

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ EKONOMİK
BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Damla ARAT

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. Orhan ÇELİK

Ankara-2007

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
Tablolar	ii
Şekil ve Grafikler	ii
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1	3
TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN GENEL PROFİLİ	3
1.1. Türk Mali Sisteminin Genel Görünümü	3
1.2. Türk Mali Sisteminin Arz Yönlü Gelişimi.....	5
1.3. Türk Mali Sisteminin Talep Yönlü Gelişimi	9
1.4. Türk Mali Sisteminde Sermaye Piyasası ve Piyasanın Bileşenleri.....	12
1.5. İMKB Bünyesindeki Piyasa ve Pazarlar	14
1.6. İMKB’deki Gelişmeler.....	15
1.7. İMKB’nin Dünya Borsaları İçindeki Yeri	20
BÖLÜM 2	24
FİNANSAL GELİŞMİŞLİK, SERMAYE PİYASASI GELİŞMİŞLİĞİ VE EKONOMİK BÜYÜME BAĞLANTISINA İLİŞKİN YAZIN TARAMASI	24
2.1. Finansal Gelişim Nedir ve Ekonomik Büyümeyi Nasıl Etkiler?	24
2.2. Sermaye Piyasası Gelişmişliği ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	35
BÖLÜM 3	40
SERMAYE PİYASASI GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ, ÖZEL YATIRIM, EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ	40
3.1. Veri Seti	41
3.2. Çalışmanın Yöntemi.....	45
3.3. Analiz Sonuçları.....	48
SONUÇ	59
ÖZET	65
ABSTRACT	66
KAYNAKÇA	67
EK- A: Çalışmada Kullanılan Veri Seti	71
EK-B : VAR Analizi Sonuçları.....	75
EK-C : Etki Tepki Analizi Sonuçları	83

Tablolar

Tablo 1.1: Türk Mali Sektörünün Büyüklüğü ve Kompozisyonu.....	5
Tablo 1.2: Mali Sistemdeki Araçların Arz Yönlü Gelişimi	6
Tablo 1.3: Türkiye’de ve Dünyada Firmaların Mali Kaynakları	8
Tablo 1.4: Toplam Ulusal Tasarrufların GSYİH İçindeki Gelişimi	9
Tablo 1.5: Mali Sistemdeki Araçların Talep Yönlü Gelişimi	11
Tablo 1.6 : Sermaye Piyasalarında Faaliyette Bulunan Kurumlar	13
Tablo 1.7: İMKB Hisse Senedi Piyasasında Gelişmeler.....	17
Tablo 1.8: İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki Gelişmeler	19
Tablo 1.9 : Dünya Borsalarına Ait Çeşitli Göstergeler	21
Tablo 3.1: Değişkenlerin Tanımları	44
Tablo 3.2: Zaman Serileri ADF Test Sonuçları	44
Tablo 3.3: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Sermaye Piyasasına Tepkisi ...	51
Tablo 3.4: Sermaye Piyasası ve Özel yatırımların Ekonomik Büyümeye Tepkisi	52
Tablo 3.5: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Varyans Ayırıştırması.....	53
Tablo 3.6: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Varyans Ayırıştırması.....	55

Şekil ve Grafikler

Şekil.2.1: Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme	30
Grafik 1.1: İMKB –100 Bileşik Endeksi, TÜFE Endeksi ve ABD Dolarının Seyri..	15
Grafik 1.2: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Latin Amerika, Yüzde).....	22
Grafik.1.3: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Güneydoğu Asya, Yüzde)	23
Grafik.1.4: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Gelişmiş Ülkeler, Yüzde).....	23
Grafik.3.1: Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonu ve GSYİH’nın Gelişimi.....	57
Grafik.3.2: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı ve GSYİH’nın Gelişimi	57
Grafik.3.3: Kamunun Sermaye Piyasası Baskınlığı ve GSYİH’nın Gelişimi	58

GİRİŞ

1970’li yılların ikinci yarısından başlayarak hızlanan finansal serbestleşme ve teknolojik gelişim, sermayenin küresel bir düzlemde hareket kabiliyetini artırmış ve bu sürece bağlı olarak pek çok yeni finansal piyasa ve araç ortaya çıkmıştır. Dünyadaki bu genel akıma bağlı olarak, 1980’li yılların ilk yarısından itibaren Türkiye bir yandan ekonomisini dışa kapalı ve ithal ikameci bir yapıdan dışa açık ve liberal bir ekonomiye dönüştürmeye çalışmış, bir yandan da finansal altyapı ve derinliğini artırma uğraşısı içinde olmuştur. Nitekim, izlenen bu politikaların sonucu olarak, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyetlerine başlamış, yine aynı yıl içerisinde bankalararası para piyasası (interbank) kurulurken, kamu borçlanma kağıtlarının birincil piyasası oluşturulmuştur. 1989 yılında Türk Lirasının konvertibl hale getirilmesi ile Türk ekonomisi uluslararası sermaye hareketlerine açılmıştır.

Yeni finansal piyasaların kurulması ile fon ihtiyacı olan birimler ile fon fazlası sahibi birimler arasında aracılık işlevi gören mekanizma sayısı çeşitlilik kazanırken, bu piyasalar izleyen yıllarda hızlı bir gelişim göstermiştir.

Finansal piyasalardaki gelişim ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunduğuna yönelik akademik yazında büyük ölçüde bir uzlaşma olmakla birlikte, bu

ilişkinin yönü ile sermaye piyasası veya banka ağırlıklı finansal sistemlerden hangisinin ekonomik büyümeyi daha anlamlı etkilediği konularında yazında tam bir uzlaşa sağlanamamıştır.

Türkiye'nin mali liberalizasyonu tamamladığı dönemden bu güne kadar finans sektörünün gösterdiği gelişimin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerindeki etkisi az sayıda akademik çalışmaya konu edilmiştir. Bu konudaki çalışmaların pek çoğu ise, bankacılık sistemindeki gelişim referans alınarak gerçekleştirilmiş, sermaye piyasası gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşim ve bu iki değişken arasındaki ilişkinin yönü bir araştırma konusu olarak ihmal edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, analitik bir çerçeve içinde hisse senedi piyasası ile özel sektör yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıların incelenmesi ve özellikle hisse senedi piyasasının ekonominin uzun dönem büyüme performansı üzerindeki etkilerinin tespit edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda, akademik yazındaki tartışmalar da dikkate alınarak, hisse senedi piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü de Türkiye örneği çerçevesinde belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu çerçevede birinci bölümde, Türkiye'de finansal sistemin genel bir profili çizilerek sermaye piyasalarının bu profil içindeki yeri netleştirilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde özellikle ekonomi yazınından faydalanılarak finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelendiği geniş bir yazın taraması sunulmuştur. Üçüncü bölümde, tez çalışmasında kullanılan ampirik yöntem ve verilerin tanıtımı yapılarak analizler gerçekleştirilmiştir.

BÖLÜM 1

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEMİN GENEL PROFİLİ

1.1. Türk Mali Sisteminin Genel Görünümü

1980’lerden önce ithal ikameci ve dışa kapalı bir ekonomik yapıya sahip olan Türkiye, 1980’li yıllarda uygulamaya konulan ekonomi politikaları ile farklı bir görünüm kazanmaya başlamıştır. Türkiye ekonomisinin dışa açık liberal bir ekonomi kimliğine kavuşabilmesi amacıyla dış ticaret, mali piyasalar ve sermaye hareketleri önündeki engeller, 1980-1990 dönemini kapsayan zaman aralığı içerisinde kaldırılmıştır. Bu bağlamda, 1980-1990 döneminde özellikle üç tarih dikkat çekicidir. 1980 yılında faiz hadleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılırken, 1984 yılında döviz alım-satım serbestisi getirilmiş ve 1989 yılında ise sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılarak Türk Lirası konvertibl bir para birimi haline getirilmiştir.

1980’li yıllarda uygulanan mali serbestleşmeye yönelik bu politikalar neticesinde Türk mali sistemi gerek kurumsal ve gerekse ürün bazında çeşitlenmiş ve derinlik kazanmıştır. Ayrıca, bu gelişen mali sistem içerisinde yer alan aktörlerin kurumsal olarak konumlandığı piyasalar para ve sermaye piyasaları olarak belirginleşmiştir.

Bu çerçevede Türk mali sisteminin iki alt bileşeni bulunmaktadır. Bu bileşenlerden ilkinin “para piyasaları” oluştururken, diğerini “sermaye piyasaları” oluşturmaktadır. Para piyasası kısa vadeli likidite ihtiyacı olan ekonomik birimlerle likidite fazlası olan birimlerin karşılaştığı piyasalar iken, sermaye piyasaları fon arz ve talebinin uzun vadeli karşılaştığı piyasalardır.

Para ve sermaye piyasalarında yer alan kurumsal yapılanma son yıllarda önemli bir çeşitlenme göstermiştir. Nitekim; 1980’li yıllardan önce finansal kiralama, faktoring, menkul kıymet yatırım fonları gibi finansal aktörler mali sistem kurumu olarak faaliyet göstermez iken günümüzde herbiri farklı işleve sahip uzmanlaşmış finansal kurumlar mali sistemimizde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Bu çerçevede 2005 yıl sonu itibarıyla; mali sistemde faaliyet gösteren kurumların sayısal kompozisyonu incelendiğinde, bankacılık sisteminde 3 adedi kamu, 17 adedi özel, 13 adedi yabancı, 4 adedi katılım, 13 adedi kalkınma ve yatırım ve 1 adedi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesinde olmak üzere toplam 51 adet bankanın bulunduğu görülmektedir. Aynı dönemde sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren şirket sayısı 49 adet olarak gerçekleşirken, finansal kiralama şirketlerinin sayısı 84, faktoring sektöründe faaliyette bulunan şirket sayısı 88 ve menkul kıymet aracı kurumlarının sayısı 108 olarak gerçekleşmiştir.¹

Mali sistemimizde gerek kurum ve gerekse ürün çeşitliliğindeki artışa karşın, mali sistemdeki hakim unsur, bankacılık sektörü olarak görülmektedir. Tablo.1.1’de de sunulduğu gibi 2005 yıl sonu itibarıyla bankacılık sisteminin toplam mali sistem içindeki ağırlığı yüzde 51,4 olarak gerçekleşirken, mali sistemden TC

¹ Söz konusu veriler BDDK (2006) yayınından derlenmiştir.

Merkez Bankası ve İMKB bünyesindeki şirketlerin piyasa değeri ayrı tutulduğunda aynı oran yüzde 85,5'e yükselmektedir.

Tablo 1.1:Türk Mali Sektörünün Büyüklüğü ve Kompozisyonu

	Aktif Toplamı		Yüzde Dağılım			Yüzde
	Milyon YTL	Milyar ABD Doları	TCMB Dahil	TCMB Hariç	İMKB Piy. Kap. Hariç	Varlıklar/ GSYİH
Bankalar	396.967	295,6	51,4	58,2	85,5	81,3
Katılım Bankaları	9.945	7,4	1,3	1,5	2,1	2,0
Sigorta Şirketleri	5.574	4,2	0,7	0,8	1,2	1,1
Finansal Kiralama Şti.	6.708	5,0	0,9	1,0	1,4	1,4
Faktoring Şirketleri	4.691	3,5	0,6	0,7	1,0	1,0
Menkul Kıy. Ara. Kur.	2.341	1,7	0,3	0,3	0,5	0,5
Emeklilik Şirketleri	4.234	3,2	0,5	0,6	0,9	0,9
Menkul Kıy. Yat. Fon.	29.374	21,9	3,8	4,3	6,3	6,0
Tüketici Finansman Şti.	1.769	1,3	0,2	0,3	0,4	0,4
Gayrimenkul Yat. Ort.	2.209	1,6	0,3	0,3	0,5	0,5
Menkul Kıy. Yat. Ort.	488	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
İMKB Piyasa Kap.	218.318	162,6	28,3	32,0	-	44,7
TC Merkez Bankası	90.070	67,1	11,7	-	-	18,5
Toplam	772.688	575,4	100,0	100,0	100,0	158,3

Kaynak: BDDK (2006: 21)

Aktif büyüklüklerinin yanı sıra mali sistem tarafından sunulan ürünlerin arz ve talep yönlü gelişimi irdelendiğinde de bankacılık sektörünün hakimiyeti dikkat çekicidir.

1.2. Türk Mali Sisteminin Arz Yönlü Gelişimi

Finansal sistemin arz yönlü gelişimi piyasalarda alıcaklılık veya ortaklık hakkı tesis eden ürünlerdeki gelişimi ifade etmekte olup; şirketler kesiminin finansman tercihleri ile doğrudan ilgilidir. Şirketler kesiminin faaliyetlerini doğrudan (öz kaynak, hisse senedi ve tahvil ihracı vb.) veya dolaylı finansman araçları (banka

kredisi, ticari borçlar vb.) ile finanse ettiği dikkate alındığında, bankacılık sistemi tarafından arz edilen kredilerin şirketler kesimi açısından önemli bir finansman kaynağı olduğu gözlenmektedir. Nitekim mevduat bankası özel sektör kredileri ile hisse senedi ve diğer finansman araçları başlığı altında toplulaştırılan şirketler kesimince ihraç edilmiş özel kesim tahvil ve bonolarının milyon ABD Doları cinsinden özetlendiği Tablo.1.2 incelendiğinde mali sistemin arz ettiği ürün kompozisyonu içinde banka kredilerinin ağırlığı dikkati çekmektedir².

Tablo 1.2: Mali Sistemdeki Araçların Arz Yönlü Gelişimi
(Milyon ABD Doları)

Dönemler	Özel Sektöre Açılan Mevduat Bankası Kredileri	Mevduat + Kalkınma Bankası Kredileri	Mevduat ve Kalkınma Bankaları Toplam Varlıklar	Hisse Senedi Nominal Sermaye	Diğer Finansman Araçları
1970-75	4,566.5	6,266.2	-	-	-
1976-80	10,458.6	14,799.1	-	-	-
1981-85	9,566.3	11,365.3	-	-	-
1986-90	15,056.4	16,814.7	49,595.6	2,799.4	345.6
1991-95	22,059.5	24,234.0	78,538.1	5,981.0	167.5
1996-00	34,314.6	36,284.8	137,264.5	7,692.6	17.6
2000	29,992.9	31,648.1	161,126.2	11,009.7	-
2001	21,084.1	22,586.9	130,970.2	8,581.6	-
2002	16,823.2	18,313.3	134,818.5	8,750.5	-
2003	24,041.0	25,687.8	159,286.6	12,061.2	-
2004	35,271.8	37,169.0	204,814.8	17,707.7	-

Kaynak: DPT, TCMB, SPK

Tablo.1.2'nin detaylı incelemesinde ise mevduat ve kalkınma bankalarının özel sektöre kullandığı kredilerin 1970-2000 döneminde göreceli olarak istikrarlı

² Tablo.1.2'de ilk iki sütunda özetlenen veriler DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004) yayınında yer alan Tablo.4.4'den alınırken, mevduat ve kalkınma bankaları toplam bilanço büyüklüğü ve ABD Doları döviz alış kuru TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden alınmıştır. Son iki sütunda sunulan veriler ise Sermaye Piyasası Kurulu 2005 Aralık Aylık Bülteninde bulunan Tablo II.3'den derlenmiştir.

bir artış eğilimi izlediği buna karşın, 2000 yılı Kasım ve 2001 Şubat ayında yaşanan ekonomik krizlerin ardından kredi pazarındaki hızlı daralmaya bağlı olarak bu büyüklüğün 2001 ve özellikle 2002 yıllarında önemli bir gerileme gösterdiği gözlenmektedir. Mevduat ve kalkınma bankaları toplulaştırılmış bilançosunun gelişimi irdelendiğinde ise yaşanan krizlerin bankacılık sistemi üzerinde yarattığı olumsuz etki daha iyi anlaşılabilir. 2000 yılı itibariyle mevduat ve kalkınma bankalarının toplam aktifleri 161 milyar ABD Doları civarındayken krizlerin ardından 2002 yıl sonu itibariyle söz konusu aktifler 134,8 milyar ABD Doları düzeyine gerilemiştir.

Bankacılık sisteminde kriz döneminde yaşanan bu gerilemeye karşın Türk Mali Sistemi içinde bankacılık sisteminin ağırlığı kayda değerdir. Sermaye piyasasından elde edilen kaynaklar gelişme eğilimi göstermekle birlikte bankacılık sektöründen sağlanan kaynakların yanında sınırlı kalmaktadır. Bununla birlikte 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler şirketler kesiminin hisse senedi piyasasından elde ettiği kaynakları sınırlı ölçüde etkilemiştir. Nitekim özellikle 2000 yılında gerçekleşen yoğun birincil halka arzların etkisiyle³ hisse senedi nominal sermaye tutarı 11 milyar ABD Dolarına kadar yükselirken, krizin derinleştiği 2001 ve 2002 yıllarında bu büyüklük sırasıyla 8,6 ve 8,8 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Tablo.1.2'den de anlaşılacağı gibi Türkiye'deki sermaye piyasasının bir ayağı işlememektedir. Şirketler kesiminin tahvil gibi doğrudan borçlanma araçları ile elde ettiği kaynak, son dönemde sıfırlanmıştır. Bu dünyadaki genel eğilimin aksine bir davranış sergilemektedir. Nitekim gelişmekte olan piyasalarda şirketler kesiminin finansman davranışlarına yönelik son eğilimler incelendiğinde şirketlerin tahvil ihraçlarında belirgin

³ 2000 yılında birincil piyasada halka arz yoluyla toplam 2,8 milyar ABD Doları tutarında kaynak yaratılmıştır. Daha detaylı bilgi için bkzn. http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm

bir artış olduğu, buna karşın, banka kredisi kullanımı ve hisse senedi ihraçlarında durgunluk ve hatta gerilemelerin yaşandığı gözlenmektedir (IMF, 2005 Nisan: 92). Söz konusu duruma diğer bir çalışmada da değinilmiştir. Yalçın, Çulha ve Özlü (2005: 39), Türkiye’de şirketler kesiminin finansman yapısının diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı olduğuna vurgu yaparken, Türkiye’de tahvil ihracı vasıtasıyla finansmanın olmaması ve şirketler kesiminin ticari borçlarındaki büyüklüğe dikkati çekmiştir.

Tablo1. 3: Türkiye’de ve Dünyada Firmaların Mali Kaynakları

(Toplam Yükümlülük İçindeki Paylar, Yüzde)

	Banka Kredileri	Tahvil	Özsermaye + Hisse	Ticari Kredi
G-7 Ülkeleri	0,23	0,08	0,63	0,06
Yükselen Ekonomiler	0,27	0,21	0,40	0,14
Türkiye	0,30	0,00	0,43	0,27

Kaynak: Yalçın, Çulha ve Özlü (2005: 39)

Tablo.1.3’de de işaret edildiği gibi Türkiye’de şirketler kesiminin ticari kredileri toplam yükümlülükler içinde ciddi bir paya sahiptir. Söz konusu durum şirketler kesiminin mali sistem ile ilişkiye girmeden alternatif bir kredi kanalı yarattığına işaret etmektedir. Nitekim, bu konuda kapsamlı bir inceleme içeren Türkan (2004:34), şirketler kesiminin kendi arasında oluşturduğu bu alternatif kanalı yarı-resmi (vadeli çek ve ticari senet kullanımı) ve resmi olmayan kredi kanalı (senetsiz ticari alacaklar) olarak tanımlamakta ve bankacılık sistemi kredileri ile yarı-resmi ve resmi olmayan kredi kanallarının toplamından oluşan makro kredi kanalının milli gelir içindeki payının yüzde 48,9’a ulaştığına işaret etmektedir. Türkan, aynı çalışmada resmi kredi kanalı dışında alternatif kanalların ortaya çıkmasının Merkez Bankası para politikası uygulamalarında etkinliği azaltabileceği gibi ekonomide kayıtdışılığı da özendirebileceğinin altını çizmiştir (Türkan, 2004:24 ve 30).

Bu genel tablo çerçevesinde, yukarıda ifade edilen olumsuzluklara ilave olarak, şirketler kesiminin sermaye piyasalarında doğrudan borçlanma araçları ile faaliyetlerini finanse etmekten kaçınarak, alternatif kredi kanallarına başvurması genelde mali sistemin özel de ise sermaye piyasalarının arz yönüyle gelişimini engelleyen bir unsur olarak değerlendirilmelidir.

1.3. Türk Mali Sisteminin Talep Yönlü Gelişimi

Mali sistem de sunulan ürünlere olan talebin kaynağı gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışı tasarruflardır. Söz konusu tasarruflar, tasarruf eden birimin niteliğine göre bireysel ve kurumsal tasarruflar olmak üzere iki grupta toplanabilir. Bireysel tasarruflar hanehalklarını içerirken, kurumsal tasarruflar; bireysel emeklilik şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları vb. birimleri kapsamaktadır. Gerek bireysel, gerekse kurumsal tasarruflar tasarruflarını mali sisteme borç olarak vermekte ve mali sistemin pasifleri bu tasarrufçu birimlerce oluşturulmaktadır. Tablo 1.4’de bazı OECD üyesi ülkelerin toplam ulusal tasarruflarının Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)’ya oran olarak yıllar itibarıyla gelişimi verilmiştir.

Tablo 1.4: Toplam Ulusal Tasarrufların GSYİH İçindeki Gelişimi

(Yüzde)

	1991-1995	1996-2000	2001	2002	2003	2004
Almanya	21.6	20.5	19.5	19.4	19.3	20.9
Yunanistan	19.3	17.1	16.6	15.9	16.9	17.2
İtalya	19.7	21.1	20.0	19.7	18.6	19.4
Japonya	32.1	29.1	26.6	25.7	26.4	--
Kore	36.8	35.3	31.6	31.2	32.6	34.8
Meksika	16.9	21.6	17.9	18.5	19.2	--
İspanya	21.3	22.5	22.1	22.9	23.4	22.4
Türkiye	18.8	18.7	12.6	18.7	18.9	--
ABD	14.7	17.4	16.1	13.9	13.1	13.0

Kaynak: OECD Economic Outlook (2005: 186)

Tablo.1.5’de ise tasarrufçu birimlerin tasarruflarını yönlendirdiği ve mali sistem açısından pasif karakterli ürünlerin yurtiçi hasıla içindeki gelişimi sunulmuştur. Bu çerçevede, tasarrufçu birimlerin tasarruflarını büyük ölçüde bankacılık sistemine mevduat olarak yönlendirdiği buna karşın, hisse senedi ve diğer özel sektörde çıkarılmış borçlanma araçlarına yönelik talebin sınırlı kaldığı gözlenmektedir. Nitekim mali sistemin büyük ölçüde parasal kaynağını gösteren ve vadeli, vadesiz yerli para ve döviz cinsinden mevduatlardan oluşan büyüklüğün 2004 yılı itibarıyla GSMH’ya oran olarak yüzde 42,4, buna karşın hisse senedi stoku için aynı oranın yüzde 6 civarında gerçekleştiği gözlenmektedir.

