KBGSYIH ; KAP/GSYIH ; İH/KAP ; BAN/GSYIH					
Gecikme :1*					
	Eigen Value	Trace	%5	Max Eigen	%5
R=0	0.354193	55.93876	47.85613	30.60785	27.58434
R≤1	0.200122	25.33091	29.79707	15.63074	21.13162
R≤2	0.090819	9.700170	15.49471	6.664799	14.26460
R≤3	0.042436	3.035371	3.841466	3.035371	3.841466
	KBGSYIH	KAP/GSYIH	İH/KAP	BAN/GSYIH	
	1.000000	0.374584	-0.933382	-1.270128	
		(0.06977)	(0.16780)	(0.24241)	

*Gecikme değerleri, Schwartz kriteri ile belirlenmiştir.

Eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Ancak ilişkinin yönü hakkında bilgi vermemektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü, hata düzeltme modeline dayalı nedensellik testi ile araştırılmıştır. Modellerin herhangi birinde eşbütünleşme vektörü varsa, bu değişkenler arasında en azından tek yönlü bir nedenselliğin olması gerekmektedir. Tablo 4’de, hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi sonuçları raporlanmıştır.

Tablo:4 Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik Testi Sonuçları

Panel 1 : 2 No’lu Modele İlişkin Hata Düzeltme Analizi Sonuçları					
Model : 2	Bağımsız Değişkenler				
Bağımlı Değişkenler	Δ LNKBGSYIH(-1)	Δ IH/GSYIH(-1)	Δ BAN/GSYIH(-1)	HDT (e_{t-1}) Katsayısı	
Δ LNKBGSYIH	-	0.00989	-0.057780	-0.01463	
Δ IH/GSYIH	0.10717	-	-0.883758*	0.08862	
Δ BAN/GSYIH	0.74961*	-0.0699*	-	-0.02588	
Panel 2 : 3 No’lu Modele İlişkin Hata Düzeltme Analizi Sonuçları					
Model : 3	Bağımsız Değişkenler				
Bağımlı Değişkenler	Δ LNKBGSYIH(-1)	Δ KAP/GSYIH(-1)	Δ BAN/GSYIH(-1)	HDT (e_{t-1}) Katsayısı	
Δ LNKBGSYIH	-	0.010516	-0.062016	-0.01428	
Δ KAP/GSYIH	2.28756*	-	-0.245043	0.15444*	
Δ BAN/GSYIH	-0.76243*	-0.04126*	-	-0.02626*	
Panel 3 : 4 No’lu Modele İlişkin Hata Düzeltme Analizi Sonuçları					
Model : 4	Bağımsız Değişkenler				
Bağımlı Değişkenler	Δ LNKBGSYIH (-1)	Δ IH/GSYIH (-1)	Δ IH/KAP (-1)	Δ BAN/GSYIH (-1)	HDT (e_{t-1}) Katsayısı
Δ LNKBGSYIH	-	0.037352	-0.059252	-0.107440	0.00172
Δ IH/GSYIH	0.194501	-	-	0.531236	0.30001
Δ IH/KAP	-0.857083*	-0.20829*	-	0.364755	0.72062*
Δ BAN/GSYIH	0.382335	-0.13597*	0.170119	-	0.51122*
Panel 4 : 4 No’lu Modele İlişkin Hata Düzeltme Analizi Sonuçları					
Model : 5	Bağımsız Değişkenler				
Bağımlı Değişkenler	Δ LNKBGSYIH (-1)	Δ KAP/GSYIH (-1)	Δ IH/KAP (-1)	Δ BAN/GSYIH (-1)	HDT (e_{t-1}) Katsayısı
Δ LNKBGSYIH	-	0.015529	-0.008400	-0.101239	0.03378
Δ KAP/GSYIH	2.312318	-	-0.397044	0.209289	-0.18058
Δ IH/KAP	-0.819057*	-0.09166*	-	0.37110*	0.64458*
Δ BAN/GSYIH	0.524196*	-0.045922*	0.120710	-	0.34473*

*İlgili katsayının %95 düzeyinde önemli olduğunu göstermektedir. Gecikme değeri Schwartz kriterine göre seçilmiştir.
1 no’lu modelde, eşbütünleşme ilişkisi olmadığından bu modele ilişkin bir hata düzeltme modeli oluşturulmamıştır.