1990’lı yıllarda kamu mali disiplininde başlayan gevşeme ve bunun sonucunda devletin finansal piyasalar üzerinde artan baskısı ekonomik birimlerin portföy tercihlerinin belirlenmesinde de etkili olmuştur. Tablo.1.5’in de işaret ettiği gibi 1990’lı yıllara kadar tasarruf sahibi birimlerin talep ettiği kamu menkul kıymet stoku son derece sınırlı iken, 1990’lardan itibaren söz konusu menkul kıymetler ciddi bir artış eğilimi göstermiştir. Özellikle mali sistemin parasal kaynağına işaret eden geniş tanımlı para arzı $M2Y'ye(dolaşımdaki\ para + vadedeli/vadesiz\ YTL.mevduat + döviz\ cinsinden\ tutulan\ mevduat)$ oran olarak kamu menkul kıymetlerinin gelişimi incelendiğinde söz konusu tablo daha net olarak anlaşılmaktadır.

Kamu menkul kıymetlerinin içerdiği yüksek reel getiriler ve bu kıymetlerin düşük risk düzeyine sahip olması, özel sektör borçlanma araçlarının gelişimi üzerinde de olumsuz etkilerde bulunmuştur. Nitekim, ikinci bölümde daha detaylı tartışılmakla beraber, sermaye piyasası bünyesinde yer alan tahvil ve bono piyasası zaman içerisinde kamu menkul kıymetlerinin işlem gördüğü bir piyasa haline dönüşmüştür.

Tablo 1.5: Mali Sistemdeki Araçların Talep Yönlü Gelişimi

(Yüzde)

	Mevduat Bankası Toplam TL Mevduat / GSMH	Toplam Mevduat/ GSMH	Hisse Senedi Stoku / GSMH	Diğer Finansman Araçları / GSMH	Kamu Menkul Kıymetler Stoku / GSMH	Kamu Menkul Kıymetler Stoku / M2Y
1970-75	19.4	19.4	0.7	0.3	4.1	22.7
1976-80	16.6	16.6	0.8	0.5	4.3	28.3
1981-85	21.9	22.5	1.5	0.4	3.6	23.1
1986-90	20.1	26.3	2.9	0.5	6.6	35.5
1991-95	14.8	26.2	4.8	0.2	12.8	63.0
1996-00	22.2	41.8	4.1	0.0	24.5	67.7
2000	24.6	45.0	5.5	0.0	29.5	76.8
2001	25.0	58.8	5.9	0.0	68.9	125.2
2002	20.9	47.8	4.7	0.0	54.4	122.8
2003	21.9	41.7	5.0	0.0	54.5	141.7
2004	24.1	42.4	5.9	0.0	52.8	137.0

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı

Bu genel tablo çerçevesinde mali sistemimize özgü hususlar birkaç başlık altında özetlenebilir;

- (i) Türk Mali Sistemi bankacılık sektörü ağırlıklı bir yapıya sahiptir,
- (ii) Sermaye piyasası hızlı sayılabilecek bir gelişim göstermekle birlikte halen gelişmekte olan piyasa kimliğine sahiptir,
- (iii) Şirketler kesimi; sermaye piyasası bünyesinde yer alan doğrudan borçlanma pazarından (tahvil ve bono) tam olarak faydalanamamaktadır,

- (iv) Bu sürece bağılı olarak, şirketler kesimi mali sistem dışında alternatif kredi kanalları yaratmakta bu da finansal sistemin gelişimi üzerinde kısıtlayıcı bir rol oynamaktadır,
- (v) Şirketler kesiminin sermaye piyasasından yeterince faydalanamamasında kamunun mali sistem üzerindeki baskınlığı etkili olmaktadır.

1.4. Türk Mali Sisteminde Sermaye Piyasası ve Piyasanın Bileşenleri

Hisse senedi gibi ortaklık sağlayan ya da tahvil, finansman bonosu gibi alacaklılık sağlayan yatırım araçlarının alım-satımının gerçekleştirilmesi aracılığıyla, tasarruflardan girişimcilere kaynak aktarılan piyasalar, sermaye piyasası olarak nitelendirilmektedir. Bu çerçevede, sermaye piyasalarında işlem gören iki tür menkul kıymet bulunmakta olup; bunlardan ilki bir borçlanma aracı (tahvil) iken diğeri bir ortaklık hakkını temsil (hisse senedi) etmektedir. Daha açık ifadeyle tahvil; devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta veya uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttığı borç senetleridir. Hisse senedi ise; anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş menkul kıymetlerdir. Başka bir deyişle; hisse senedi ortaklık hakkı verirken, tahvil sadece bir alacak hakkı tesis etmektedir. Tahvillerin alınıp satıldığı piyasa “tahvil piyasası”, hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasa ise “hisse senedi piyasası” olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasalarının aracılık işlevini yerine getirebilmesi için üç farklı role sahip aktöre ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlar; (i) tasarruflarını bir yatırım aracı olarak menkul kıymetlere yönlendiren yatırımcılar, (ii) bu tasarrufları yatırıma

yönlendiren şirketler (girişimciler) ve (iii) yatırımcıların talepleri ve beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası alım-satım işlemlerini ve şirketlerin hisse senedi veya borçlanma senedi halka arzlarını gerçekleştiren aracı kuruluşlardır.

Bu genel çerçeve içerisinde; Türkiye’de sermaye piyasasının kurumsal yapılanması içinde yer alan aktörler ve bunların sayısal kompozisyonundaki gelişim Tablo.1.6’da verilmiştir.

Tablo 1.6 : Sermaye Piyasalarında Faaliyette Bulunan Kurumlar

	2002	2003	2004	2005
Aracı Kuruluşlar	169	161	154	149
- Aracı Kurumlar	121	117	112	108
- Bankalar	48	44	42	41
Kurul Kaydındaki Şirket Sayısı	629	631	626	625
- Hisse Senedi İşlem Gören Şirketler	301	298	307	315
Yatırım Fonları	282	292	300	343
- Yatırım Fonları	242	245	253	290
- Yabancı Yatırım Fonları	40	47	47	53
Yatırım Ortaklıkları	32	32	34	37
- Menkul Kıymet Yatırım Ort.	22	22	23	25
- Gayrimenkul Yat. Ortaklıkları	9	9	9	10
- Girişim Sermayesi Yat. Ort.	1	1	2	2
Portföy Yönetim Şirketleri	20	21	21	19
Bireysel Emeklilik Şirketleri	--	--	81	91
Bağımsız Denetim Şirketleri	78	80	83	91
Gayrimenkul Değerleme Şirketleri	--	6	6	9
Derecelendirme Kuruluşları	1	1	5	5

Kaynak: BDDK (2006:29)

Sermaye piyasaları temelde aracılık işlevini iki alt piyasa aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede; birincil piyasa diyebileceğimiz ilk piyasalarda hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç edenler ile tasarruf sahipleri doğrudan karşılaşmaktadırlar. Bu bağlamda, şirketlerin doğrudan hisse senedi halka

arzları ve borçlanma tahvilleri satışı birincil piyasalarda gerçekleşmekte ve şirketler, orta ve uzun vadeli fonları birincil piyasada temin etmektedirler.

İkincil piyasalar ise, menkul kıymetlerin likiditesini sağlayan piyasalardır. Başka bir ifadeyle; menkul kıymetlerin paraya dönüştüğü ve birincil piyasaların derinlik kazanmasını kolaylaştıran piyasalardır. İkincil piyasada, fonlar ve menkul kıymetler yatırımcılar arasında el değiştirirken, şirketlere kaynak girişi olmamaktadır.

1.5. İMKB Bünyesindeki Piyasa ve Pazarlar

Şirketler kesiminin finansman ihtiyacını farklı finansman araçlarıyla sağlamasını temin etmek amacıyla İMKB bünyesinde çeşitli piyasa ve pazarlar kurulmuştur. Bu çerçevede; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde üç ana piyasa ve bu piyasasalara bağlı alt pazarlarda hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı tahvilleri, yabancı menkul kıymetler ve diğer menkul kıymetler işlem görmektedir.

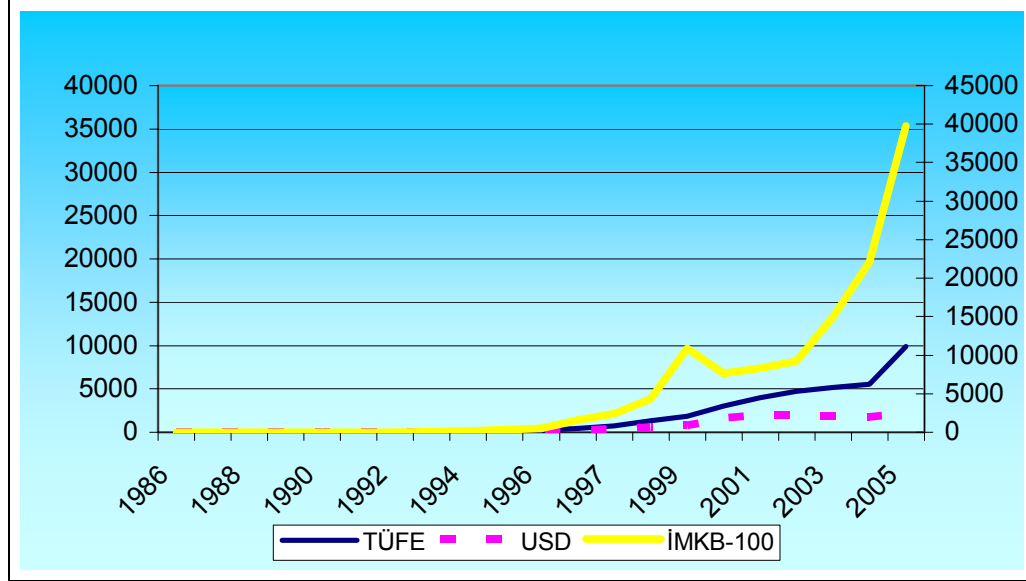
İMKB bünyesindeki piyasalar üç başlık altında sınıflandırılabilir. Bunlar;

- (i) İMKB Hisse Senetleri Piyasası
- (ii) İMKB Tahvil ve Bono Piyasası
- (iii) İMKB Uluslararası Pazar

Bu pazarlardan özellikle ilk ikisi aktif olarak faaliyetlerini sürdürmekte olup; kuruldukları ilk günden bu yana önemli bir gelişim göstermişlerdir.

1.6. İMKB’deki Gelişmeler

İMKB faaliyete geçtiği 1986 yılından bu yana hızlı bir gelişim göstermiştir. Gelişimin net olarak tablolaştırılabilmesi amacıyla, 1986=1 bazlı bir Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) oluşturulmuş ve söz konusu endeks Türkiye İstatistik Kurumu tarafından yayımlanan yıllık TÜFE enflasyonu ile ileriye doğru çekilmiştir. Elde edilen bu endeks işlem hacmi ve piyasa değerinin 1986 yılı fiyatlarıyla reelleştirilmesinde kullanılmıştır. Aynı zamanda İMKB 100 Bileşik endeksinin ABD Doları karşısındaki gelişiminin incelenebilmesi amacıyla 1986=1 bazlı ABD Dolar kuru ve İMKB 100 artış endeksleri oluşturulmuş ve Grafik 2.1’de söz konusu endeksler ile TÜFE endeksi birlikte verilmiştir (Sağ eksen İMKB 100 ve USD değerlerini gösterirken, sol eksen TÜFE gelişimine işaret etmektedir).



Grafik 1.1: İMKB –100 Bileşik Endeksi, TÜFE Endeksi ve ABD Dolarının Seyri

İMKB Hisse Senetleri Piyasasındaki tüm pazarlar dahilinde gerçekleşen işlem hacmi 1986-2005 döneminde reel olarak yıllık ortalama yüzde 56.4 oranında artış gösterirken, Grafik. 1.1’de de görüldüğü üzere İMKB 100 Bileşik Endeksindeki

artış gerek TÜFE enflasyonu ve gerekse ABD Dolar kuru artış oranının üzerinde bir seyir izlemiştir. Aynı dönemde borsada işlem gören şirket sayısı ise ciddi bir artış göstererek, 80'den 304'e yükselmiştir.

Tablo.1.7 yakından incelendiğinde, şirketlerin piyasa değerinin ekonomik kriz ve uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanma dönemlerine oldukça duyarlı olduğu dikkati çekmektedir. Nitekim, 1991 yılında yaşanan körfez krizi, 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz, 1998 yılında yaşanan Rusya krizi ve 2000 yılı Kasım ayında başlayan ve 2001 yılı Şubat krizi ile derinleşen ekonomik yapıdaki bozulmanın etkileri şirket piyasa değerleri üzerinde önemli daraltıcı etkilerde bulunmuştur. İMKB işlem hacmi gelişimi incelendiğinde ise, 2001 krizine kadar geçen dönem içinde İMKB hisse senetleri piyasası derinliği istikrarlı bir artış gösterirken, 2001 ve 2002 yıllarında hisse senetleri piyasasında gerçekleşen işlem hacmi dikkati çeken bir daralma göstermiştir.

Tablo 1.7: İMKB Hisse Senedi Piyasasında Gelişmeler

(Milyon YTL, Yüzde)

Dönemler	İşlem Hacmi		Piyasa Değeri		Kote Şirket	İşlem Gören Şirket Sayısı
	Cari	Reel	Cari	Reel		
1986	0.01	0.01	0.71	0.71	350	80
1987	0.10	0.06	3	1.93	414	82
1988	0.15	0.06	2	0.80	556	79
1989	2	0.49	16	3.89	730	76
1990	15	2.27	55	8.33	916	110
1991	35	3.10	79	6.99	1,092	134
1992	56	2.99	85	4.53	1,238	145
1993	255	7.95	546	17.02	1,284	160
1994	651	9.00	836	11.56	1,204	176
1995	2,374	18.64	1,265	9.93	922	205
1996	3,031	13.24	3,275	14.30	788	228
1997	9,049	19.85	12,654	27.76	743	258
1998	18,030	23.31	10,612	13.72	686	277
1999	36,877	28.24	61,137	46.82	319	285
2000	111,165	61.23	46,692	25.72	287	315
2001	93,119	30.43	68,603	22.42	278	310
2002	106,302	26.78	56,370	14.20	262	288
2003	146,645	31.21	96,073	20.45	265	285
2004	208,423	40.58	132,556	25.81	275	297
2005	269,931	48.79	218,318	39.46	282	304

Kaynak: İMKB, DPT

İMKB bünyesinde 17 Haziran 1991 tarihinde kurulan kesin alım-satım ve 17 Şubat 1993 tarihinde faaliyetine başlayan repo-ters repo pazarları ile İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bugünkü şeklini almış ve kurulduğu dönemden itibaren hisse senedi piyasasında olduğu gibi önemli bir gelişim göstermiştir. Bununla birlikte, İMKB tahvil ve bono piyasasının kurulduğu 1991 yılı, aynı zamanda kamu mali disiplininde gevşemenin hızlandığı bir dönemin başlangıcıdır. Nitekim, 1975-1990 döneminde kamu kesimi borçlanma gereği yıllık ortalama yüzde 5,5 olarak

gerçekleşirken, söz konusu oran 1991 yılında yüzde 10,1 düzeyine sıçramış ve izleyen yıllarda da (özellikle 1999 ve 2001) bu büyüklük yüksek düzeylerde kalmaya devam etmiştir (DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2004 : 70, Tablo.5.2).

Kamu mali disiplindeki bozulmanın etkisiyle İMKB Tahvil ve Bono piyasası kurulduğu andan itibaren kamu borçlanma araçları ile domine edilmeye başlamış ve özel sektörün borçlanma yoluyla bu piyasadan kaynak yaratabilme imkanı oldukça sınırlanmıştır. Nitekim, bankacılık sektöründe toplanan mevduat ile kamu özel kesim menkul kıymetlerinden oluşan toplam mali varlıklar içerisinde kamu kesimi menkul kıymetlerinin payı 1991 yılında yüzde 19,1 iken, 2004 yılı itibarıyla bu oran yüzde 52,2'ye yükselmiştir (DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2004 : 62, Tablo.4.8).

Tablo.1.8'de kesin alım-satım ve repo-ters repo pazarlarında gerçekleşen işlem hacimleri cari, ABD Doları ve 1986=1 TÜFE endeksine göre reel değerleri ile özetlenmiştir. 1991-2005 dönemi için kesin alım-satım pazarı işlem hacmi reel olarak yıllık ortalama yüzde 63,6 oranında artış gösterirken, repo-ters repo pazarında işlem hacmi 1993-2005 dönemi için yüzde 54,3 oranında artış göstermiştir.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki bu hızlı gelişimin nedenleri, 1990'lı yıllardaki istikrarsız makroekonomik yapıda aranabilir. Bu dönemde kamu mali disiplindeki bozulma ve kamunun borçlanma ihtiyacındaki artış, hızlı enflasyon artışına karşın, kamu borçlanma araçlarının reel getirisinin oldukça yüksek düzeylerde seyretmesine neden olmuş ve bu nedenle bir yatırım aracı olarak bu mali araçlara duyulan talep canlılığını korumuştur. Ayrıca, bu dönemde repo-ters repo işlemlerinin mevduat munzam karşılıklar ile disponsibilite yükümlülüklerine tabi

olmaması da mali kurumlar açısından ucuz maliyetli alternatif bir fon aracı olarak repo-ters repo işlemlerinin cazibesini artırmıştır.

Tablo 1.8: İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki Gelişmeler

	Kesin Alım-Satım Pazarı			Repo-Ters Repo Pazarı		
	Milyon YTL	Milyon USD	Reel	Milyon YTL	Milyon USD	Reel
1991	1	312	0.09	--	--	--
1992	18	2,406	0.96	--	--	--
1993	123	10,728	3.83	59	4,794	1.84
1994	270	8,832	3.73	757	23,704	10.46
1995	740	16,509	5.81	5,782	123,254	45.40
1996	2,711	32,737	11.84	18,340	221,405	80.11
1997	5,504	35,472	12.08	58,192	374,384	127.67
1998	17,996	68,399	23.26	97,278	372,201	125.74
1999	35,430	83,842	27.13	250,724	589,267	192.00
2000	166,336	262,941	91.62	554,121	886,732	305.21
2001	39,777	37,297	13.00	696,339	627,244	227.58
2002	102,095	67,256	25.72	736,426	480,725	185.50
2003	213,098	144,422	45.35	1,040,533	701,545	221.45
2004	372,670	262,596	72.56	1,551,410	1,090,476	302.08
2005	480,723	359,371	86.90	1,859,714	1,387,221	336.16

Kaynak: İMKB

Bu genel görünüm çerçevesinde, 1990'lı yıllarda hızla kötüleşen makroekonomik yapı ve ekonomik krizlere karşın İMKB'nin hızlı bir gelişim gösterdiği, ancak bu gelişime karşın, ekonomik yapıdaki kırılganlığın İMKB'nin kaynak aktarım mekanizması içerisindeki işlevine zarar verdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Özellikle reel sektörün yatırımlarının finansmanında tahvil ve bono piyasasını kullanabilmesi imkanı, 1990'lı yıllarda devletin finansman ihtiyacının ağırlaşması nedeniyle, oldukça sınırlanmıştır. Söz konusu durum 2000'li yılların ilk yarısında da geçerliliğini sürdürmektedir. Bununla birlikte, 1990'larda makroekonomik

yapıdaki tüm kırılganlıklara karşın hisse senedi piyasası, kaynakların reel sektör yatırımlarına yönlendirilmesinde göreceli olarak daha önemli bir işlev görmüştür.

1.7. İMKB'nin Dünya Borsaları İçindeki Yeri

İMKB faaliyete geçtiği 1986 yılından itibaren hızlı bir gelişim göstermekle birlikte halen gelişmekte olan bir piyasa kimliğine sahiptir. Nitekim, İMKB'nin katettiği mesafenin daha kolay anlaşılabilmesi amacıyla diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına ilişkin veriler dönem ortalamaları olarak Tablo.1.9'da verilmiştir. Bu çerçevede, dünyanın en gelişmiş borsası olma özelliğine sahip New York Borsası ile İMKB, piyasa kapitilizasyonu dikkate alınarak kıyaslandığında, İMKB'nin New York Borsasının ancak binde 6'sı düzeyinde bir hacime sahip olduğu gözlenmektedir.

Bununla birlikte, 1854 yılında kurulmuş olan Buenos Aires (Arjantin) Borsası ile kıyaslandığında İMKB'nin 20 yıl gibi kısa bir süre içerisinde önemli bir konuma geldiği dikkati çekmektedir.