Tablo 4’deki sonuçlar değerlendirildiğinde, uzun ve kısa dönemde, finansal gelişme ölçütlerinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi olmadığı görülmektedir. Buna karşılık modellerin çoğunda ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğu uzun ve kısa dönemde gözlemlenmektedir. Bu bulgu, Thangavelu ve James (2004) ile uyumludur. Ayrıca çok sayıda ülkeyi konu alan

çalışmalarında, Demetriades ve Hussein (1996) da Türkiye’de ekonomik büyümenin finansal gelişmeye öncülük ettiğini belirlemişlerdir. Tablo 4’de görülen hata düzeltme katsayılarının bazı modellerde pozitif bazılarında negatif olduğu görülmektedir. Buna göre, uzun dönemde sapmaların tekrar dengeye gelmesi hususunda kesin bir sonuca varmak mümkün değildir.

SONUÇ

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, finans yazınında sık araştırılan bir konudur. Finansal gelişme, farklı çalışmalar ve farklı yöntemler kullanılarak ölçülebilmektedir. Kullanılan yöntem ve verilere bağlı olarak sonuçların değiştiği gözlemlenmektedir. Bu çalışmada, Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, 1988 - 2004 dönemi için araştırılmıştır. Üç aylık verilerin kullanıldığı analizlerde, kişi başına reel milli gelir, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Diğer yandan, finansal gelişmeyi temsil etmek üzere dört değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, İMKB işlem hacminin milli gelire oranı, İMKB piyasa değerinin milli gelire oranı, İMKB işlem görme oranı ve özel sektöre açılan banka kredilerinin milli gelire oranıdır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, Johansen Eşbütünleşme ve Hata Düzeltme Modeline bağlı nedensellik testleri ile araştırılmıştır.

Analiz sonuçları, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Bu uzun dönemli ilişkinin yönünün, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu belirlenmiştir. Bu durumda, sermaye piyasasının, Türkiye’nin ekonomik büyümesini yeterince desteklemediği düşünülebilir. Hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye önemli bir katkı sağlayamaması beklenmeyen bir sonuç değildir. Çünkü gelişmiş piyasalara kıyasla, Türkiye hisse senedi piyasasının ekonomi içerisindeki görece önemi oldukça düşüktür.

Çalışmadan elde edilen bir diğer önemli sonuç ise özel sektöre verilen banka kredilerinin, ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmamasıdır. Bu sonuç, Türkiye’de konjonktürel dalgalanmaların sık gerçekleşmesinin, finansal sistemin kırılma olmasının ve sistemin işleyişini düzenleyen yasa ve kuralların yetersiz olmasının, kredilerin istenilen amaca ulaşmasını engellediği şeklinde değerlendirilebilir.

Genel olarak, Türkiye’de finansal piyasaların, ekonomik büyümeyi gerek uzun ve gerekse kısa dönemde yeterince destekleyemediği düşünülebilir. Kullanılan analiz yöntemine göre, bankacılık kesimi ve İMKB, ekonomik büyümeye önemli bir katkı sağlamamaktadır. Sürdürülebilir bir ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için yeterince gelişmiş ve iyi işleyen bir finansal sisteme ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal sistemin ekonomik büyümeye önemli bir katkısı olması için gelişmişlik düzeyinin yüksek olması beklenmektedir. Türkiye’de de ekonomik büyümenin istikrarlı bir biçimde sürdürülebilmesi için iyi işleyen ve gelişmiş bir finansal sisteme ihtiyaç duyulmaktadır. Ekonomik büyümenin finansal gelişmeye sebep olduğu ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin açık olmadığı sonuçları altında farklı bir ilişkinin var olabileceği düşünülebilir. Farklı bir ilişkinin varlığı farklı veri ve analiz yöntemleriyle incelenebilir.