Tablo 1.9 : Dünya Borsalarına Ait Çeşitli Göstergeler

(Milyar USD)

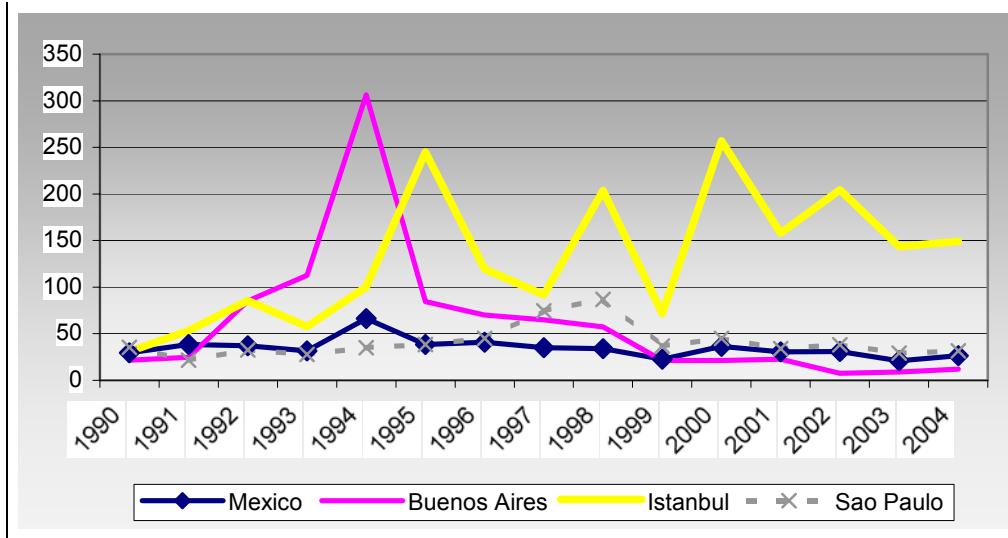
	Kayıtlı Şirket Sayısı			Kapitalizasyon			İşlem Hacmi		
	1990-1995	1996-2001	2002-2004	1990-1995	1996-2001	2002-2004	1990-1995	1996-2001	2002-2004
New York	1.971	2.611	2.322	3.998	10.000	11.017	2.069	7.942	10.540
Tokyo	1.772	1.960	2.222	3.068	2.916	2.860	854	1.373	2.297
Londra	2.484	2.423	2.784	1.068	2.274	2.394	801	3.128	4.260
Mexico	230	188	244	117	127	133	48	42	35
Buenos Aires	165	131	110	27	47	31	36	21	3
Sao Paulo	560	504	397	87	212	226	29	113	72
Atina	159	254	332	14	88	97	4	67	36
İstanbul	155	280	290	21	59	67	19	83	105
Kore	694	731	683	138	157	301	160	360	515
Malezya	395	734	907	137	144	155	62	78	49

Kaynak: World Federation of Exchanges

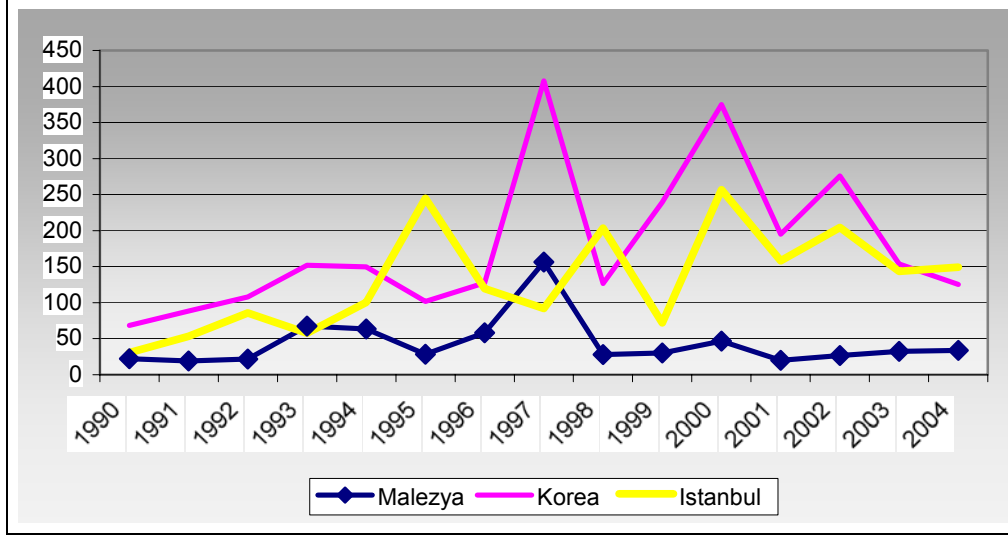
Diğer ülkelere ait piyasalar ile kıyaslandığında İMKB'nin diğer piyasalara göre oldukça likit bir piyasa olduğu dikkati çekmektedir. Nitekim İMKB hisse senedi piyasasının derinliğine işaret eden piyasa kapitalizasyonu göreceli olarak diğer piyasalara göre sınırlı kalmakla birlikte, gerçekleştirilen işlem hacmi bakımından pekçok gelişmekte olan ülke borsasının ilerisindedir. Nitekim bu gelişmesinde etkisiyle Grafik.1.2-1.4'de de gözlendiği gibi hisse senedi piyasası devir hızı, gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke borsasına göre yüksektir. İMKB hisse senedi piyasasında devir hızının yüksek olması bu piyasada yatırımcıların alım-satım işlemlerini kolaylıkla yapabildiğine ve işlem maliyetlerinin göreceli olarak diğer piyasalara göre daha düşük olduğuna yönelik kanıtlar sunmaktadır. Yazında da belirtildiği gibi hisse senedi piyasası likiditesinin yüksek olmasının tasarruf oranı ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi belirsizdir. Karlı yatırımların pek çoğu uzun dönemli bir taahhüt gerektirmesine karşın, yatırımcılar, genellikle, tasarruflarını uzun

vadeli yatırım araçlarına yönlendirmek istememektedir. Likit hisse senetleri piyasası ise uzun vadeli yatırımları bu anlamda daha az riskli hale getirmekte, uzun vadeli ancak karlı projeleri cazip kılmaktadır. Bununla birlikte bazı çalışmalarda da çok likit piyasaların yatırımcıların uzak görüşlülüğünü olumsuz etkileyerek potansiyeli yüksek olan yatırımlardan kısa dönemde çıkmalarına ve uzun vadeli taahhütlerde bulunmalarını olumsuz yönde etkilediğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla likiditesi yüksek piyasaların tasarruf oranı ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi söz konusu iki etkiden hangisinin daha ağırlıklı olduğuna bağlıdır (Levine, 1996).

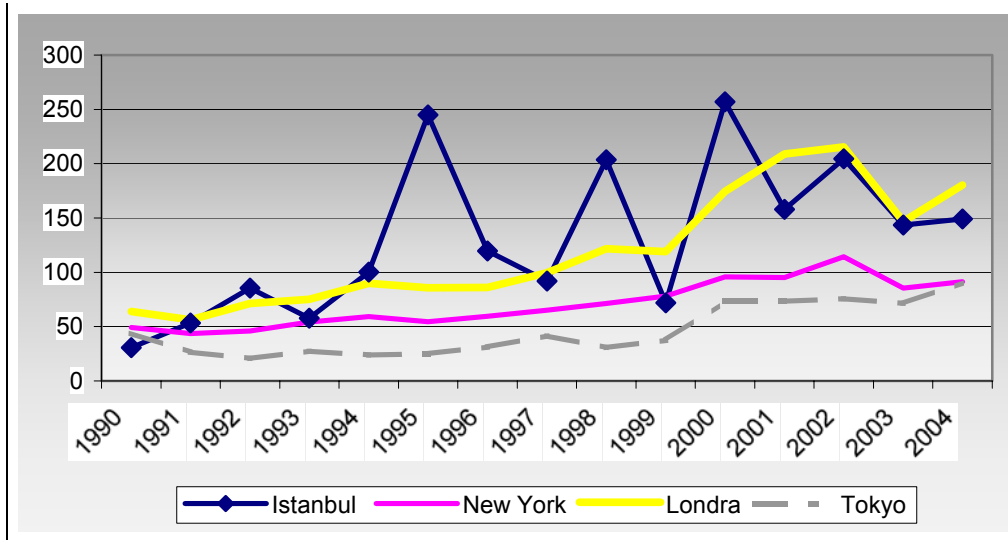
Çalışmanın 3. Bölümünde İMKB hisse senedi piyasası devir hızının özel yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri detaylı bir şekilde incelenmiştir.



Grafik 1.2: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Latin Amerika, Yüzde)



Grafik.1.3: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Güneydoğu Asya, Yüzde)



Grafik.1.4: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı (Gelişmiş Ülkeler, Yüzde)

BÖLÜM 2

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK, SERMAYE PİYASASI GELİŞMİŞLİĞİ VE EKONOMİK BÜYÜME BAĞLANTISINA İLİŞKİN YAZIN TARAMASI

Bu bölümde, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki bağı inceleyen yazın kapsamlı bir incelemeye tabi tutulmuştur. Yazın taraması iki başlık altında gerçekleştirilmiştir. İlk bölümde finansal gelişmişlik kavramı netleştirilirken, finansal piyasaların gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü ve finansal gelişimden ekonomik büyümeye giden kanallar gözden geçirilmiştir. İkinci bölümde ise sermaye piyasaları ve ekonomik büyüme bağlantısı üzerinde duran çalışmalar ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

2.1. Finansal Gelişim Nedir ve Ekonomik Büyümeyi Nasıl Etkiler?

Bilgi edinmenin maliyeti, sözleşmelerin yürütülmesi ve kaynakların tahsisi için gerekli aracılık işlemleri, belirli finansal araçların, piyasaların ve aracı kurumların doğumunu teşvik etmiştir. Bu çerçevede, istikrarlı ve geniş kabul gören değişim araçları işlem maliyetlerini azaltırken, ticaret gelişmekte ve buna bağlı olarak üretim sürecinde uzmanlaşma artmaktadır. Bunun yanısıra, “cazip gelire,

likidite ve risk karakteristiğine sahip finansal varlıklar, finansal biçimde tasarrufları teşvik etmektedir. Alternatif yatırımların değerlendirilmesi ve fon kullanıcılarının faaliyetlerinin izlenmesi ile finansal kurumlar, kaynakların etkin kullanımını iyileştirmektedir. Çeşitli finansal araçlara ulaşım, riskin toplulaştırılmasına, fiyatlanmasına ve değişimine imkan vermektedir.”(The World Bank,1990: 1).

Bu bağlamda, finansal sistemler temelde beş işleve sahiptir (Levine, 2004: 5);

- (i) Olası yatırımlar için önceden bilgi üretmek ve sermaye tahsis etmek,
- (ii) Yatırımları izlemek ve finansmanın sağlanmasının ardından kurumsal yönetim amacıyla çaba göstermek,
- (iii) Riski yönetmek, farklılaştırmak ve ticaretini kolaylaştırmak,
- (iv) Tasarrufları toplamak ve mobilize etmek,
- (v) Mal ve hizmetlerin değişimini kolaylaştırmak .

Tüm finansal sistemler kabaca bu beş işlevi yerine getirmekle birlikte, işlevlerin yerine getirilişindeki kalite ve nitelik ülkeler arasında farklılıklar gösterebilmektedir. Finansal sistemin işlevlerinin yerine getirilişindeki nitelik farklılıkları ise ülkelerin uzun dönem ekonomik büyüme performansını doğrudan etkilemektedir. Bu çerçevede finansal gelişme; finansal araç, piyasa ve aracı kurumların söz konusu beş işlevde iyileşme sağlayacak şekilde değişimini ifade etmektedir. Bu işlevlerin her birindeki iyileşmenin, tasarruf ve yatırım kararlarını ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir.

Söz konusu işlevlerdeki gelişmenin ekonomik büyümeyi hangi kanallar aracılığıyla etkilediği son dönemde ekonomi yazınında güncellik kazanan konulardan biri olmakla birlikte ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki bağlantıyı sorgulayan çalışmaların kökeni 20. yüzyılın başlarına kadar uzanmaktadır. Nitekim,

1911’de Joseph Schumpeter finansal aracların toplumun tasarruflarının nasıl kullanılacağına karar vermeleri nedeniyle ekonomik gelişmede önemli bir role sahip olduğunu iddia etmiştir (Beck, Levine, Loayza, 2000:1). Bu görüşe göre, finansal aracılık sektörü, tasarruf oranlarını değiştirmeden tasarrufların tahsisini değiştirmek suretiyle ekonomik gelişimi etkileyebilmektedir.

Bununla birlikte, ekonomik büyüme ve finansal gelişim arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü hakkında ekonomi yazınında tam bir uzlaş sağlanamamıştır. Diğer bir deyişle, ekonomik gelişimin mi finansal gelişime neden olduğu yoksa finansal gelişimin mi ekonomik büyümeyi tetiklediği konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Bu çerçevede, Nobel ekonomi ödülü sahibi Robert Lucas’ın (1988:6) görüşü kayda değerdir. Robert Lucas finansal gelişimin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin abartıldığını savunmaktadır. Nitekim, bazı ampirik çalışmalar da Lucas’ın bu görüşünü doğrulayan sonuçlara ulaşmıştır. Jung (1986) 56 ülkeye ait 1950-1980 dönemini kapsayan data seti ile gerçekleştirdiği Granger nedensellik analizlerinde ekonomik büyümenin finansal gelişime neden olduğu sonucuna varmıştır. Demetriades ve Hussein (1996); 16 ülkeye ait ve her bir ülke için 27 yıllık gözlem ile gerçekleştirilen ve zaman serisi analizleri (Granger Nedensellik, Eşbütünleşme ve VAR analizleri ile birlikte Maksimum Olasılık Yöntemi) kullanılan çalışmada, finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantıya ilişkin zayıf ip uçlarına ulaşmışlardır. Türkiye’nin de analizlere dahil edildiği çalışmada Türkiye için ekonomik büyümenin finansal gelişime neden olduğu sonucuna varılmıştır. Shan, Morris ve Sun (2001)’nın OECD ülkeleri ve Çin için 1980 sonrası dönemi içeren verilerle gerçekleştirdikleri zaman serisi analizleri (VectorAutoregression,VAR) nedensellik ilişkisinin yönünün ülkeden ülkeye

farklılık göstermesine karşın, finansal gelişmenin ekonomik büyüme performansını pozitif etkilediğine yönelik zayıf bulgular elde etmişlerdir. Buna karşın, finansal gelişimin ekonomik büyümeyi teşvik ettiğine yönelik gerek teorik ve gerekse ampirik çalışmalar da ekonomik yazında oldukça yoğundur. Nitekim, bu grup içerisinde değerlendirilebilecek olan King ve Levine (1993a) ve Levine, Loayza ve Beck (2000) gelişmiş bir finansal sistemin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

King ve Levine (1993a), 1960-1989 dönemini içeren ve 119 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke verisine dayanarak gerçekleştirdiği panel data analizinde finansal gelişim ile ekonomik büyüme, fiziki sermaye birikimi ve ekonomik etkinlikteki artış arasındaki bağlantıyı incelemiştir. King ve Levine (1993a) ekonomik büyüme ve finansal gelişim arasında güçlü bir ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca bu çalışmanın sonuçlarına göre, gelişmiş bir finansal sistem gerek içinde bulunulan dönemde ve gerekse gelecekte hızlı büyüme ve sermaye birikimine neden olurken, finansal gelişmişlik ekonomik etkinlikteki iyileşmeyi de pozitif yönde etkilemektedir. Levine, Loayza ve Beck (2000) güncel ekonometrik yöntemleri (çapraz kesit ve dinamik panel data) kullanarak yaklaşık 70 ülke için 1960-1995 dönemini kapsayan veri seti ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir bağlantının varlığına işaret etmektedir. Çalışmanın diğer önemli bir bulgusu ise; ülkeler arasındaki finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme performansı arasındaki farklılıkları açıklamada bu ülkeler arasındaki kreditorlere tanınan haklar, sözleşmelerin icrasını güçlendiren yasal zorlamalar ile uygulanan muhasebe sistemleri arasındaki farklılıkların önemli olduğudur.

Yazındaki bu görüş farklılıklarını açıklamada Patrick'in (1966:174,177) çalışması olası ip uçlarını vermektedir. Patrick; ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında iki farklı kalıp bulunduğunu ileri sürmüştür. Bu çerçevede, ekonomik gelişim yeni finansal araçlara talep doğurabileceği gibi (talep izleyici), özellikle büyümeyi hızlandıran sektörlerin teşvik edilebilmesi amacıyla yeni finansal kurumlar veya araçların oluşturulması ekonomik büyümeyi hızlandırabilmektedir (arz-öncü). Bu çerçevede ekonominin bulunduğu gelişim aşamasına göre bu kalıplardan hangisinin geçerli olacağı değişebilmektedir. Nitekim ekonomik gelişimin ilk aşamalarında belirli sektörlerin teşvik edilebilmesi için özellikle devletin sahipliğindeki finansal kuruluşlardan faydalanabilmirken, ekonomik gelişimin daha sonraki aşamalarında yeni finansal araçlara duyulan ihtiyaç yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Yazındaki bu görüş farklılıklarına değindikten sonra, finansal gelişimin ekonomik büyümeyi hangi kanallar aracılığıyla etkilediği sorusuna dönecek olursak, Pagano (1993: 614) üç farklı kanalın varlığına işaret ederek bu soruya cevap vermektedir. Bu çerçevede finansal gelişim ekonomik büyümeyi; (i) yatırımlara yönlendirilen tasarrufların oranını, (ii) sermayenin marjinal verimliliğini ve (iii) özel tasarruf oranını artırmak suretiyle ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Tasarrufların yatırımlara dönüşümünde finansal kurumlar verdikleri hizmetin karşılığı olarak topladıkları tasarrufun belirli bir oranına el koymakta ve kalan kısmı yatırımlara yönlendirmektedir. Finansal gelişim tasarruflardaki bu sızıntıyı azalttığı ölçüde ekonomik gelişimi olumlu yönde etkilemektedir. Diğer önemli kanal ise finansal sektörün tasarruf edilen fonları sermayenin marjinal ürününün yüksek olduğu projelere yönlendirmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Finansal sistem,

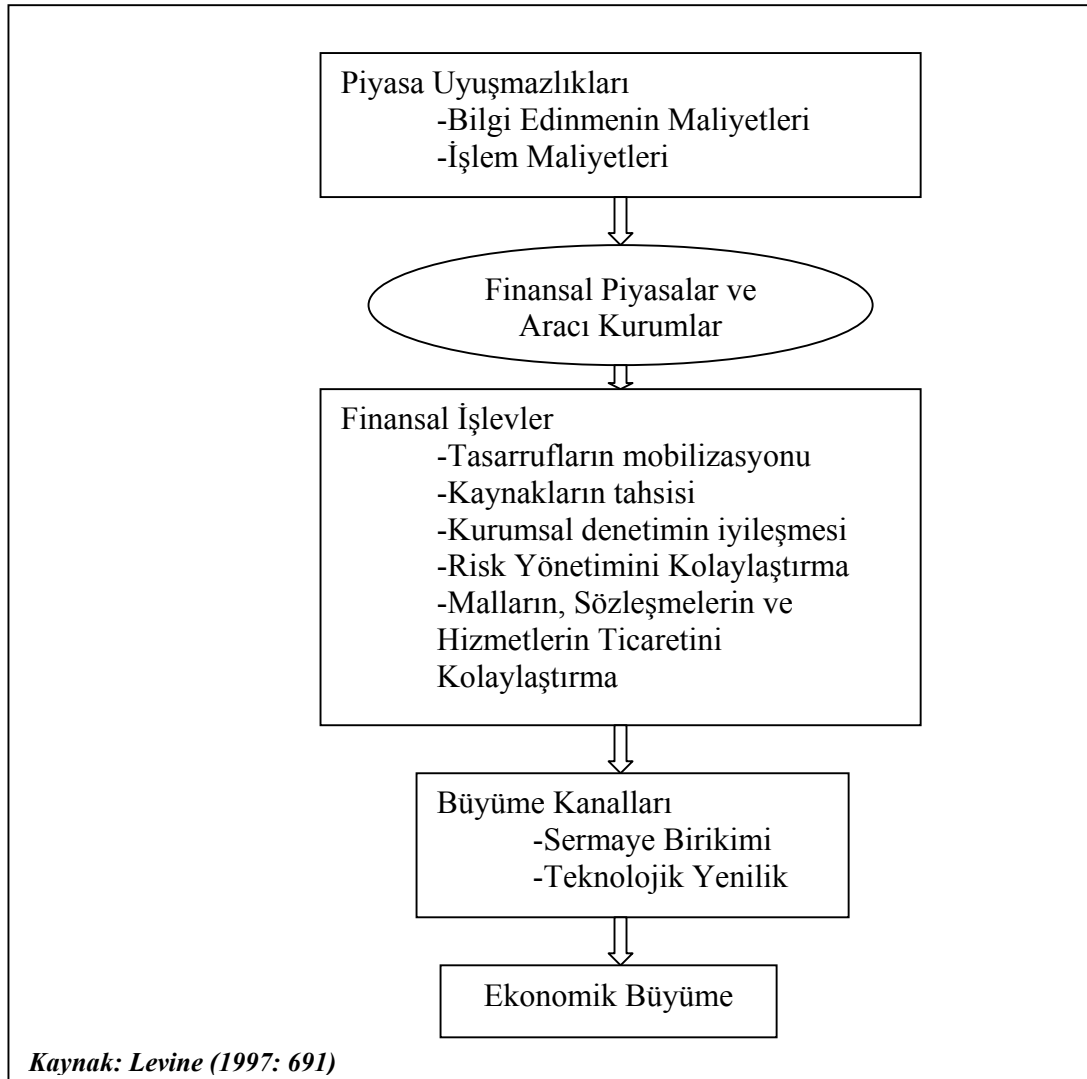
alternatif yatırım projeleriyle ilgili bilgileri derleyip değerlendirmek ve risklerin paylaşımı mekanizması ile getirisi ve riski yüksek projelerin gerçekleşmesini olanaklı kılması suretiyle sermayenin marjinal getirisini ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bunun yanısıra, finansal sistemdeki gelişim özel tasarruf oranlarını değiştirebilmekte ve sonuçta ekonomik büyüme performansını etkileyebilmektedir. Ancak finansal gelişimin tasarruflar üzerinde net bir etkiye sahip olacağı diğer iki kanal kadar net değildir. Finansal gelişim tüketim eğilimini artırarak bugünkü tasarruf oranını düşürebileceği gibi, hane halklarının karşılaşılabileceği olası gelir şoklarına karşı alternatif yatırım araçları ile risklerin gerçekleşmesine karşı sigorta mekanizması oluşturması nedeniyle tasarruf oranını artırabilmektedir. Dolayısıyla finansal gelişimin tasarruflar üzerindeki etkisi bu iki etkinin netleştirilmesi ile belirginlik kazanabilmektedir.

Levine (1997:691)'de ekonomi yazınındaki büyüme teorisindeki gelişmelerden yola çıkarak, finansal gelişimin ekonomik büyümeyi hangi kanallar aracılığıyla etkilediği üzerinde durmuştur. Bu bağlamda, finansal piyasaların her bir fonksiyonunun ekonomik büyümeyi etkileyebileceği iki kanala vurgu yapmıştır. Bunlar; (i) sermaye birikimi ve (ii) teknolojik yeniliktir. Finansal piyasalar; bilgi ve işlem maliyetlerini azaltarak sahip olduğu beş işlev aracılığıyla sermaye birikimi ve teknolojik yenilikleri teşvik etmekte ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.