KAYNAKÇA

- Al-Yousif, Yousif Khalifa (2002), "Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries", *Review of Financial Economics*, c.11. ss.131-150.
- Arestis, Philip ve Panicos Demetriades (1997), "Financial development and economic growth: Assessing the evidence", *Economic Journal*, c.107. S.442. ss.783-799.
- Calderón, César ve Lin Liu (2002), "The direction of causality between financial development and economic growth", *Central Bank of Chile Working Paper*, No: 184, <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc/pdf/dtbc184.pdf>.
- Demetriades, Panicos O. ve Khaled A. Hussein (1996), "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries", *Journal of Development Economics*, c.51. ss.387-411.
- Dickey, David A. ve Wayne A. Fuller (1979), "Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root", *Journal of the American Statistical Association*, c.74. S.366. ss.427-431.
- Dinler, Zeynel (1997), *İktisada Giriş* (Üçüncü Basım), Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Engle, Robert F. Ve C.W.J. Granger (1987), "Co-Integration And Error Correction: Representation, Estimation And Testing", *Econometrica*, 55(2): 251-276.
- Graff, Michael (2002), "Causal links between financial activity and economic growth: Empirical evidence from a cross-country analysis, 1970-1990", *Bulletin of Economic Research*, c.54. S.2. ss.119-133.
- Granger, C. W. J.; Newbold, P. (1974), "Spurious Regressions in Econometrics," *Journal of Econometrics* 2, pp. 111-20.
- Gregorio, Jose De ve Pablo E. Guidotti (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, c.23. S.3. ss.433-448.
- İMKB Aylık Bülteni, Çeşitli Sayılar.
- Johansen, Soren (1991), "Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models", *Econometrica*, 59(6): 1551-1580.
- Jung, Woo S. (1986), "Financial development and economic growth: International evidence", *Economic Development and Cultural Change*, c.34. ss.333-346.
- King, Robert G. ve Ross Levine (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, c.108. S.3. ss.717-737.
- Kwiatkowski, Denis, Peter C.B. Phillips, Peter Schmidt ve Yongcheol Shin (1992), "Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root How sure are we that economic time series have a unit root?", *Journal of Econometrics*, 54 : ss.159-178.

- Levine, Ross E. ve Sara Zervos (1996), "Stock market development and long-run growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 1582.
- Levine, Ross ve Sara Zervos (1998), "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review*, c.88. S.3. ss.537-558.
- Lucas, Robert E. (1988), "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, c.22. ss.3-42.
- Murinde, Victor ve Fern S. H. Eng (1994), "Financial development and economic growth in Singapore: demand-following or supply-leading?", *Applied Financial Economics*, c.4. ss.391-404.
- Müslümov, Alovzat, Güler Aras (2002), "Sermaye piyasası gelişmesi ve Ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi: OECD ülkeleri örneği", *İktisat İşletme Finans*, 198 : ss 90 – 104.
- Patrick, T. Hugh (1966), "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", *Economic Development and Cultural Change*, c.14. ss.174-189.
- Philips, Peter C. B. ve Pierre Perron (1988), "Testing for a unit root in time series regression", *Biometrika*, c.75. S.2. ss.335-346.
- Rousseau, Peter L. (1999), "Finance, investment, and growth in Meiji-era Japan", *Japan and the World Economy*, c.11. ss.185-198.
- Shan, Jordan ve Alan Morris (2002), "Does financial development 'lead' economic growth?", *International Review of Applied Economics*, c.16. S.2. ss.153-168.
- Shan, Jordan ve Qi Jianhong (2006), "Does financial development 'lead' economic growth? The case of China", *Annals of Economics and Finance*, S.1. ss.231–250.
- Shan, Jordan Z., Alan G. Morris ve Fiona Sun (2001), "Financial development and economic growth: An egg-and-chicken problem?", *Review of International Economics*, c.9. S.3. ss.443-454.
- TCMB, internet veritabanı.
- Thangavelu, Shandre M. ve James Ang Beng Jiunn (2004), "Financial development and economic growth in Australia: An empirical analysis", *Empirical Economics*, c. 29. ss.247-260.