Nitekim, King ve Levine (1993a), King ve Levine (1993b), Beck, Levine ve Loayza (2000), Xu (2000)' nun çalışmalarından elde edilen bulgular söz konusu kanalların önemine işaret etmektedir. King ve Levine (1993b), ekonomi yazınındaki son gelişmeler ışığında içsel büyüme modelleri çerçevesinde gerçekleştirdikleri

teorik çalışmalarında finansal gelişimin, girişimci aktiviteleri artırarak üretimde verimliliği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmanın geliştirdiği modelde finansal sistem, verimliliği dört değişik şekilde artırabilmektedir. İlk olarak, finansal sistem olası girişimcileri değerlendirerek bu girişimcilere ait projelerden en parlak olanını seçmekte, ikinci olarak, bu parlak projenin finansmanı için kaynakları yönlendirmekte, üçüncü olarak ise, yatırımcılar yenilik içeren bu projeye ait riski finansal sistem aracılığıyla farklılaştırabilmektedir. Son olarak, finansal sistem mevcut üretim tekniklerinden farklılık gösteren ve yenilik içeren bu projeye ait içerilmiş karları ortaya çıkarmaktadır.

Şekil.2.1: Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme



Beck ve diğerlerinin (2000), gerçekleştirdiği çalışmada 63 ülkeye ait ve 1960-1995 dönemini içeren veri seti ile gerçekleştirdikleri çapraz kesit ve dinamik panel data analizlerinde finansal aracılıktaki gelişme ile ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliğindeki artış arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Bir başka deyişle, yüksek düzeyde finansal gelişmişliğe sahip ülkelerin büyüme ve verimlilik artış oranı da yüksek olmaktadır. Çalışmanın diğer bir sonucu ise, finansal gelişmişlik düzeyini ölçmek için kullanılan farklı göstergelerin fiziksel sermaye birikimi ve tasarruflarla olan ilişkisi tutarlı sonuçlar vermemiştir. Böylece bu çalışmada finansal gelişimin özellikle verimliliği artırmak suretiyle ekonomik büyümeye olumlu bir katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Xu (2000), 1960-1993 dönemini kapsayan 41 gelişmekte olan ülkeye ait data seti ve VAR yöntemini kullanarak gerçekleştirdiği analizlerinde finansal gelişmenin ekonomik büyüme performansını önemli derecede etkilediği sonucuna ulaşırken, yatırım kanalının finansal piyasalardaki gelişimi ekonomik büyümeye aktarmada önemli bir kanal olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Finansal gelişim ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine yazındaki en güncel çalışmalardan biri ise Aghion, Howitt, Mayer-Foulkes (2005) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ekonomi yazınında son dönemde önemli ağırlık kazanan konulardan biri olan ülkeler arasındaki büyüme performansı farklılıklarının nedenleri ve yakınsama teorisindeki gelişmeler ışığında gerçekleştirdikleri bu çalışmalarında yazarlar kreditor koruması mükemmel olmayan çok ülkeli Schumpeterian büyüme modeli çerçevesinde geliştirdikleri analizlerinde, belirli bir kritik finansal gelişme düzeyinin üzerinde bulunan ülkelerin dünya teknoloji sınırına yakınsayacakları, bu kritik düzeyin altında kalan ülkelerin ise uzun dönem büyüme performansının düşük

gerçekleşeceği hipotezini sınamışlar ve hipotezin doğruluğu konusunda sağlam sonuçlar elde etmişlerdir. Çalışmada kullanılan data seti 71 ülkeyi içermekte olup, 1960-1995 dönemini kapsamaktadır.

Ekonomi yazınında finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki yoğun bir araştırmaya tabi tutulmasına karşın, söz konusu alanda Türkiye örneği çerçevesinde gerçekleştirilen çalışmaların sınırlı olduğu dikkati çekmektedir.

Bu çerçevede Türkiye örneği çerçevesinde dikkati çeken ilk çalışma Kar ve Pentecost (2000)'dur. Söz konusu çalışmada yazarlar, Türkiye için beş alternatif finansal gelişmişlik göstergesi oluşturmuşlar (Geniş Para Tanımı(M2Y)/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), Toplam Banka Mevduatı/GSYİH, Yurtiçi Kredi Hacmi/GSYİH, Özel Sektör Kredileri/GSYİH ve Özel Sektör Kredileri/ Yurtiçi Kredi Hacmi) ve bu göstergeleri kullanarak finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmada 1963-1995 dönemine ilişkin veri seti çerçevesinde, Granger tarzı nedensellik testinin yanısıra, Johansen eş bütünleşme testleri yöntem olarak kullanılmıştır. Bu bağlamda, banka mevduatı, yurtiçi kredi hacmi ve özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı şeklinde oluşturulan gelişmişlik göstergelerine göre Türkiye'de finansal gelişmenin talep-izleyici bir yapıya sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Başka bir deyişle, söz konusu gelişmişlik göstergeleri çerçevesinde ekonomik büyüme finansal gelişmeye neden olmaktadır. Bunun yanısıra özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredi hacmine oranı referans alınarak oluşturulan göstergeye göre ise finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Son olarak, geniş para arzının GSYİH'ya oranı şeklinde oluşturulan finansal gelişim göstergesinde ise finansal gelişimin arz-öncü bir yapı sergilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu çerçevede

yalnızca bu göstergede finansal gelişim ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Elde edilen bu veriler çerçevesinde yazarlar Türkiye örneğinde finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi yönünden kesin bir kestirimde bulunulamayacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Ünalınış (2002)'de Kar ve Pentecost (2000) çalışmasındaki benzer yöntemleri kullanarak 1970-2001 dönemini içeren yıllık Türkiye verileriyle finansal gelişim ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmiştir. Ünalınış (2002) Kar ve Pentecost (2000)'un kullandığı finansal gelişmişlik göstergelerini referans almakla birlikte rasyoların hesaplanmasında GSYİH yerine Gayrisafi Milli Hasılayı (GSMH) kullanmıştır. Elde edilen sonuçlar, özel sektöre açılan kredilerin toplam yurtiçi kredilere rasyosu dışındaki tüm göstergelerde finansal gelişimin ekonomik büyümeye neden olduğu (arz-öncü) hususunun altını çizirken söz konusu gösterge için analiz sonuçları ekonomik büyümenin finansal gelişime neden olduğuna (talep-izleyen) işaret etmektedir. Yine aynı finansal gelişmişlik göstergesi dışındaki tüm göstergeler için, uzun dönemde finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişkinin olduğuna dair önemli ip uçları elde edilmiştir.

Türkiye ekonomisi verilerine dayanarak yapılan güncel çalışmalardan biri olan Duvan ve Yurtoğlu (2006) ise 1970-2004 dönemini kapsayacak şekilde VAR yöntemi ve etki-tepki analizlerini kullanarak finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Yazarlar, yazındaki diğeri çalışmaları ışığında Türkiye'de finansal gelişmişliği ölçebilmek için dört gösterge oluşturmuştur. Bu çerçevede; (i) mevduat bankalarındaki mevduat/GSYİH, (ii) net yurtiçi kredi hacmi/GSYİH, (iii) özel sektöre açılan krediler/GSYİH ve son olarak (iv) özel sektör kredileri/mevduat bankalarındaki mevduat, finansal gelişmişlik göstergesi olarak

hesaplanmıştır. Yazarlar; finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı kısa ve uzun dönem olmak üzere iki alt başlık altında incelemiştir. Elde edilen sonuçlar kısa dönemde ilk gösterge haricindeki tüm finansal gelişim göstergelerinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğuna işaret ederken uzun dönemde tüm finansal gelişim göstergeleri ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Bu çalışmanın diğer önemli bir sonucu ise mevduatlar/GSYİH dışındaki finansal gelişmişlik göstergesi arz-öncü bir davranış sergilerken, söz konusu gelişmişlik göstergesi talep-izleyen bir yapıya sahiptir. Başka bir ifadeyle, mevduatları referans alarak oluşturulan finansal gelişim göstergesine ilişkin sonuçlar ekonomik büyümenin finansal gelişimi teşvik ettiğini işaret ederken, diğer göstergelerin finansal gelişim için temel alınması halinde ise finansal gelişimin ekonomik büyümeyi tetiklediği sonucuna ulaşılmaktadır. Elde edilen bu sonuç teorik beklentilerle de tutarlıdır. Mevduat/GSYİH rasyosu ekonomik birimlerin tasarruf kapasitesini gösteren bir ölçüt olması nedeniyle, gelirdeki artışın tasarruflardaki artışa öncü olması teorik beklentiyle de uyumludur.

Türkiye örneği çerçevesinde gerçekleştirilen diğer güncel ve özgün bir çalışma ise Yalçın, Çulha ve Özlü (2005) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma diğer bahsi geçen çalışmalardan farklı olarak firma düzeyinde veri seti ve panel data yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Merkez Bankası sektör bilançolarından 3900 firma için derlenen ve 1995-2003 dönemini kapsayan gözlem aralığı ile Türkiye örneği çerçevesinde firmaların finansman yapısı ve bunun firma satışları üzerindeki etkilerinin belirlenebilmesi açısından son derece önemli analizler içeren bu çalışma, küçük ve gelişmekte olan firmaların banka kredileri aracılığıyla finansman imkanına ulaşma yeteneklerinin sınırlı olduğu, bu durumu ikame edebilmek için ise söz konusu

firmaların ticari kredi kanalına başvurdukları sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, büyük firmaların banka kredilerine ulaşabilme imkanının yüksek olması nedeniyle ticari kredilerin bu gruptaki firmalar için daha az öneme sahip bir finansman kanalı olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca, orta büyüklükteki firmalar ile borsada işlem gören firmaların varlıklarındaki reel artışın, ticari kredilerin kullanımını önemli ölçüde düşürdüğü tahmin edilmiştir. Bu çalışmanın diğer önemli bir sonucu ise Merkez Bankası para politikası ile doğrudan ilgilidir. Daraltıcı para politikası uygulamaları banka kredilerini sınırlandırmakta ve ticari kredi kullanımını artırmaktadır. Bununla birlikte para politikasındaki daralmaya bağlı olarak büyük, yüksek teknoloji firma gruplarının kullandığı banka kredilerindeki daralma göreceli olarak sınırlı kalmaktadır. Tüm firmalar bazında genel bir değerlendirme yapıldığında ise elde edilen sonuçlar, mali derinlikteki artışın, firmaların daha ucuz ve yeterli kaynak sağlamalarına olanak sağladığı görüşünü destekler niteliktedir.

2.2. Sermaye Piyasası Gelişmişliği ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Ekonomi yazınında finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı inceleyen çalışmalara paralel olarak, sermaye piyasası ekonomik büyüme arasındaki ilişki de detaylı bir incelemeye konu edilmiştir. Özellikle, finansal sistemin yapısal özelliklerinden yola çıkarak, banka ağırlıklı finansal piyasalar ile sermaye piyasası ağırlıklı finansal piyasalardan hangisinin ekonomik büyüme üzerinde daha anlamlı bir etkiye sahip olduğu sorusuna cevap arayan bu çalışmalar, sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye de ışık tutmuştur. Bu çerçevede Filer, Hanousek ve Campos (1999:1) ve Levine (1996:7)'de belirtildiği

gibi sermaye piyasaları, ekonomik büyümeyi pekçok değişik mekanizma ile etkileyebilmektedir;

(i) Sermaye piyasaları ekonomik aktiviteyi likidite yaratmak suretiyle etkileyebilmektedir. Karlı yatırımların pekçoğu uzun dönemli bir taahhüt gerektirmektedir, fakat yatırımcılar tasarruflarını, genellikle, uzun dönemli bir yaklaşımla kontrol etmek istemezler. Bununla birlikte likit sermaye piyasaları, yatırımları daha az riskli hale getirerek uzun dönemli yatırımları daha cazip hale getirebilmektedir. Böylece uzun dönem sorununun aşılabilmesi ile pek çok karlı yatırım, kaynak tahsisinin bunlara yönelmesi ile hayata geçirilebilmekte ve özellikle ülkelerin uzun dönem büyüme patikası olumlu yönde etkilenebilmektedir.

(ii) Özellikle yeterli yurtiçi tasarruf yaratamayan düşük gelir grubundaki ülkelerin kalkınması için önemli olan yabancı sermayenin bu ülkelere gelmesinde, gelişmiş sermaye piyasaları yatırımlarının likidite imkanını artırarak yabancı sermayenin maliyetlerini hafifletmek suretiyle az gelişmiş ülkelerin tasarruf açığını kapatmaya yardımcı olabilmektedir.

(iii) Girişimcilerin yenilikçi projeleri hakkında sermaye piyasaları bilgi yaratabilmektedir.

(iv) Sermaye piyasaları, portföy farklılaştırmasını olanaklı kılarak, firmaların uzmanlaşmasını ve dolayısıyla etkinlik kazanımına imkan tanıyabilmektedir.

Sermaye piyasalarının yukarıda bahsi geçen mekanizmalar aracılığıyla ekonomik büyüme üzerinde kolaylaştırıcı bir rolü olduğuna dair görüşler bulunmakla birlikte, daha önce de ifade edildiği gibi bankacılık sistemi ve sermaye piyasalarından hangisinin ekonomik büyümeyi daha iyi teşvik ettiği hususunda farklı

görüşler bulunmaktadır. “19. yy’dan bu yana pekçok ekonomist, özellikle ülkelerin ekonomik gelişiminin ilk safhalarında ve kurumsal altyapının zayıf olduğu dönemde tasarrufların yönlendirilmesinde, iyi yatırımların seçilmesinde, şirket denetimlerinin kolaylaştırılmasında banka ağırlıklı finansal sistemlerin daha iyi sonuçlar verdiğini iddia ederken, yine pek çok ekonomist sermaye tahsisinde, risk yönetim araçlarının temininde, güçlü bankalarla ilgili sorunların hafifletilmesinde sermaye piyasalarının daha avantajlı olduğuna vurgu yapmaktadır (Levine, 2001:1)”. Gerçekten de teori, sermaye piyasası ile bankacılık sisteminin birbiriyle ikame edilebilirliği, tamamlayıcılığı veya birinin diğerine göre ekonomik büyümeyi daha rahat etkilediği konusunda farklı tahminlerde bulunmaktadır.

Boyd ve Prescott (1986), bankacılık sisteminin bilgi edinme zorluklarını ortadan kaldırarak kaynakların etkin kullanımına imkan tanınması nedeniyle kritik bir role sahip olduğunu iddia ederken, Stiglitz (1985), sermaye piyasalarının kaynak tahsisi sürecinde aynı etkiyi gösteremediğini ve kurumsal yönetişimin gelişiminde bankalar kadar etkili olmadığı görüşünü dile getirmiştir.

Buna karşın Allen ve Gale (2001), sermaye piyasalarının bankalarca kullanılan etkin olmayan tekелci gücü hafiflettiği ve özellikle yenilikçi projelere karşı bankaların muhafazakar tutumlarının aksine sermaye piyasalarının bu projeleri teşvik ettiği sonuçlarına ulaşmıştır. Farklı bir diğer çalışmada ise, Atje ve Jovanovic (1993), 94 ülkeye ait ve 1970-1988 dönemini kapsayan bankacılık sisteminin gelişmişlik göstergesi, özel sektöre açılan kredilerin GSYİH’ye oranı, ile kişi başı gelir artışı arasındaki ilişkiyi Greenwood ve Javanovic modeli çerçevesinde incelemiş ve bankacılık sisteminin büyüme üzerinde etkisiz olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yazarlar, aynı çalışmada 40 ülke için 1980-1988 dönemini kapsayan ve hisse senedi piyasası

işlem hacminin GSYİH'ye oranı ile ölçülen sermaye piyasası gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi bahsi geçen model çerçevesinde irdemişler ve sermaye piyasalarının ekonomik büyüme üzerinde bankacılık sisteminin aksine son derece etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yazındaki diğer bir görüş ise, uzun dönem ekonomik büyüme performansı üzerinde gerek bankacılık sisteminin ve gerekse sermaye piyasalarının pozitif etkiye bulunduğu ve bu sistemlerin birbirleriyle ikame edilemeyeceğidir. Levine ve Zervos (1998), 47 ülkeye ait 1976-1993 dönemini kapsayan veri seti kullanarak ve çapraz kesit yöntemi ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında, bankacılık sistemleri ve sermaye piyasalarının başlangıç gelişmişlik düzeylerinin ekonomik büyümenin gelecek dönem değerlerinin belirlenmesinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Diğer bir çalışmada, Beck ve Levine (2001), ise ekonometri yazınındaki son gelişmelerden yola çıkarak 40 ülke ve 1976-1998 dönemini içeren 146 gözlem ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında ise sermaye piyasası ve bankacılık sistemindeki gelişimin birlikte büyüme tahminleri üzerinde tutarlı sonuçlar verdiği bulgusuna ulaşmıştır.

Yazındaki bu farklı görüşlerin yanısıra, sermaye piyasaları gelişimi ile ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye örneği çerçevesinde inceleyen sınırlı sayıdaki çalışma da gözden geçirilmiştir. Bu çerçevede, Gürsoy ve Müslümov (2000) tarafından 1981-1994 gözlem aralığında ekonomik kalkınmanın değişik düzeylerinde bulunan Türkiye dahil 20 ülke için gerçekleştirilen çalışmada, sermaye piyasaları gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Granger nedensellik testi çerçevesinde incelenmiştir. Türkiye örneği için elde edilen sonuçlar kısa dönemde (2 yıl) sermaye piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasında Granger anlamında

herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamasına karşın, uzun dönemde (3 yıl) sermaye piyasalarındaki gelişimin ekonomik büyümenin istatistiki olarak Granger nedenseli olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla, bu çalışmanın bulgularına göre Türkiye için sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme arasında arz-öncü bir ilişki tahmin edilmektedir.

Diğer bir çalışmada, Müslümov ve Aras (2002), 22 OECD ülkesine ve 1982-2000 dönemine ait veri seti ile gerçekleştirilen Granger nedensellik testlerinde Türkiye'yi de örneklem seti içerisinde incelemiştir. Bu çalışmada sermaye piyasası gelişmişliğini ölçebilmek amacıyla sermaye piyasasına ait kapitilizasyon ve likidite göstergeleri kullanılmıştır. Her iki gösterge içinde genel olarak ekonomik büyüme ile sermaye piyasası arasında arz-öncü bir ilişki tespit edilirken, Türkiye örneği için Granger nedensellik anlamında istatistiki bir ilişki bulunamamıştır.

Yazındaki tüm bu çalışmalar çerçevesinde gerek finansal ve gerekse sermaye piyasası gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin dinamik bir ilişki olduğu ve ülkelerin içinde bulunduğu gelişme fazına göre farklı sonuçların elde edilebileceği kanısına ulaşılmıştır. Bununla birlikte, ülkelerin ekonomik büyüme performansının genelde finansal sisteminin ve daha özelde sermaye piyasalarındaki gelişmişlik düzeyinden etkilendiği düşünülmektedir. Bu bağlamda söz konusu ilişkinin Türkiye örneği çerçevesinde derinleştirilerek incelenmesi, bu alandaki çalışmalara katkıda bulunacağı gibi, Türkiye'de sürdürülebilir bir ekonomik büyüme performansının sağlanmasında sermaye piyasalarının rolünü de ortaya çıkaracaktır. Bu nedenle çalışmanın bundan sonraki bölümünde sermaye piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantı Türkiye örneği çerçevesinde ampirik yöntemlerle ele alınmıştır.

BÖLÜM 3

SERMAYE PİYASASI GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ, ÖZEL YATIRIM, EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Bu bölümde, Türk sermaye piyasasının özel yatırımlar ve ekonomik büyüme ile ilişkisi analitik bir çerçeve içinde değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda özellikle cevap aranan husus sermaye piyasalarındaki gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesidir. Başka bir ifadeyle, ekonomik büyüme mi sermaye piyasalarındaki gelişimi teşvik etmektedir, yoksa sermaye piyasalarındaki gelişim mi ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Bunun yanısıra özel yatırımların sermaye piyasaları ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimde etkin bir kanal olup olmadığı da sorgulanmaya çalışılmıştır. Bu amaç doğrultusunda ekonometrik yöntemlerden faydalanmak suretiyle, ekonomi yazınında genel kabul görmüş sermaye piyasası gelişmişlik göstergeleri ile özel yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki irdelenmiştir.

Bölümün ilk safhasında, çalışmada kullanılan veri seti ve ekonometrik yöntemler tanıtılırken, bu yöntemlerden elde edilen analiz sonuçları ilerleyen bölümlerde özetlenmiştir.

3.1. Veri Seti

Sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesine göstere olabilecek ölçütlerin tespitinde ekonomi yazınına başvurulmuş (Levine ve Zervos (1998), Levine (2001)) ve bu çerçevede ölçek ve etkinlik göstergesi olmak üzere üç rasyo oluşturulmuştur. Türk sermaye piyasasının ölçek göstergesi olarak, hisse senedi piyasası aracılık kapasitesinin belirli bir dönemde toplam mal ve hizmet üretimi içindeki payı hesaplanmıştır. Daha açık bir ifadeyle, hisse senedi piyasası kapitilizasyonunun Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) içindeki payı ölçek göstergesi olarak çalışmada kullanılmıştır. Piyasa kapitilizasyonu tanım itibarıyla, hisse senedi piyasasında işlem gören firmaların çıkarılmış nominal sermayelerinin hisse senetleri bazında fiyatlarını belirtmekte olup, sermaye piyasalarının kaynak aktarım işlevinin göreceli ağırlığının tespitinde önemli bir göstereyi teşkil etmektedir.

Hisse senedi piyasasının etkinliğini ölçebilmek amacıyla devir hızı rasyosu (dolanım hızı) analizde kullanılmıştır. Bu çerçevede İMKB hisse senedi piyasası işlem hacminin piyasa kapitilizasyonuna oranı dolanım hızı rasyosu olarak tanımlanmış ve böylece hisse senedi işlemlerinin hisse senedi piyasa ölçeği içindeki konumu belirlenmiştir.

Yüksek dolanım hızı rasyosu genellikle düşük işlem maliyetlerine işaret etmektedir (Levine, Zervos, 1998:540).

Yukarıda özetlenen rasyolara ilave olarak, Türkiye'nin kendine özgü koşulları da dikkate alınmış ve kamunun mali piyasalar üzerindeki baskınlığının kaynak dağılımına olan etkileri çalışmanın değişkenleri kapsamında incelenmiştir.

Bilindiği gibi sermaye piyasaları; hisse senedi ile tahvil ve bono piyasası olmak üzere iki piyasadan müteşekkil olup, şirketler kesiminin hisse senedi piyasası aracılığıyla finansal kaynaklara erişim kabiliyeti, kamunun mali kaynakları kendine yönlendirmesine bağlı olarak büyük ölçüde kısıntıya uğrayabilmektedir. Bu bağlamda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) hisse senedi piyasası işlem hacminin, tahvil ve bono piyasası işlem hacmi ile hisse senedi piyasası işlem hacmi toplamına oranı kamu mali baskınlık göstergesi olarak hesaplanmıştır.

Tahvil ve bono piyasasına ait işlem hacminin ise iki alt bileşeni bulunmaktadır bunlar: kamu menkul kıymetleri kesin alım-satım pazarı işlem hacmi ve repo ters repo piyasası işlem hacmidir.

Bilindiği üzere, gerek İMKB hisse senedi piyasası ve gerekse tahvil ve bono piyasası hisse senedi ve tahvil-bono gibi finansman araçlarının birincil piyasalarına derinlik kazandırmayı amaçlayan ikincil piyasaları teşkil etmektedir. Ancak, Türkiye'de 1980'li yılların ikinci yarısından başlayarak bozulan kamu finansman dengeleri kamunun finansal piyasalar üzerindeki ağırlığını artırmıştır. Bu çerçevede, İMKB bünyesindeki tahvil ve bono piyasası bir nevi kamu menkul kıymetlerine ait ikincil bir piyasa haline dönüşmüştür.

Çalışma kapsamında oluşturulan mali baskınlık rasyosu iki piyasa arasındaki göreceli derinliği göstermektedir. Söz konusu oranın yüksek olması, hisse senetlerine yönelik göreceli talebin daha yüksek olduğuna işaret ederken, aynı oranın

düşük olması kamu menkul kıymet talebinin nispi olarak daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Böylece her iki piyasa arasındaki göreceli talep ilişkisinden yola çıkarak kamunun sermaye piyasaları üzerindeki mali baskınlığı belirlenmeye çalışılmıştır.

Kamu mali disiplindeki bozulmanın özel yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin belirlenebilmesi amacıyla çalışmada alternatif bir göstergeye yer verilmiştir. Bu bağlamda, kamu iç borç stokunun GSYİH içindeki payı mali disiplin göstergesi olarak ampirik testler de kullanılmıştır. Tahmin edileceği gibi söz konusu orandaki artış mali disiplindeki gevşemeye işaret etmektedir.

Özel yatırım serisi, 1987 fiyatlarıyla analizlerde kullanılırken, ekonomik büyüme için 1987 fiyatlarıyla GSYİH çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları Tablo.3.1’de sunulurken, hesaplama yöntemleri ve değişkenlere ilişkin zaman serileri Ek.A’da verilmiştir.

İlk iki sermaye piyasası gelişmişlik göstergesi için gözlem aralığı 1986-2005 dönemini kapsayacak şekilde analizler gerçekleştirilirken, kamunun sermaye piyasaları üzerindeki baskınlık göstergesi için tahminler 1991 yılının ikinci çeyreğinden başlayarak alınmıştır. Çalışmada üçer aylık veriler kullanılmıştır. Böylece ilk iki gelişmişlik göstergesi için gerçekleştirilen analizlerde toplam 80 gözlem bulunurken, mali baskınlık için 59 gözlem kullanılmıştır. Mali disiplindeki bozulmaya işaret eden iç borç stoğu/GSYİH rasyosu dikkate alınarak yapılan analizlerde ise 84 gözlemden faydalanılmıştır.

Sermaye piyasasına ilişkin göstergeler İMKB internet sitesinde mevcut olan veri dağıtım sisteminden derlenirken, özel yatırım, GSYİH ve iç borç stoku serileri Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir.

Tablo 3.1: Değişkenlerin Tanımları

CAP	Hisse Senetleri Piyasası Kapitalizasyonu/GSYİH
DOM	Kamunun Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Mali Baskınlığı
TURN	Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı
DEBT	İç Borç Stoku/GSYİH
GDP	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, 1987 Fiyatlarıyla
INV	Özel yatırımlar, 1987 Fiyatlarıyla

Analizlerde üçer aylık veriler kullanılması nedeniyle tüm serilerin mevsimsel etkilerden arındırılması amacıyla, mevsimsel kukla değişkenler analizlerde kullanılmıştır. Tüm serilerin logaritmik formları analizlerde dikkate alınırken, serilerin durağanlık derecelerinin belirlenebilmesi için Augmented Dickey Fuller testi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.2’de özetlenmiştir.

ADF sonuçlarına göre kamu mali baskınlık kriteri (DOM) dışındaki tüm değişkenler birinci dereceden durağan iken (I(1)), DOM sıfırıncı dereceden durağan bir seriye sahiptir (I(0)). Dolayısıyla yapılan analizlerde DOM dışındaki tüm değişkenlerin birinci farkları alınırken, DOM analizlere düzey olarak dahil edilmiştir.

Tablo 3.2: Zaman Serileri ADF Test Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistikleri		% 1 Kritik Düzey	% 5 Kritik Düzey
	Düzey	Birinci Fark		
CAP	-1.20159	-5.48102***	-3.5178	-2.8996
DOM	-2.90912**	-9.04237***	-3.5421	-2.9100
TURN	-1.72863	-8.46015***	-3.5144	-2.8981
DEBT	0.35672	-1.83821*	-2.6016	-1.9460
GDP	0.64182	-3.28977**	-3.5203	-2.9007
INV	0.99234	-2.22653**	-2.5961	-1.9452
(a) *** % 1’de durağan ** % 5’de durağan * % 10’da durağan (b) Gecikme değerleri dikkate alınmıştır.				

3.2. Çalışmanın Yöntemi

Sermaye piyasası gelişmişlik düzeyi ile özel yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin incelenmesinde Vector Autoregression (VAR) ekonometrik modelleme yöntemi tercih edilmiştir. VAR modelleri ekonometrik çalışmalarda Christopher Sims (1980) ile popülerite kazanmaya başlamıştır.

Denklem 3.1’de de matematiksel sunumuyla ifade edildiği gibi VAR yöntemi eş anlamlı bir denklem sistemi çözümüne dayanmakta olup; sistemdeki tüm bağımlı değişkenler gerek kendi ve gerekse sistemdeki diğer bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri ile tahmin edilmektedir.

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

y_t k vektör içsel değişkenleri ifade ederken, x_t d vektör dışsal değişkenleri $A_1, \dots, A_p$ ve B tahmin edilen katsayıların matrislerini ve ε_t hata terimleri vektörünü temsil ederken, hata terimi vektörü kendi gecikmeli değerleri ve diğer değişkenlerle herhangi bir otokorelasyona sahip olmamaktadır.

Sadece içsel değişkenlerin kendi gecikmeli değerleri denklemin sağ tarafında yer aldığından, eş anlamlılık sorunu tahminlerde sorun olmamakta ve En Küçük Kareler (OLS) tutarlı sonuç vermektedir (EViews-5 User’s Guide, 2004: 705).

Bunun yanı sıra, VAR modellerinde sistemdeki hangi değişkenin içsel hangi değişkenin dışsal alınacağına yönelik bir belirsizlikten kaçınılabilmekte ve sistemdeki tüm değişkenler içsel olarak tahmin edilmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi, özel yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü hakkındaki belirsizlik dikkate alındığında daha farklı bir ifade ile

sermaye piyasalarındaki gelişmişlik düzeyinin mi özel yatırımları ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği yoksa, özel yatırımlardaki ve ekonomik büyümedeki gelişmelerin mi sermaye piyasalarındaki gelişimi tetiklediği konusundaki belirsizlik tüm değişkenlerin sistem içinde içsel olarak tahmin edilmesinin önemini artırmaktadır.

VAR yönteminin sağladığı bu önemli avantajlara karşın, bu yöntemin kullanılmasında dikkat edilmesi gereken bir kaç önemli husus da bulunmaktadır. Bunlardan ilki sistemde kullanılacak optimal gecikmeli değerlerin belirlenmesi, diğeri ise VAR sistemine giren değişkenlerin hangi sıralamaya sahip olacağıdır.

Bu sorulardan ilkinin cevabı bulabilmek amacıyla optimal gecikmeli değer seçimi için kullanılan istatistiki testlere (Akaike ve Schwarz) başvurulmuştur. Bu test sonuçlarına göre tüm VAR sistemleri için optimal gecikmeli değerler 1 [(VAR(1)) olarak bulunmuştur.

İkinci sorun için ise çalışmanın amacı dikkate alınmış ve sıralama ilkin sermaye piyasalarının gelişiminin ekonomik büyümeyi hızlandırdığı varsayımı altında; (i) CAP→INV→GDP, (ii) DOM→INV→GDP ve (iii) TURN→INV→GDP şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bunun yanısıra ekonomik büyümenin sermaye piyasalarında gelişime neden olduğu varsayımı altında, sermaye piyasaları gelişmişlik göstergeleri (SPG) ile GDP değişkeninin yerleri değiştirilerek VAR analizleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu VAR modellerine ilişkin çözümler Ek.B’de sunulmuştur.

Tüm VAR modelleri kurulduktan sonra, bu modellere dayanarak etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri gerçekleştirilmiştir.

Etki-tepki analizi VAR sistemi içindeki bağımlı değişkenlerin, sistemdeki her bir değişkene verilen şoklara karşı tepkilerini izlemektedir. Böylece, her bir denklemdaki her bir değişken için ayrı ayrı, hata terimlerine bir birim şok uygulanarak, zaman içerisinde bu şokların etkileri kaydedilebilmektedir (Brooks, 2002: 341). Bu çerçevede, sermaye piyasalarındaki gelişimin ekonomik büyümeyi etkilediği hipotezinin sınanması için bağımlı değişken olan sermaye piyasaları göstergelerinin hata terimlerine bir birimlik bir şok verilerek bu etkilerin zaman içerisinde özel yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, söz konusu etkiler sistemde kaybolana kadar kaydedilmiştir. Benzer süreç bağımlı değişken olan ekonomik büyüme için gerçekleştirilmiştir ve ekonomik büyümenin sermaye piyasaları gelişmişliği üzerindeki etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Son olarak, bu sıralamalara göre elde edilen katsayılar karşılaştırılarak sermaye piyasalarındaki gelişimin mi ekonomik büyümeye liderlik ettiği, yoksa ekonomik büyümenin mi sermaye piyasalarındaki gelişime katkıda bulunduğu ampirik olarak tespit edilmiştir. Test sonuçlarına ilişkin sonuçlar Tablo 3.3 ve 3.4’de özetlenmiştir.

VAR modellerinde değişkenler arasındaki dinamik etkileşimleri anlayabilmek için etki-tepki analizine çok benzer diğer bir yöntem ise “varyans ayrıştırma” analizidir. Etki-tepki fonksiyonları herhangi bir içsel değişkene verilecek bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkilerini izlerken, varyans ayrıştırma yöntemi, VAR sistemine verilen şokun içsel değişkenlerde yarattığı değişimi parçalarına ayırmaktadır. Böylece, varyans ayrıştırma yöntemi, VAR sistemindeki değişkenleri etkileyen şokların göreceli önemi hakkında bilgi sunmaktadır (EViews-5 User’s Guide (2004): 715). Bu çerçevede varyans ayrıştırma yönteminden faydalanılarak sermaye piyasaları gelişmişlik göstergelerinin ekonomik büyüme ve

özel yatırımlar üzerindeki etkileri parçalara ayırıştırılarak bu etkilerin göreceli önemleri hesaplanmış ve benzer uygulama ekonomik büyüme için gerçekleştirilerek, ekonomik gelişmenin sermaye piyasaları üzerinde ne tür bir etkide bulunduğu yönelik ip uçları karşılıklı olarak değerlendirilmiştir. Varyans ayırıştırma yönteminden elde edilen sonuçlar Tablo 3.5 ve 3.6’da sunulmuştur.

Son olarak, özetlenen tüm bu yöntemlerin uygulamasında Eviews-5 ekonometri paketi kullanılmıştır.

3.3. Analiz Sonuçları

Yöntem bölümünde de özetlendiği gibi sermaye piyasalarının ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerindeki etkisini tahlil edebilmek amacıyla VAR sistemleri oluşturulmuş ve ardından etki-tepki analizleri çerçevesinde sermaye piyasaları gelişmişlik göstergelerine ait hata terimlerine 1 standart sapmalık bir şok verilerek, zaman içerisinde özel yatırımların ve ekonomik büyümenin bu şoka verdiği tepkiler izlenmiştir. Bu çerçevede çalışmada VAR sistemleri her bir sermaye piyasası gelişmişlik göstergesi için aşağıdaki biçimde oluşturulmuştur. Sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü hakkında bir sonuca varabilmek amacıyla, tahminlerde değişkenlerin sıralaması ilkin sermaye piyasası gelişmişlik göstergeleri, yatırımlar ve ekonomik büyüme şeklinde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra ise sıralamada ekonomik büyüme ile sermaye piyasası gelişmişlik göstergeleri yer değiştirmiştir. Bu bağlamda, kamu mali disiplini göstergesi de dikkate alındığında toplam sekiz adet VAR sistemi çalışmada tahmin edilmiştir.

$$V_t = \sum_{i=1}^k A_i V_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Denkleimde;

$$V_t = (SPG_t, \langle CAP_t, DOM_t, TURN_t \rangle, INV_t, GDP_t)$$

ve

$$\varepsilon_t = (\varepsilon_{SPG_t}, \langle \varepsilon_{CAP_t}, \varepsilon_{DOM_t}, \varepsilon_{TURN_t} \rangle, \varepsilon_{INV_t}, \varepsilon_{GDP_t})$$

Tüm serilerin durağan formları ile analize dahil edilmeleri nedeniyle, VAR sistemine verilen şoklar zaman içerisinde etkisini kaybetmekte ve zamanla sıfıra yakınsamaktadır. Bu çerçevede, VAR sisteminde sermaye piyasası gelişmişlik göstergelerine verilen şoklar sistemde yaklaşık olarak 8 dönem (2 yıl) etkisini sürdürmekte ve daha sonra ise bu etki kaybolmaktadır. Bu bağlamda, VAR sistemindeki sermaye piyasası gelişmişlik göstergeleri hata terimlerine verilen bir birimlik standart sapmanın ilk dönemdeki etkisi (3 aylık) kısa dönemli etki olarak değerlendirilirken, etkinin sıfırlandığı noktaya kadar olan kümülatif katsayılar ise uzun dönemli etki olarak çalışmada tanımlanmıştır.

Bu çerçevede, hisse senedi piyasası kapitilizasyonunu referans alarak oluşturulan gelişmişlik göstergesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri gerek kısa ve gerekse uzun dönemde pozitif olarak tespit edilmiştir. Aynı zamanda bu göstergenin ekonominin büyüme performansı üzerindeki etkisi diğer göstergelere göre belirgin bir biçimde daha yüksektir. Kamunun sermaye piyasaları üzerindeki baskısını ifade edebilmek amacıyla çalışmaya dahil edilen gösterge dikkate alındığında ise bu değişkendeki pozitif bir şok kısa dönemde ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkide bulunurken, uzun dönemde pozitif bir etkiye neden olmaktadır. Bu çerçevede, ihtiyatlı bir yaklaşımla, uzun dönemde hisse senedi piyasasında tahvil ve bono piyasasına göre nispi bir derinlik artışı ekonomik

büyümeyle olumlu etkilemektedir önermesi test sonuçları tarafından tavsiye edilmiştir. Kamu mali disiplindeki gevşemenin ise ekonominin gerek kısa ve gerekse uzun dönem büyüme patikası üzerinde negatif bir etkide bulunduğu test sonucu olarak elde edilmiştir. Sermaye piyasalarının likidite göstergesi olarak çalışmada kullanılan devir hızı rasyosu referans alındığında da ekonomik büyümenin kısa ve uzun dönemde pozitif bir tepki verdiği gözlenmiştir. Bu çerçevede, katsayıların büyüklüklerini göz ardı ederek uzun dönemde sermaye piyasasındaki gelişim ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir sonucuna ulaşılabilmektedir.

Benzer gelişme, özel yatırımlar için de geçerlidir. Gerek kısa gerekse uzun dönemde sermaye piyasasındaki gelişim özel yatırımları olumlu yönde etkilemektedir. Özel yatırımlar açısından en büyük katkı ekonomik büyüme de olduğu gibi sermaye piyasası kapitalizasyonunda ki gelişimden sağlanmaktadır. Bu ampirik sonuçlar çerçevesinde, sermaye piyasası aracılık kapasitesi gelişiminin, ölçeğindeki gelişimin, gerek özel yatırımlar ve gerekse ekonomik büyüme açısından önemli olduğu sonucuna ulaşmak mümkündür. Bunun yanı sıra; kamunun sermaye piyasaları üzerinde mali baskınlığında meydana gelen gerilemenin de uzun dönemde özel yatırım artışı ve ekonominin büyüme performansı üzerinde pozitif etkilere neden olduğu gözlenmiştir. Bu çerçevede, kamunun mali baskınlığının artışında temel belirleyicilerden olan ve kamu mali disiplindeki gelişimi gösteren iç borç stokunun milli gelir içindeki payındaki artışın özel yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda DOM ve DEBT göstergelerinden elde edilen ip uçlarının birbirlerini teyit eder nitelikte olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hisse senedi piyasasında etkinlik göstergesi olarak çalışmada kullanılan ve hisse senedi

piyasasının likiditesine işaret eden devir hızı rasyosundaki gelişim ise özel yatırımlar üzerinde göreceli olarak sınırlı bir etkide bulunmaktadır.

Tablo 3.3: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Sermaye Piyasasına Tepkisi
(Sıralama: SPG→ INV→ GDP)

	Ekonomik Büyümenin Tepkisi		Özel Yatırımların Tepkisi	
	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem
CAP	0.013	0.029	0.001	0.033
DOM	-0.005	0.009	-0.003	0.027
TURN	0.004	0.010	0.001	0.009
DEBT	-0.003	-0.009	-0.029	-0.046

VAR sisteminde sıralamanın değiştirildiği ikinci tahmin seti incelendiğinde ise ekonomik büyümenin sermaye piyasalarının gelişimi nasıl etkilediği üzerine net bir sonuca ulaşılamamıştır. Sermaye piyasası kapitalizasyonunu dikkate alan sermaye piyasası gelişmişlik göstergesi ekonomik büyümeden pozitif yönde etkilenirken, kamunun sermaye piyasası üzerindeki baskınlık göstergesi ekonomik gelişimden uzun dönemde negatif etkilenmektedir. Benzer şekilde, hisse senedi piyasası devir hızı da uzun dönem de ekonomik büyümeden negatif etkilenmektedir.

Etki-tepki analizleri çerçevesinde elde edilen sonuçlar sermaye piyasalarındaki gelişimin ekonomik büyümeyi tetiklediğine işaret ederken, ekonominin büyüme performansındaki gelişme, sermaye piyasalarının ölçek göstergesi üzerinde pozitif bir etkide bulunurken, etkinlik göstergeleri üzerinde pozitif bir etkiye neden olmamaktadır.

Gerek sermaye piyasaları gelişmişlik göstergelerinden ekonomik büyümeye ve gerekse ekonomik büyümeden sermaye piyasası gelişimine yönelik

sıralamalardan elde edilen test sonuçları Ek.C’de sunulan grafiklerden de görüleceği gibi istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermektedir.

Tablo 3.4: Sermaye Piyasası ve Özel yatırımların Ekonomik Büyümeye Tepkisi
(Sıralama: GDP→ INV→ SPG)

	Ekonomik Büyümeye Tepkisi		Özel Yatırımların GDP’yeTepkisi	
	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem
CAP	0.033	0.018	0.037	0.052
DOM	-0.005	-0.159	0.067	0.082
TURN	0.004	-0.008	0.043	0.060
DEBT	-0.001	-0.043	0.059	0.082

Etki-tepki analizlerinden elde edilen bu veriler çerçevesinde sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü sermaye piyasalarından ekonomik büyümeye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Etki-tepki analizlerine ek olarak, rassal şoklara karşı VAR sistemi içerisindeki değişkenlerin verdiği tepkilerin ayrıştırılması ve bu şokların göreceli öneminin tespiti amacıyla varyans ayrıştırma yöntemi de uygulanmıştır. Tablo 3.5’de sermaye piyasaları gelişmişlik göstergelerine verilen bir şokun ekonomik büyüme ve özel yatırımlardaki hata terimleri varyansları içerisindeki ağırlıkları sunulmuştur.

Bu çerçevede; hisse senedi piyasası kapitilizasyonu dikkate alınarak oluşturulan gelişmişlik göstergesinin ekonomik büyümenin zaman içerisindeki değişiminde önemli bir paya sahip olduğu gözlenmektedir. Ekonomik büyümedeki değişimin yaklaşık yüzde 23.0’ü hisse senedi piyasasındaki ölçeğin gelişimi ile açıklanabilmektedir. Söz konusu oran, özel yatırımlar için ise yüzde 5.54 olarak gerçekleşmektedir. Bu çerçevede hisse senedi piyasasının aracılık kapasitesindeki gelişim gerek özel sektör yatırımları ve gerekse ekonomik büyüme açısından önemli

sonuçlar doğurmaktadır. Buna karşın sermaye piyasalarındaki gelişimin ölçülebilmesi amacıyla oluşturulan sermaye piyasası etkinlik göstergelerindeki gelişim gerek ekonomik büyüme ve gerekse özel yatırımlar üzerinde önemli bir katkı sağlamamaktadır. Kamunun sermaye piyasaları üzerindeki ağırlığındaki gelişim için oluşturulan DOM ekonomik büyümedeki değişimin yalnızca yüzde 2.29'luk kısmını karşılarken, özel sektör yatırımları için aynı oran yüzde 0.66 olarak gerçekleşmektedir. Hisse senedi piyasasındaki diğer bir etkinlik göstergesi olan ve bu piyasadaki devir hızını gösteren TURN ise, ekonomik büyümedeki değişimin yüzde 6.85'ni açıklamakla birlikte, özel sektör yatırımlarındaki değişimin sadece yüzde 0.46'sı bu göstergedeki değişimden kaynaklanmaktadır.

Tablo 3.5: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Varyans Ayrıştırması

(Sıralama: SPG → INV → GDP)

	Ekonomik Büyüme	Özel Yatırımlar
CAP	22.98	5.54
DOM	2.29	0.66
TURN	6.85	0.46
DEBT	1.73	7.95

Etki-tepki analizlerinde olduğu gibi, VAR sistemindeki değişkenlerin sıralamasının değiştirilmesi varyans ayrıştırma fonksiyonunun sonuçlarını dramatik olarak değiştirmekle birlikte bu sıralama farklılaşması nedensellik ilişkisinin yönü hakkında tahminlerde bulunmada önemli ipuçları da sağlamaktadır.

Tablo 3.6'da özetlendiği gibi ekonomik büyümenin birinci sırada olduğu yeni dizilimde hisse senedi piyasası kapitilizasyonu ekonomik büyümedeki değişimin yüzde 17.97'lik kısmını açıklayarak, ilk sıralamadaki paya (yüzde 22.98)

yakın bir seviyede gerçekleşmiştir. Özel yatırımlardaki değişimin yüzde 3.81'i hisse senedi piyasası aracılık kapasitesindeki gelişim ile açıklanırken, ekonomik büyümedeki gelişim hisse senedi piyasası aracılık kapasitesindeki değişimin yüzde 11.92'sini açıklamaktadır. Bu çerçevede, nedensellik ilişkisinin yönü etki-tepki analizindeki sonuçları teyit eder nitelikte olup, hisse senedi piyasası ölçeğindeki gelişim, ekonomik büyümeyi teşvik etmekte ancak ekonomik büyümedeki gelişimin hisse senedi piyasası ölçeğindeki değişime katkısı sınırlı kalmaktadır.

İkinci sıralamada kamunun mali baskınlığındaki değişim, ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde göz ardı edilebilir bir etkiye sahip iken (sırasıyla yüzde 0.49 ve yüzde 0.42), hisse senedi piyasasındaki işlemlerin yoğunluğuna işaret eden devir hızı göstergesi ekonomik büyümedeki değişimin yüzde 6.31'ini açıklarken, özel yatırımlar için söz konusu değer yüzde 0.31 olmaktadır. Bununla birlikte bu sıralama içinde ekonomik büyümedeki değişim, kamu baskınlık ve devir hızı göstergelerindeki değişimin sırasıyla yüzde 13.0 ve yüzde 11.9'unu açıklamakta olup, söz konusu katsayılar ilk sıralamadaki ilgili göstergelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinden yüksek gerçekleşmektedir.

Varyans ayrıştırma yönteminden elde edilen sonuçlar sermaye piyasalarındaki gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü hakkında büyük ölçüde etki-tepki analizi ile benzer sonuçlar vermektedir. Bu çerçevede ölçek göstergesi olarak değerlendirilen kapitilizasyon rasyosu referans alındığında nedensellik ilişkisi sermaye piyasalarından ekonomik büyümeye doğru bulunmuştur. Buna karşın, varyans ayrıştırma yöntemine göre etkinlik göstergeleri dikkate alındığında nedenselliğin yönü ekonomik gelişimden sermaye piyasaları gelişimine doğru olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.6: Ekonomik Büyüme ve Özel Yatırımların Varyans Ayrıştırması
(Sıralama: GDP→ INV→ SPG)

	SPG Göstergeleri*	Ekonomik Büyüme ⁺	Özel Yatırımlar ⁺
CAP	11.92	17.97	3.81
DOM	13.00	0.49	0.42
TURN	11.90	6.31	0.31
DEBT	0.49	0.00	0.01

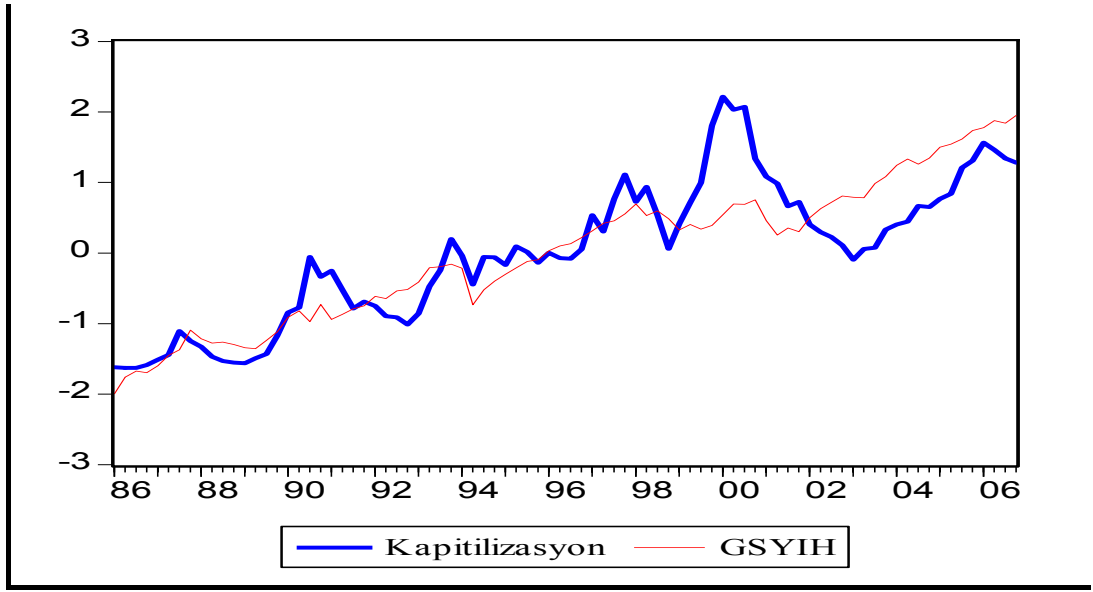
(*) Varyansdaki değişimin yüzde kaçının GDP tarafından açıklandığı gösterilmiştir.

(+)Varyanslardaki değişimin yüzde kaçının SPG göstergeleri tarafından açıklandığı rapor edilmiştir.

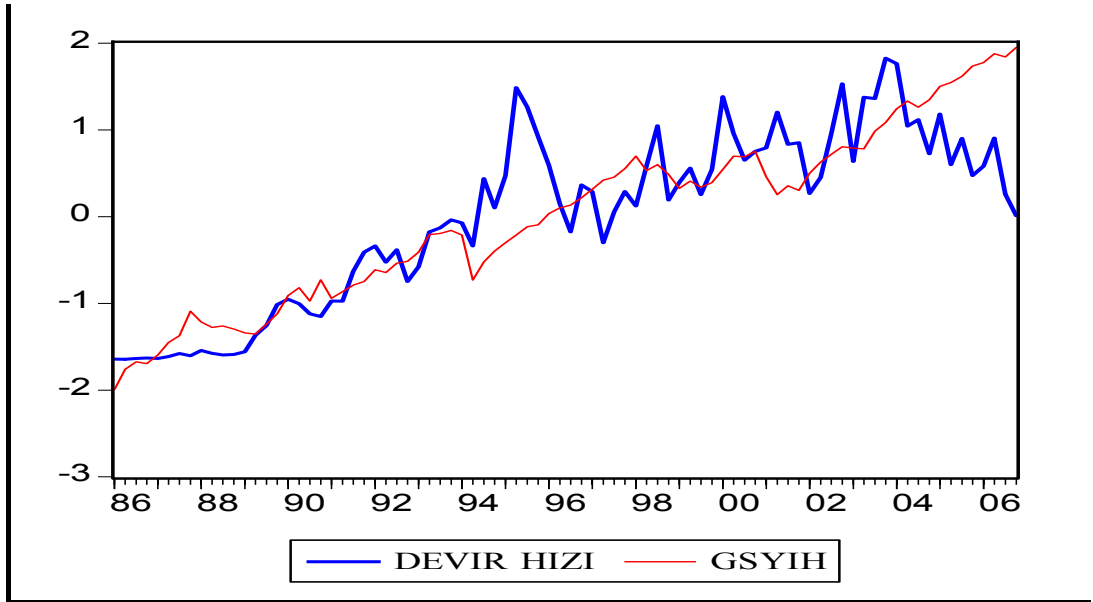
Elde edilen bu veriler çerçevesinde Türkiye’de sermaye piyasası ve ekonomik büyüme arasında sermaye piyasalarından ekonomik büyümeye doğru bir ilişkinin olduğu sonucuna istatistiki olarak büyük ölçüde ulaşılmıştır. Başka bir ifadeyle, sermaye piyasalarının gelişimi ekonomik büyümeyi takip etmemekte tersine ekonomik büyümeye öncülük etmektedir. Elde edilen bu sonuç Türkiye’de ekonominin büyüme performansının gelişimi açısından sermaye piyasalarının önemini teyit eder niteliktedir.

Nitekim, çalışmada kullanılan veri setinin yakından incelenmesi de bu sonucu destekleyecek işaretlere sahiptir. Bu çerçevede Grafik 3.1-3.3’de sermaye piyasaları gelişmişlik göstergeleri ile GSYİH’nın zaman içerisindeki gelişimi sunulmuştur. Grafikler mevsimsel olarak düzeltilmiş ve logaritmik formları alınmış serilerin normalizasyonu ile elde edilmiştir. İlk iki grafikte de görüldüğü gibi ekonominin performansı ile sermaye piyasası gelişmişlik göstergeleri genel olarak birlikte hareket etmektedir. Özellikle, sermaye piyasalarının ilk kurulduğu dönemi de ifade eden 1986-1991döneminde sermaye piyasası aracılık kapasitesindeki gelişimin ekonomik büyümeye öncel olduğu ancak bu tarihten sonra ekonomik büyüme ve

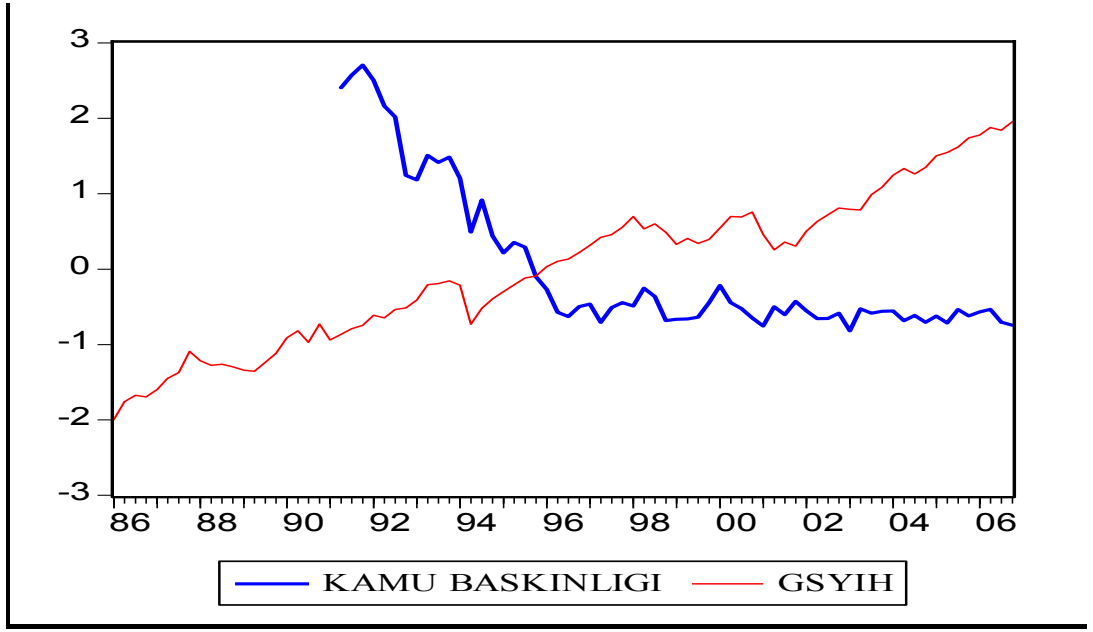
sermaye piyasası aracılık kapasitesi arasında karşılıklı bir etkileşimin başladığına yönelik işaretler bulunduğu dikkati çekmektedir. Benzer sonuçlar ikinci grafik içinde söylenebilir. Buna karşın, kamunun mali baskınlığına gösterge olması amacıyla türetilen “hisse senedi piyasası işlem hacmi/(hisse senedi+bono-tahvil piyasası işlem hacmi)” rasyosunun ikincil tahvil ve bono piyasasının 1991 yılında kurulması ile birlikte hızla hisse senedi piyasası aleyhine gerçekleştiği ancak, 1997 yılından başlayarak bu rasyonun neredeyse sabitlendiği gözlenmektedir. Kamunun sermaye piyasaları üzerindeki baskınlığının sürekliliğine karşın ekonominin büyüme performansındaki gelişim dikkate değerdir.



Grafik.3.1: Hisse Senedi Piyasası Kapitalizasyonu ve GSYİH'nın Gelişimi



Grafik.3.2: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı ve GSYİH'nın Gelişimi



Grafik.3.3: Kamunun Sermaye Piyasası Baskınlığı ve GSYİH'nın Gelişimi

SONUÇ

Bu tezde, sermaye piyasalarındaki gelişimin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerindeki etkisi Türkiye örneği çerçevesinde incelenmiştir.

Ülkelerin finansal gelişimi ile ekonomik büyüme performansı arasındaki bağlantı son on yıllık dönemde ekonomi yazınında güncellik kazanan ve yoğun olarak incelenen bir konu olmuştur. Yazında finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında ilişkinin yönü hakkında tam bir uzlaşa sağlanamamakla birlikte, genel olarak, finansal gelişimin ekonominin uzun dönem büyüme performansı üzerinde olumlu bir etkiye neden olduğu gerek teorik ve gerekse ampirik çalışmalar ile ortaya konulmuştur (Levine 1997 ve 2004).

Türkiye 1980’li yıllarda uygulamaya koyduğu yapısal dönüşüm politikaları ile bir yandan mal ve hizmet ticareti üzerindeki sınırlamaları kaldırırken bir yandan da mali sistemini uluslararası sermaye hareketlerine açmıştır. Yaşanan bu dönüşüm süreci finansal sistem üzerinde önemli sonuçlar doğurmuş ve gerek kurumsal ve gerekse bu kurumların sunduğu hizmetler anlamında finansal sistem ciddi bir gelişim göstermiştir. Finansal sistemdeki bu gelişimin Türkiye’nin uzun dönem ekonomik büyüme performansı üzerindeki etkileri sınırlı sayıda çalışmaya konu edilirken, bu

sınırlı sayıda çalışma içinde de sermaye piyasaları ve ekonomik büyüme ilişkisine oldukça az yer verilmiştir.

Türkiye örneği çerçevesinde sermaye piyasaları gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantının ampirik olarak yeterince sorgulanmaması, bu çalışmanın gerçekleştirilmesi için gerekli motivasyonu sağlamıştır. Bu tez çalışması ile söz konusu alandaki eksiğin kapatılarak, Türkiye’de sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde nasıl bir etkiye sahip olacağının anlaşılması yönünde yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın ilk bölümünde Türk mali sisteminin genel bir resmi verilmeye çalışılmıştır. Söz konusu bölüm çerçevesinde elde edilen veriler Türkiye’de mali sistemin bankacılık sektörü ağırlıklı bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca Türkiye’de sermaye piyasasındaki gelişimi niceliksel olarak ortaya koymuştur. İMKB genç sayılabilecek bir piyasa olmasına karşın gelişim performansı dikkat çekicidir. Bu bölümde elde edilen bulgular Türk sermaye piyasasının oldukça likit bir piyasa olduğuna işaret etmektedir. İMKB’deki likiditenin yüksek olmasının iki farklı nedenden kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Bunlardan ilki işlem maliyetleridir. Nitekim yazında dolanım hızı yüksek olan piyasaların düşük işlem maliyetlerine sahip olduğuna yönelik kanaat bulunmaktadır (Levine, 1996). Bir diğer neden olarak ise; İMKB’ye kote şirketlerin piyasa değerlerinin her ne kadar artış gösteriyor olsa da henüz sınırlı olduğu düşünülmektedir. Nitekim uluslararası kıyaslamalarında gösterdiği gibi İMKB piyasa kapitilizasyonu diğer ülke borsalarına göre göreceli olarak düşük kalmaktadır. Bu bölümde elde edilen diğer önemli bir tespit ise kamunun mali piyasalar üzerindeki baskınlığı neticesinde şirketler kesiminin İMKB bünyesindeki tüm pazarlardan etkin

bir şekilde yararlanamamasıdır. Nitekim şirketler kesiminin tahvil ve bono gibi doğrudan finansman araçlarını ihraç edeceği piyasalar kamu menkul kıymetlerinin hakimiyeti altındadır. Bu durum birinci bölümde elde edilen verileri destekler niteliktedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise finansal gelişim ve ekonomik büyüme eksenini inceleyen yazına ilişkin geniş bir tarama verilmiştir. Finansal gelişim ile ekonomik büyüme bağlantısında ilişkinin yönünün nereden nereye olduğu konusunda ekonomi yazınında genel bir uzlaşa sağlanamamıştır. Bunun olası nedenleri Patrick (1966) tarafından sunulmuştur. Patrick (1966) ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında ekonominin gelişme fazına bağlı olarak iki farklı kalıbın bulunabileceğini ileri sürmüştür. Bu çerçevede finansal gelişim ekonomik büyümeyi etkileyebileceği gibi (arz-öncü), ekonomik büyümede finansal gelişime neden olabilmektedir (talep izleyici). Yazın taraması dahilinde Türkiye örneği çerçevesinde gerçekleştirilen çalışmalarda incelenmiş ve bu çalışmalarda elde edilen bulguların Türkiye’de gerek genel finansal gelişimin ve gerekse sermaye piyasası gelişiminin arz-öncü bir role sahip olduğu yargısına ulaşılmıştır (Duvan ve Yurtoğlu (2006), Müslümov ve Aras (2002)).

Çalışmanın üçüncü bölümü ise ampirik analizlerin gerçekleştirildiği ve tartışıldığı bölüm olmuştur. Sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme ve özel sektör yatırımları arasındaki bağlantının incelenebilmesi için VAR ekonometrik modelleme yöntemi tercih edilmiştir. VAR yöntemi ekonometrik modelleme sürecinde sıklıkla karşılaşılan “eş anlılık” sorunu ve modelde hangi değişkenlerin içsel, hangi değişkenlerin dışsal alınacağına yönelik belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. VAR sistemi çerçevesinde etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri de tez çalışmasında

gerçekleştirilmiştir. Etki-tepki analizleri VAR sistemi içindeki bağımlı değişkenin, sistemdeki her bir değişkene verilen şoklara verdiği tepkileri izlerken, varyans ayrıştırma yöntemi bağımlı değişkeninin VAR sistemi içindeki değişkenlere verilen şoklardan oransal olarak ne kadar etkilendiğini analiz etmektedir. Böylece sermaye piyasalarındaki gelişimin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerindeki etkileri ayrıştırılabildiği gibi, sermaye piyasalarındaki gelişimin ne kadarlık bir zaman diliminde ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde etkisini sürdürdüğü de tahmin edilebilmiştir.

Üçüncü bölümde; sermaye piyasası gelişimini ölçebilmek amacıyla üç ayrı gösterge oluşturulmuştur. Göstergelerden ilki sermaye piyasalarındaki gelişimi ölçek boyutuyla ele almıştır. Bu bağlamda, İMKB’de işlem gören şirketlerin piyasa değerinin GSYİH içindeki payı ölçek göstergesi olarak çalışmaya dahil edilmiştir. İkinci gösterge ise yazında etkinlik göstergesi olarak da tanımlanan dolanım hızı rasyosu olmuştur. Dolanım hızını ölçebilmek için İMKB hisse senetleri piyasası işlem hacmi piyasa değerine oranlanmıştır. Son gösterge ise sermaye piyasaları üzerindeki kamu mali baskınlığının belirlenebilmesi amacıyla türetilmiştir. Bu çerçevede hisse senedi piyasası işlem hacminin tahvil ve bono piyasası ile hisse senedi piyasası işlem hacmi toplamı içindeki payı mali baskınlık ölçütü olarak kullanılmıştır. Ayrıca, kamu mali disiplindeki gelişimlerin özel yatırım ve ekonominin büyüme performansı üzerindeki etkilerini görebilmek amacıyla iç borç stoku/GSYİH rasyosu oluşturulmuştur.

Analizlerde elde edilen bulgular Türkiye’de sermaye piyasaları ile ekonomik büyüme arasında arz-öncü bir ilişkinin bulunduğunu büyük ölçüde desteklemektedir. Bir başka ifadeyle sermaye piyasası gelişimi ekonomik büyümeyi

ve özel yatırımları teşvik etmektedir. Özellikle sermaye piyasası ölçeğindeki gelişimin(piyasa kapitilizasyonu/GSYİH) ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, Türkiye’de şirketler kesiminin sermaye piyasasından yararlanabilme imkanındaki artışın ekonominin uzun dönem büyüme performansındaki gelişme için son derece önemli olduğunu teyit eder niteliktedir. Şirketler kesiminin sermaye piyasalarından etkin bir biçimde faydalanabilmesinde kamunun sermaye piyasaları üzerindeki ağırlığının hafifletilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Nitekim etki-tepki analizlerinden elde edilen sonuçlar sermaye piyasalarında kamu mali baskınlığındaki hafiflemenin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde pozitif bir etkide bulunacağına yönelik deliller sunmaktadır. Benzer şekilde çalışmada kamu mali disiplinindeki gevşemenin özel yatırımlar ve büyüme performansı üzerinde negatif bir etki yaratacağına yönelik ipuçları elde edilmiştir.

Çalışmadan elde edilen diğer önemli bir sonuç ise Türk sermaye piyasasındaki yüksek likiditeye karşın, bu göstergenin ekonomik büyüme ve özel yatırımlar üzerinde sınırlı bir etkisinin olduğudur. Nitekim ekonomik yazında da sermaye piyasası likiditesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin belirsiz olduğuna işaret edilmiştir. Bu çerçevede yazındaki bir görüş, riskli uzun vadeli ancak karlı yatırımların likidite imkanı yüksek piyasalarda finanse edilebilme imkanının olması nedeniyle ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceğini ileri sürerken, diğer bir görüş likit sermaye piyasalarının yatırımcıların kısa vadeli yaklaşımlarını özendirerek söz konusu karlı ancak uzun dönemli yatırımların potansiyelinin tam olarak değerlendirilemeyeceğini ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini iddia etmektedir (Levine 1996).

Nihai tahlilde, sermaye piyasasının Türk mali sistemi içinde sınırlı bir yere sahip olmasına karşın, sermaye piyasasının ölçek ve derinliğinin artırılmasının büyüme performansının sürdürülebilirliği ve büyüme potansiyelinin gelişimi açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle, özellikle kamunun mali piyasalar üzerindeki ağırlığının azaltılarak şirketler kesiminin sermaye piyasalarından tam ve etkin olarak faydalanabilmesinde son yıllarda izlenen kamu mali disiplininin bundan sonraki dönemlerde de sürdürülmesi gerekliliğine inanılmaktadır. Kamunun mali sistem üzerindeki baskısının azalması ile şirketler kesiminin sermaye piyasalarının önemli bileşenlerinden olan tahvil ve bono piyasasından etkin bir biçimde faydalanması ile mali sistem dışında oluşmuş para politikasının etkinliğini azaltabilecek ve kayıtdışılığı özendirebilecek alternatif kredi kanallarının da zaman içerisinde ortadan kalkacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, bu tez çalışması Türkiye gibi uzun yıllarca makroekonomik istikrarsızlık yaşamış bir ülkenin bundan sonraki dönemlerde sürdürülebilir kalkınma hedefini yakalayabilmesinde sermaye piyasasının önemli bir katkıda bulunabileceğinin altını çizmektedir.

ÖZET

SERMAYE PİYASALARININ GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ EKONOMİK BÜYÜME BAĞLANTISI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Bu tez çalışmasında Vector Autoregression (VAR) yöntemi kullanılarak sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme ve özel sektör yatırımları arasındaki ilişki Türkiye örneği çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmada 1986-2005 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Sermaye piyasaları gelişmişlik düzeyini ölçebilmek amacıyla ölçek, etkinlik ve kamu mali baskınlık göstergeleri oluşturulmuş ve bu değişkenlerin uzun dönem büyüme performansı üzerindeki etkileri analizlerde kullanılmıştır. Sonuçlar; Türkiye’de sermaye piyasasındaki gelişimin özel yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkıda bulunduğuna işaret etmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişmişlik, Sermaye Piyasası Gelişmişliği, Ekonomik Büyüme

ABSTRACT

THE NEXUS FOR CAPITAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH: TURKISH CASE

In this thesis study, the connection between capital market development, economic growth and private investment is investigated by employing Vector Autoregression (VAR) methodology. The quarterly data set for the period of 1986-2005 is utilized in the study. To compute the level of development in the capital market, the indicators for size, efficiency and fiscal dominance of public sector are built up and the effects of these variables over long run economic growth performance are analyzed. The results indicate that the development in capital market has positive impact on both private investments and economic growth in Turkey.

Key Words: Financial Development, Capital Market Development, Economic Growth

KAYNAKÇA

Kitaplar

Allen, Franklin, Douglas Gale “Comparing Financial Systems”, The MIT Press, 2001

BDDK, “2005 Yıllık Rapor”, 2006

Devlet Planlama Teşkilatı, “Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004)”, Ağustos 2005

Eviews 5 User’s Guide, (2004)

IMF, “Global Financial Stability Report”, 2005 Nisan

OECD, “Economic Outlook” No:78, Aralık 2005

The World Bank, “Financial Systems and Development”, The Policy and Research Series No: 15, 1990

Yalçın, Cihan, Olcay Yücel Çulha, Pınar Özbay Özlü “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı” TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:5, 2005

Makaleler

Aghion, Philippe, Peter Howitt, David Mayer-Foulkes “The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence”, The Quarterly Journal of Economics, 2005, s.173-222

Atje, Raymond, Boyan Jovanovic “Stock Markets and Development”, European Economic Review (37), 1993, s.632-640

Beck, Thorsten, Ross Levine, Norman Loayza “Finance and the sources of growth”, Journal of Financial Economics, 58, 2000, s.261-300

Beck, Thorsten, Ross Levine “ Stock Markets, Banks, and Growth Correlation or Causality?” The World Bank Policy Research Working Paper, No: 2670, 2001, s.1-19

Boyd, John H., Edward C. Prescott “ Financial Intermediary Coalitions” Journal of Economics Theory, 38(2), 1986, s.211-232

Demetriades, Panicos O., Khaled A. Hussein “Does financial development cause economic growth? Time series evidence from 16 countries”, Journal of Development Economics, 51, 1996, s.387-411

Duvan, Osman Berke, Hasan Yurtoğlu “Does Financial Development Affect Economic Growth via Investment Channel? Evidence from Turkey”, Değerlendirme Aşamasında Makale, Journal of Economic and Social Research, Fatih University, 2006, s.1-19

Filer, Randall K., Jan Hanousek, Nauro F. Campos “Do Stock Markets Promote Economic Growth?” William Davidson Institute Working Paper No:267, University of Michigan, 1999, s.1-21

Gürsoy, Cudi Tuncer, Alövsat Müslümov “Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test” Doğuş University Journal, Volume:1, 2000, s.124-132

Jung, Woo S. “Financial development and economic growth: International Evidence”, Economic Development and Cultural Change, 34, 1986, s.333-346

Kar, Muhsin, Eric J. Pentecost “Financial development and economic growth in Turkey: Further evidence on the causality issue”, Loughborough University, Economic Research Paper No: 00/27, 2000, s.1-20

King, Robert G., Ross Levine “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”,
The Quarterly Journal of Economics, 108 (3), 1993a, s.717-737

King, Robert G., Ross Levine “Finance, entrepreneurship, and growth” Journal of
Monetary Economics, 32, 1993b, s.513-542

Levine, Ross “Stock Markets: A Spur to Economic Growth”,
Finance&Development, Quarterly Magazine of IMF, Volume 33, No:1, 1996, s.1-56

Levine, Ross “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”
William Davidson Institute Working Paper No: 442, University of Michigan, 2001,
s.1-32

Levine, Ross “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”
Journal of Economic Literature, 35(2), 1997, s.688-726

Levine, Ross, “Finance and Growth: Theory and Evidence”, NBER Working Papers
No: 10766, 2004, s.1-116

Levine, Ross, Norman Loayza, Thorsten Beck “Financial Intermediation and
Growth: Causality and Causes” Journal of Monetary Economics, 46, 2000, s.31-77

Levine, Ross, Sara Zervos “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, The
American Economic Review, 88 (3), 1998, s.537-558

Lucas, Robert E. “On the Mechanics of Economic Development” Journal of
Monetary Economics, 22, 1988, s.3-42

Müslümov, Alövsat, Güler Aras “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme
Arasında Nedensellik İlişkisi : OECD Ülkeleri Örneği”, İşletme İktisat Finans
Dergisi Sayı: 198, 2002, s.1-12

Pagano, Marco “Financial Markets and Growth, An Overview” European Economic Review, 37, 1993, s.613-622

Patrick, Hugh T. “Financial development and Economic Growth in Underdeveloped Countries” Economic Development and Cultural Change, 14, 1966, s.174-189

Shan, Jordan, Alan G. Morris, Fiona Sun “Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?” Review of International Economics, 9(3), 2001, s.443-454

Stiglitz, Joseph E. “Credit Markets and the Control of Capital”, Journal of Money, Credit and Banking, Volume:17, No:2, 1985, s.133-152

Ünalıış, Deren “The Causality between Financial Development and Economic Growth: The case of Turkey”, The CBRT, Research Department Working Paper No: 3, 2002, s.1-11

Xu, Zhenhui “Financial development Investment and Economic Growth” Economic Inquiry, 38 (2), 2000, s.331-344

İnternet Adresleri

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>

Sermaye Piyasası Kurumu, <http://www.spk.gov.tr>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org>

EK- A: Çalışmada Kullanılan Veri Seti ⁴

	Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi (I)	Tahvil Bono Piyasası İşlem Hacmi(II)	Piyasa Değeri (III)	Özel Yatırımlar 1987 Fiyatlarıyla	(Bin YTL) GSYİH 1987 Fiyatlarıyla
1986-1	1.7	--	423.0	2,039.8	12,266.2
1986-2	1.5	--	433.3	2,351.4	15,146.0
1986-3	2.3	--	538.7	2,289.4	23,386.4
1986-4	3.9	--	657.0	1,777.8	17,449.5
1987-1	5.3	--	1,022.3	2,438.1	13,464.4
1987-2	12.7	--	1,541.7	2,767.0	16,225.4
1987-3	52.2	--	4,520.3	2,918.6	25,060.0
1987-4	34.7	--	3,576.7	2,657.6	19,972.0
1988-1	67.3	--	3,462.0	2,886.6	14,753.4
1988-2	34.7	--	2,560.7	3,254.7	16,838.7
1988-3	22.6	--	2,415.3	3,436.4	25,737.8
1988-4	24.5	--	2,140.3	2,566.4	18,976.3
1989-1	42.9	--	2,434.7	2,859.0	14,394.9
1989-2	166.6	--	3,823.3	3,211.5	16,557.1
1989-3	351.5	--	6,536.7	3,586.0	25,902.5
1989-4	1,175.5	--	12,263.3	2,696.2	19,643.8
1990-1	2,962.7	--	24,487.3	3,183.3	15,942.4
1990-2	3,028.2	--	30,879.7	3,720.0	18,762.7
1990-3	5,087.5	--	69,854.3	4,131.1	27,520.9
1990-4	4,234.4	--	58,063.0	3,720.3	21,352.5
1991-1	8,381.4	--	69,751.7	3,240.6	15,872.1
1991-2	6,131.1	30.7	61,209.6	3,672.5	18,672.8
1991-3	8,248.0	697.8	56,540.9	4,267.0	28,607.2
1991-4	12,726.3	747.0	68,606.6	3,711.9	21,200.6
1992-1	18,886.2	1,253.3	78,724.7	3,580.6	17,175.5
1992-2	11,996.5	1,274.5	70,837.0	3,970.2	19,730.2
1992-3	14,835.8	5,233.0	79,573.3	4,182.3	30,137.9
1992-4	10,620.8	10,216.6	79,380.0	3,803.1	22,357.1
1993-1	22,564.1	19,692.8	117,719.2	4,440.7	18,019.7
1993-2	46,962.2	22,680.4	208,038.3	5,326.1	21,964.1
1993-3	66,768.0	53,378.4	295,159.8	5,727.3	32,372.1
1993-4	118,927.7	86,115.4	461,603.3	5,480.3	24,234.6
1994-1	122,457.5	99,425.2	433,562.7	4,945.0	18,954.9
1994-2	84,091.6	140,811.2	418,251.8	4,756.5	19,616.8
1994-3	206,543.5	291,770.8	660,895.8	5,107.4	29,845.9
1994-4	237,771.6	494,667.8	797,138.3	4,261.1	22,903.1
1995-1	362,974.8	852,700.3	948,277.9	4,422.6	18,671.2
1995-2	748,869.2	1,491,798.0	1,364,280.6	5,621.4	22,272.4
1995-3	620,156.8	1,734,625.6	1,378,185.2	6,099.8	32,524.8

⁴ Çalışmada kullanılan verilerin elde ediliş şekli ve veri kaynakları Bölüm 3’de belirtilmiştir.

1995-4	639,831.5	2,442,594.4	1,319,313.0	6,338.2	24,419.4
1996-1	777,994.7	3,333,682.3	1,955,763.4	5,510.9	20,290.1
1996-2	634,722.0	4,710,580.3	2,196,421.0	6,497.9	24,071.5
1996-3	474,464.9	5,110,556.2	2,371,147.3	7,230.2	34,245.9
1996-4	1,154,826.9	7,896,614.1	3,076,545.0	5,958.4	26,137.6
1997-1	1,805,172.6	10,363,702.4	5,430,422.4	5,836.2	21,692.7
1997-2	1,197,309.2	12,091,315.6	5,645,353.2	7,401.6	26,110.7
1997-3	1,851,914.5	16,649,774.2	8,040,718.2	7,906.6	36,655.4
1997-4	4,053,005.7	24,590,910.7	11,117,749.0	7,059.5	28,172.4
1998-1	3,768,948.0	22,507,269.5	12,705,607.6	6,250.0	23,697.3
1998-2	5,941,156.0	25,531,796.2	15,711,484.4	7,275.9	26,959.6
1998-3	4,677,396.5	34,820,291.9	12,188,532.9	7,147.7	37,632.6
1998-4	3,463,866.2	32,415,111.7	9,931,819.9	5,196.7	27,824.0
1999-1	5,099,372.1	44,181,700.4	14,867,979.5	4,860.9	21,758.6
1999-2	7,722,821.2	69,900,384.5	20,529,945.7	5,550.9	26,368.8
1999-3	6,059,018.0	76,986,262.0	23,646,377.0	6,090.4	35,279.1
1999-4	17,508,611.3	95,085,386.8	40,622,076.8	4,757.6	27,239.5
2000-1	34,602,324.9	137,741,614.6	65,288,089.7	5,318.1	22,978.6
2000-2	30,701,076.9	181,210,725.5	66,246,428.2	6,465.9	28,195.4
2000-3	19,669,560.8	206,647,123.3	61,833,249.1	7,331.5	38,046.4
2000-4	25,082,923.1	194,858,095.1	51,591,525.6	5,535.6	29,568.7
2001-1	18,041,184.2	203,571,775.9	44,936,661.6	4,565.9	22,750.6
2001-2	28,251,824.6	192,638,515.6	55,322,571.7	4,407.0	25,435.8
2001-3	16,041,696.3	193,423,194.2	45,207,392.2	4,308.9	35,186.9
2001-4	30,207,576.3	146,481,880.1	58,858,274.1	2,768.1	26,512.0
2002-1	18,041,184.2	126,977,771.8	59,623,072.0	3,170.8	23,273.5
2002-2	18,328,105.9	182,356,494.4	52,887,378.8	4,241.3	27,711.7
2002-3	20,119,009.5	256,241,985.0	51,728,679.5	4,169.9	38,000.0
2002-4	41,735,180.3	272,944,068.2	61,281,059.6	3,625.1	29,627.1
2003-1	21,750,363.2	289,999,848.6	58,232,653.1	3,885.8	25,155.8
2003-2	31,228,648.1	254,967,832.3	60,577,098.8	4,841.8	28,799.2
2003-3	30,081,897.2	309,034,507.9	61,705,203.0	4,855.5	40,085.8
2003-4	62,427,635.0	399,629,303.4	84,346,529.8	4,716.9	31,444.4
2004-1	59,873,278.6	403,404,431.6	97,344,110.4	6,431.1	28,130.7
2004-2	40,962,649.8	486,059,337.2	93,006,834.6	7,894.8	32,935.5
2004-3	49,087,413.3	506,603,924.9	107,733,920.2	6,743.5	42,196.3
2004-4	56,734,872.4	528,011,951.1	126,003,705.4	5,552.7	33,430.1
2005-1	71,307,320.3	536,554,673.2	142,355,219.0	6,999.7	29,983.0
2005-2	46,815,517.6	623,865,536.5	132,756,275.8	9,346.0	34,747.9
2005-3	69,531,387.6	587,407,499.9	164,602,718.1	8,696.7	45,450.9
2005-4	76,001,693.1	592,608,719.5	198,183,451.3	7,861.9	36,598.9
2006-1	95,246,285.1	623,605,921.0	246,840,987.1	9,245.8	31,978.9
2006-2	89,922,799.3	824,239,265.9	220,713,426.1	11,070.2	37,614.9
2006-3	64,309,368.6	766,398,502.1	210,959,335.6	9,997.3	47,624.6
2006-4	65,415,625.6	706,329,599.7	229,565,546.9	8,300.4	38,514.0

EK- A Çalışmada Kullanılan Veri Seti (Bin YTL, Yüzde)

	GSYİH Cari Fiyatlarla(IV)	İç Borç Stoku	CAP= (III/IV)*100	DOM= [I/(I+II)]*100	TURN= (I/III)*100
1986-1	9,019.9	--	4.7	--	0.4
1986-2	11,287.2	--	3.8	--	0.3
1986-3	17,337.1	--	3.1	--	0.4
1986-4	13,435.2	--	4.9	--	0.6
1987-1	11,719.0	--	8.7	--	0.5
1987-2	15,455.7	--	10.0	--	0.8
1987-3	24,882.1	--	18.2	--	1.2
1987-4	22,665.1	--	15.8	--	1.0
1988-1	21,269.4	--	16.3	--	1.9
1988-2	27,928.3	--	9.2	--	1.4
1988-3	42,824.3	--	5.6	--	0.9
1988-4	37,202.5	28,458.1	5.8	--	1.1
1989-1	34,538.6	29,877.3	7.0	--	1.8
1989-2	45,366.6	32,826.3	8.4	--	4.4
1989-3	78,786.7	35,230.7	8.3	--	5.4
1989-4	68,632.0	41,934.1	17.9	--	9.6
1990-1	62,250.8	46,028.6	39.3	--	12.1
1990-2	84,298.0	48,932.5	36.6	--	9.8
1990-3	130,578.3	50,158.7	53.5	--	7.3
1990-4	115,933.1	57,180.0	50.1	--	7.3
1991-1	96,459.2	65,053.8	72.3	--	12.0
1991-2	128,137.7	67,867.4	47.8	99.5	10.0
1991-3	213,245.6	76,022.4	26.5	92.2	14.6
1991-4	192,274.4	97,647.8	35.7	94.5	18.5
1992-1	177,867.7	106,179.1	44.3	93.8	24.0
1992-2	223,306.3	118,162.2	31.7	90.4	16.9
1992-3	357,248.4	136,080.2	22.3	73.9	18.6
1992-4	334,945.6	194,236.6	23.7	51.0	13.4
1993-1	303,836.5	232,603.7	38.7	53.4	19.2
1993-2	407,573.4	252,060.5	51.0	67.4	22.6
1993-3	662,762.6	300,250.7	44.5	55.6	22.6
1993-4	607,694.6	357,346.6	76.0	58.0	25.8
1994-1	510,696.9	418,337.7	84.9	55.2	28.2
1994-2	786,699.6	468,029.7	53.2	37.4	20.1
1994-3	1,296,703.6	565,984.1	51.0	41.4	31.3
1994-4	1,274,329.0	799,309.0	62.6	32.5	29.8
1995-1	1,228,157.1	948,002.6	77.2	29.9	38.3
1995-2	1,645,856.2	1,107,020.4	82.9	33.4	54.9
1995-3	2,585,297.8	1,190,173.4	53.3	26.3	45.0
1995-4	2,303,145.0	1,361,007.0	57.3	20.8	48.5
1996-1	2,180,545.2	1,906,244.0	89.7	18.9	39.8
1996-2	2,952,399.6	2,183,579.0	74.4	11.9	28.9

1996-3	4,886,468.6	2,734,375.0	48.5	8.5	20.0
1996-4	4,752,696.8	3,148,985.0	64.7	12.8	37.5
1997-1	4,156,530.4	3,835,364.0	130.6	14.8	33.2
1997-2	5,775,986.8	4,199,409.0	97.7	9.0	21.2
1997-3	9,652,862.6	5,182,250.0	83.3	10.0	23.0
1997-4	9,250,503.4	6,283,425.0	120.2	14.1	36.5
1998-1	8,528,171.7	7,379,467.0	149.0	14.3	29.7
1998-2	10,997,912.8	8,389,591.0	142.9	18.9	37.8
1998-3	17,176,809.4	9,947,456.0	71.0	11.8	38.4
1998-4	15,522,051.3	11,612,885.0	64.0	9.7	34.9
1999-1	11,999,446.2	14,244,446.0	123.9	10.3	34.3
1999-2	16,361,998.0	16,979,715.0	125.5	9.9	37.6
1999-3	25,672,574.2	20,028,368.0	92.1	7.3	25.6
1999-4	23,381,254.0	22,920,145.0	173.7	15.6	43.1
2000-1	21,096,611.2	26,679,144.0	309.5	20.1	53.0
2000-2	27,444,200.0	30,391,620.0	241.4	14.5	46.3
2000-3	40,122,004.7	31,416,794.0	154.1	8.7	31.8
2000-4	35,920,642.3	36,420,620.0	143.6	11.4	48.6
2001-1	25,154,409.2	50,851,184.0	178.6	8.1	40.1
2001-2	38,797,740.9	90,331,702.0	142.6	12.8	51.1
2001-3	58,997,666.7	105,768,511.0	76.6	7.7	35.5
2001-4	55,462,621.6	122,157,260.0	106.1	17.1	51.3
2002-1	49,636,094.0	120,299,042.0	120.1	12.4	30.3
2002-2	57,318,212.3	126,830,490.0	92.3	9.1	34.7
2002-3	87,550,792.0	140,290,726.0	59.1	7.3	38.9
2002-4	83,068,959.2	149,869,691.0	73.8	13.3	68.1
2003-1	69,004,084.0	162,557,876.0	84.4	7.0	37.4
2003-2	79,504,419.1	175,269,922.0	76.2	10.9	51.6
2003-3	113,569,258.3	178,711,655.0	54.3	8.9	48.8
2003-4	97,685,164.6	194,386,700.0	86.3	13.5	74.0
2004-1	81,166,255.8	203,707,545.0	119.9	12.9	61.5
2004-2	95,844,283.5	209,118,695.0	97.0	7.8	44.0
2004-3	133,558,712.3	217,571,356.0	80.7	8.8	45.6
2004-4	119,942,225.4	224,482,922.0	105.1	9.7	45.0
2005-1	94,675,389.7	232,489,000.0	150.4	11.7	50.1
2005-2	110,219,504.0	234,799,000.0	120.4	7.0	35.3
2005-3	149,444,749.9	243,207,000.0	110.1	10.6	42.2
2005-4	132,862,718.7	244,782,000.0	149.2	11.4	38.3
2006-1	107,768,604.3	246,360,000.0	229.0	13.2	38.6
2006-2	133,790,851.2	249,085,000.0	165.0	9.8	40.7
2006-3	177,905,779.7	250,869,000.0	118.6	7.7	30.5
2006-4	156,856,995.7	251,470,000.0	146.4	8.5	28.5

EK-B : VAR Analizi Sonuçları

Standard hatalar ()

	DLOG(1+CAP)	DLOG(INV)	DLOG(GDP)
DLOG(1+CAP(-1))	0.170496 (0.12597)	0.214489 (0.13094)	0.216288 (0.05116)
DLOG(INV(-1))	0.098847 (0.12023)	-0.031017 (0.12498)	0.002241 (0.04883)
DLOG(GDP(-1))	-0.625182 (0.29556)	0.340517 (0.30723)	-0.254306 (0.12003)
C	0.327309 (0.11379)	-0.274990 (0.11828)	-0.152875 (0.04621)
DUM1	-0.353137 (0.19156)	0.391749 (0.19913)	-0.141559 (0.07780)
DUM2	-0.552021 (0.18701)	0.483700 (0.19440)	0.230428 (0.07595)
DUM3	-0.339233 (0.07700)	0.282495 (0.08004)	0.570666 (0.03127)
DUM942	-0.115471 (0.10834)	-0.177718 (0.11262)	-0.116202 (0.04400)
R-squared	0.545863	0.608077	0.977577
Adj. R-squared	0.500449	0.568884	0.975334
Sum sq. resids	0.750227	0.810659	0.123743
S.E. equation	0.103526	0.107614	0.042045
F-statistic	12.01977	15.51520	435.9616
Log likelihood	70.44223	67.42086	140.7267
Akaike AIC	-1.601083	-1.523612	-3.403250
Schwarz SC	-1.359369	-1.281898	-3.161536
Mean dependent	0.011221	0.015474	0.011311
S.D. dependent	0.146473	0.163898	0.267710
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.71E-07	
Determinant resid covariance		1.23E-07	
Log likelihood		288.3577	
Akaike information criterion		-6.778403	
Schwarz criterion		-6.053262	

Vector Autoregression Tahminleri
Standard hatalar ()

	LOG(1+DOM)	DLOG(INV)	DLOG(GDP)
LOG(1+DOM(-1))	0.941840 (0.02691)	0.056075 (0.07889)	0.037858 (0.03055)
DLOG(INV(-1))	0.106947 (0.05173)	-0.090656 (0.15164)	-0.015965 (0.05873)
DLOG(GDP(-1))	-0.569986 (0.13712)	1.033593 (0.40200)	-0.168671 (0.15568)
C	0.211749 (0.04670)	-0.527897 (0.13690)	-0.216729 (0.05302)
DUM1	-0.341544 (0.08026)	0.806496 (0.23530)	-0.026720 (0.09112)
DUM2	-0.313329 (0.07329)	0.891161 (0.21486)	0.342295 (0.08321)
DUM3	-0.155933 (0.03281)	0.405554 (0.09618)	0.579204 (0.03725)
DUM942	-0.123751 (0.03972)	-0.182118 (0.11646)	-0.150967 (0.04510)
R-squared	0.961382	0.623696	0.976716
Adj. R-squared	0.955975	0.571014	0.973456
Sum sq. resids	0.067796	0.582687	0.087390
S.E. equation	0.036823	0.107953	0.041807
F-statistic	177.8173	11.83877	299.6293
Log likelihood	113.5006	51.11744	106.1383
Akaike AIC	-3.637952	-1.486808	-3.384078
Schwarz SC	-3.353753	-1.202609	-3.099879
Mean dependent	0.209138	0.013123	0.011603
S.D. dependent	0.175497	0.164820	0.256605
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.66E-08	
Determinant resid covariance		1.06E-08	
Log likelihood		285.5136	
Akaike information criterion		-9.017710	
Schwarz criterion		-8.165112	

r Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

	DLOG(1+DEBT)	DLOG(INV)	DLOG(GDP)
DLOG(1+DEBT(-1))	0.109156 (0.12515)	-0.246571 (0.26139)	-0.135815 (0.10520)
DLOG(INV(-1))	-0.131944 (0.06989)	-0.139082 (0.14596)	-0.054849 (0.05874)
DLOG(GDP(-1))	0.151503 (0.16647)	0.888489 (0.34768)	-0.063607 (0.13993)
C	0.070563 (0.06388)	-0.510883 (0.13341)	-0.262167 (0.05370)
DUM1	0.083157 (0.10708)	0.777246 (0.22364)	0.054629 (0.09001)
DUM2	-0.116475 (0.10524)	0.899412 (0.21979)	0.432682 (0.08846)
DUM3	-0.211455 (0.04458)	0.423320 (0.09310)	0.622600 (0.03747)
DUM942	-0.076794 (0.05379)	-0.189869 (0.11233)	-0.139005 (0.04521)
R-squared	0.862995	0.612660	0.975147
Adj. R-squared	0.846740	0.566705	0.972198
Sum sq. resids	0.156177	0.681218	0.110349
S.E. equation	0.051450	0.107453	0.043247
F-statistic	53.09158	13.33159	330.7076
Log likelihood	107.9899	58.64807	119.6259
Akaike AIC	-2.984774	-1.511883	-3.332117
Schwarz SC	-2.721528	-1.248636	-3.068870
Mean dependent	0.006289	0.015098	0.013928
S.D. dependent	0.131422	0.163239	0.259372
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.41E-08	
Determinant resid covariance		2.33E-08	
Log likelihood		303.6092	
Akaike information criterion		-8.346542	
Schwarz criterion		-7.556801	

Vector Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

	DLOG(1+TURN)	DLOG(INV)	DLOG(GDP)
DLOG(1+TURN(-1))	-0.427894 (0.10112)	0.087546 (0.19469)	0.199089 (0.08031)
DLOG(INV(-1))	0.057435 (0.06520)	-0.062631 (0.12552)	-0.025498 (0.05178)
DLOG(GDP(-1))	-0.476408 (0.14898)	0.536355 (0.28683)	-0.063320 (0.11831)
C	0.213919 (0.05468)	-0.366732 (0.10526)	-0.241985 (0.04342)
DUM1	-0.324863 (0.09215)	0.543862 (0.17742)	0.001654 (0.07318)
DUM2	-0.326759 (0.08715)	0.650066 (0.16779)	0.395022 (0.06921)
DUM3	-0.161920 (0.03868)	0.334192 (0.07447)	0.620580 (0.03072)
DUM942	-0.055529 (0.05933)	-0.198554 (0.11422)	-0.140781 (0.04711)
R-squared	0.399163	0.594226	0.974123
Adj. R-squared	0.339079	0.553648	0.971535
Sum sq. resids	0.226436	0.839309	0.142803
S.E. equation	0.056875	0.109499	0.045167
F-statistic	6.643439	14.64423	376.4399
Log likelihood	117.1609	66.06633	135.1397
Akaike AIC	-2.798996	-1.488880	-3.259993
Schwarz SC	-2.557283	-1.247167	-3.018279
Mean dependent	0.004117	0.015474	0.011311
S.D. dependent	0.069960	0.163898	0.267710
Determinant resid covariance (dof adj.)		6.65E-08	
Determinant resid covariance		4.80E-08	
Log likelihood		325.1681	
Akaike information criterion		-7.722260	
Schwarz criterion		-6.997119	

or Autoregression Tahminleri

r Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

	DLOG(GDP)	DLOG(INV)	DLOG(1+CAP)
DLOG(GDP(-1))	-0.254306 (0.12003)	0.340517 (0.30723)	-0.625182 (0.29556)
DLOG(INV(-1))	0.002241 (0.04883)	-0.031017 (0.12498)	0.098847 (0.12023)
DLOG(1+CAP(-1))	0.216288 (0.05116)	0.214489 (0.13094)	0.170496 (0.12597)
C	-0.152875 (0.04621)	-0.274990 (0.11828)	0.327309 (0.11379)
DUM1	-0.141559 (0.07780)	0.391749 (0.19913)	-0.353137 (0.19156)
DUM2	0.230428 (0.07595)	0.483700 (0.19440)	-0.552021 (0.18701)
DUM3	0.570666 (0.03127)	0.282495 (0.08004)	-0.339233 (0.07700)
DUM942	-0.116202 (0.04400)	-0.177718 (0.11262)	-0.115471 (0.10834)
R-squared	0.977577	0.608077	0.545863
Adj. R-squared	0.975334	0.568884	0.500449
Sum sq. resids	0.123743	0.810659	0.750227
S.E. equation	0.042045	0.107614	0.103526
F-statistic	435.9616	15.51520	12.01977
Log likelihood	140.7267	67.42086	70.44223
Akaike AIC	-3.403250	-1.523612	-1.601083
Schwarz SC	-3.161536	-1.281898	-1.359369
Mean dependent	0.011311	0.015474	0.011221
S.D. dependent	0.267710	0.163898	0.146473
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.71E-07	
Determinant resid covariance		1.23E-07	
Log likelihood		288.3577	
Akaike information criterion		-6.778403	
Schwarz criterion		-6.053262	

Vector Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

	DLOG(GDP)	DLOG(INV)	DLOG(1+TURN)
DLOG(GDP(-1))	-0.063320 (0.11831)	0.536355 (0.28683)	-0.476408 (0.14898)
DLOG(INV(-1))	-0.025498 (0.05178)	-0.062631 (0.12552)	0.057435 (0.06520)
DLOG(1+TURN(-1))	0.199089 (0.08031)	0.087546 (0.19469)	-0.427894 (0.10112)
C	-0.241985 (0.04342)	-0.366732 (0.10526)	0.213919 (0.05468)
DUM1	0.001654 (0.07318)	0.543862 (0.17742)	-0.324863 (0.09215)
DUM2	0.395022 (0.06921)	0.650066 (0.16779)	-0.326759 (0.08715)
DUM3	0.620580 (0.03072)	0.334192 (0.07447)	-0.161920 (0.03868)
DUM942	-0.140781 (0.04711)	-0.198554 (0.11422)	-0.055529 (0.05933)
R-squared	0.974123	0.594226	0.399163
Adj. R-squared	0.971535	0.553648	0.339079
Sum sq. resids	0.142803	0.839309	0.226436
S.E. equation	0.045167	0.109499	0.056875
F-statistic	376.4399	14.64423	6.643439
Log likelihood	135.1397	66.06633	117.1609
Akaike AIC	-3.259993	-1.488880	-2.798996
Schwarz SC	-3.018279	-1.247167	-2.557283
Mean dependent	0.011311	0.015474	0.004117
S.D. dependent	0.267710	0.163898	0.069960
Determinant resid covariance (dof adj.)		6.65E-08	
Determinant resid covariance		4.80E-08	
Log likelihood		325.1681	
Akaike information criterion		-7.722260	
Schwarz criterion		-6.997119	

Vector Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

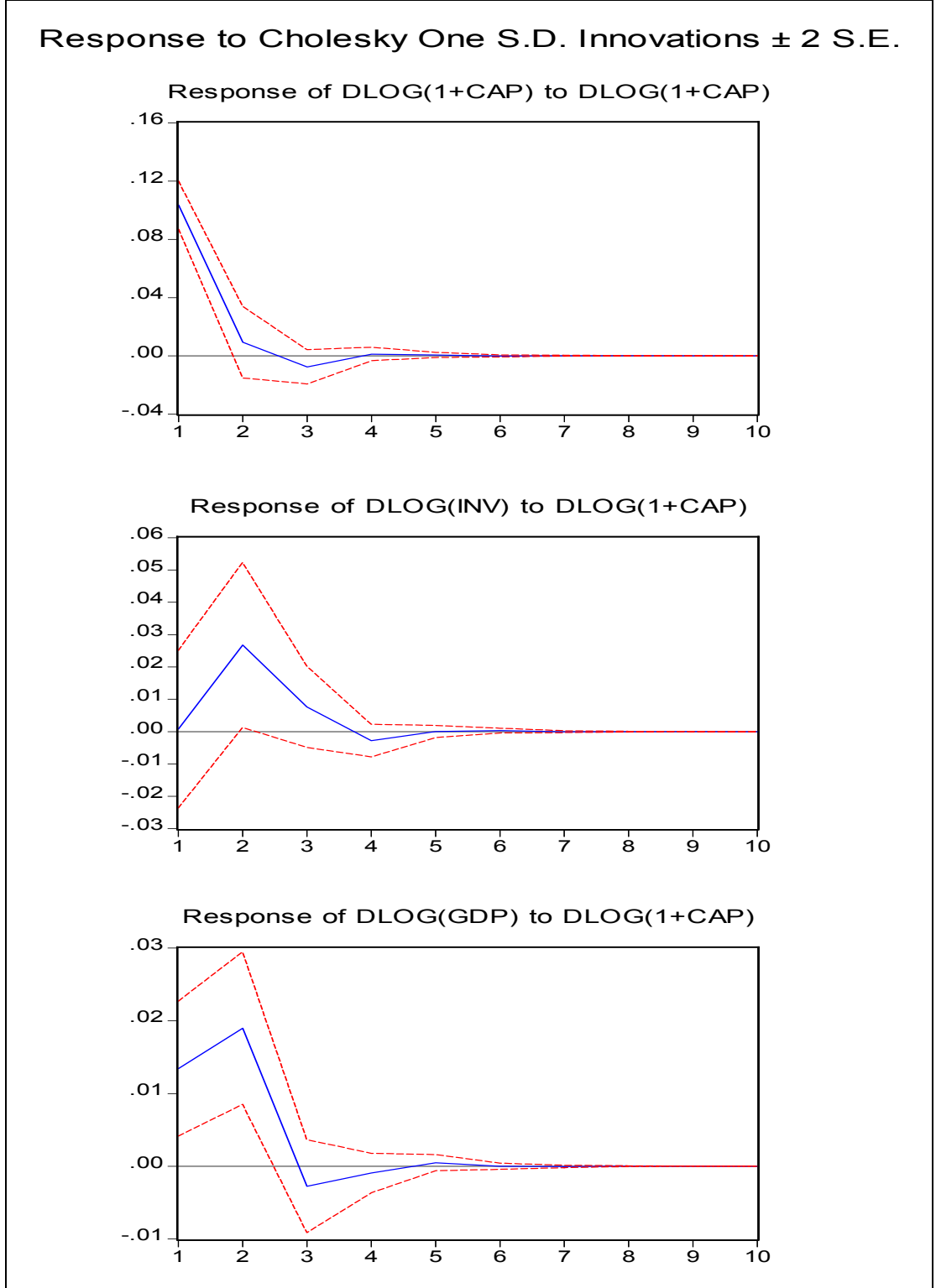
	DLOG(GDP)	DLOG(INV)	LOG(1+DOM)
DLOG(GDP(-1))	-0.168671 (0.15568)	1.033593 (0.40200)	-0.569986 (0.13712)
DLOG(INV(-1))	-0.015965 (0.05873)	-0.090656 (0.15164)	0.106947 (0.05173)
LOG(1+DOM(-1))	0.037858 (0.03055)	0.056075 (0.07889)	0.941840 (0.02691)
C	-0.216729 (0.05302)	-0.527897 (0.13690)	0.211749 (0.04670)
DUM1	-0.026720 (0.09112)	0.806496 (0.23530)	-0.341544 (0.08026)
DUM2	0.342295 (0.08321)	0.891161 (0.21486)	-0.313329 (0.07329)
DUM3	0.579204 (0.03725)	0.405554 (0.09618)	-0.155933 (0.03281)
DUM942	-0.150967 (0.04510)	-0.182118 (0.11646)	-0.123751 (0.03972)
R-squared	0.976716	0.623696	0.961382
Adj. R-squared	0.973456	0.571014	0.955975
Sum sq. resids	0.087390	0.582687	0.067796
S.E. equation	0.041807	0.107953	0.036823
F-statistic	299.6293	11.83877	177.8173
Log likelihood	106.1383	51.11744	113.5006
Akaike AIC	-3.384078	-1.486808	-3.637952
Schwarz SC	-3.099879	-1.202609	-3.353753
Mean dependent	0.011603	0.013123	0.209138
S.D. dependent	0.256605	0.164820	0.175497
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.66E-08	
Determinant resid covariance		1.06E-08	
Log likelihood		285.5136	
Akaike information criterion		-9.017710	
Schwarz criterion		-8.165112	

Vector Autoregression Tahminleri
Standard Hatalar ()

	DLOG(GDP)	DLOG(INV)	LOG(1+DEBT)
DLOG(GDP(-1))	-0.087860 (0.14274)	0.820306 (0.34373)	0.187184 (0.16824)
DLOG(INV(-1))	-0.023892 (0.05844)	-0.113638 (0.14072)	-0.136270 (0.06888)
LOG(1+DEBT(-1))	-0.001697 (0.01975)	0.009569 (0.04757)	0.992238 (0.02328)
C	-0.234166 (0.05128)	-0.457491 (0.12349)	0.046719 (0.06044)
DUM1	0.007355 (0.08444)	0.683879 (0.20333)	0.126255 (0.09952)
DUM2	0.380825 (0.07974)	0.788965 (0.19202)	-0.063725 (0.09398)
DUM3	0.603976 (0.03580)	0.386492 (0.08621)	-0.194364 (0.04219)
DUM942	-0.135364 (0.04704) [-2.87767]	-0.186180 (0.11327) [-1.64362]	-0.077903 (0.05544) [-1.40514]
R-squared	0.973304	0.603780	0.970832
Adj. R-squared	0.970189	0.557554	0.967429
Sum sq. resids	0.120748	0.700203	0.167736
S.E. equation	0.044861	0.108028	0.052874
F-statistic	312.5019	13.06156	285.2916
Log likelihood	118.8530	59.09252	107.6777
Akaike AIC	-3.260383	-1.502721	-2.931698
Schwarz SC	-2.999265	-1.241603	-2.670579
Mean dependent	0.009659	0.016464	0.691487
S.D. dependent	0.259824	0.162408	0.292969
Determinant resid covariance (dof adj.)		4.06E-08	
Determinant resid covariance		2.79E-08	
Log likelihood		301.9986	
Akaike information criterion		-8.176429	
Schwarz criterion		-7.393073	

EK-C : Etki Tepki Analizi Sonuçları

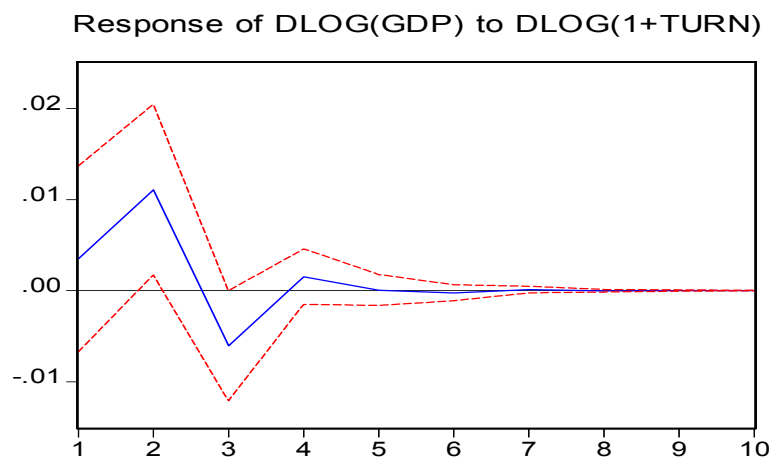
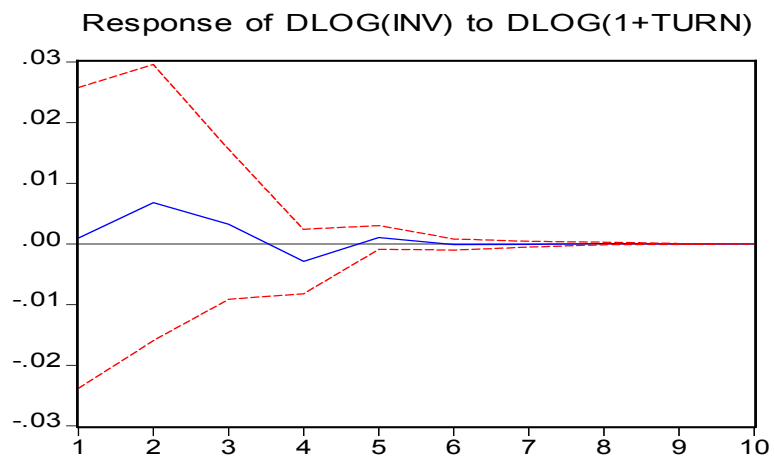
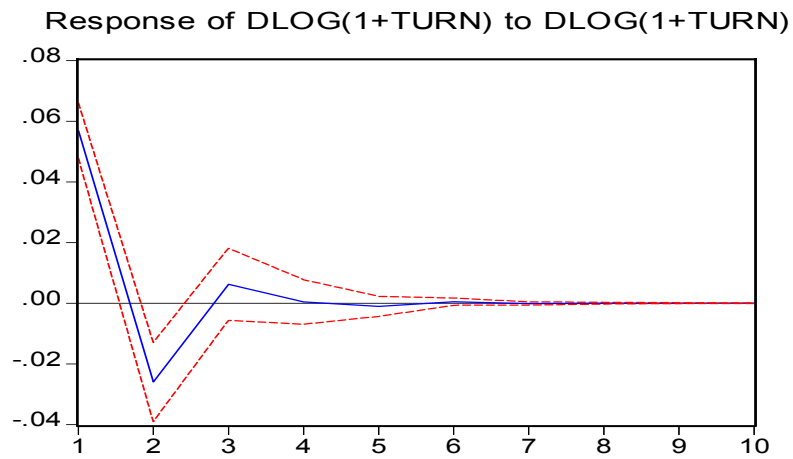
(CAP→INV→GDP)



EK-C (Devamı)

(TURN→INV→GDP)

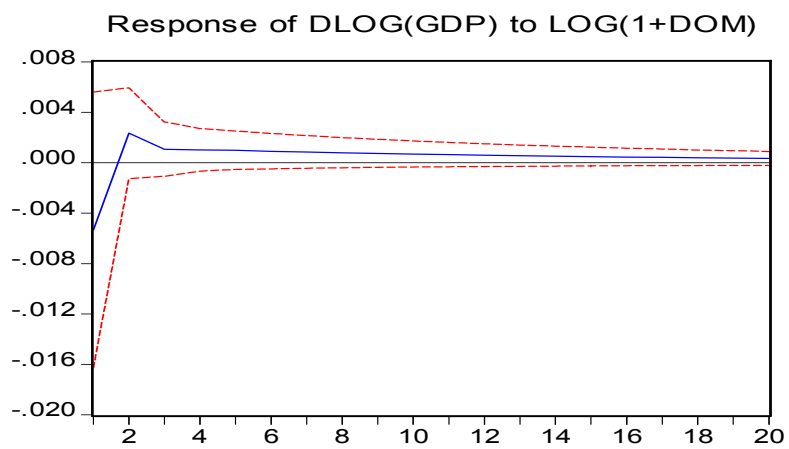
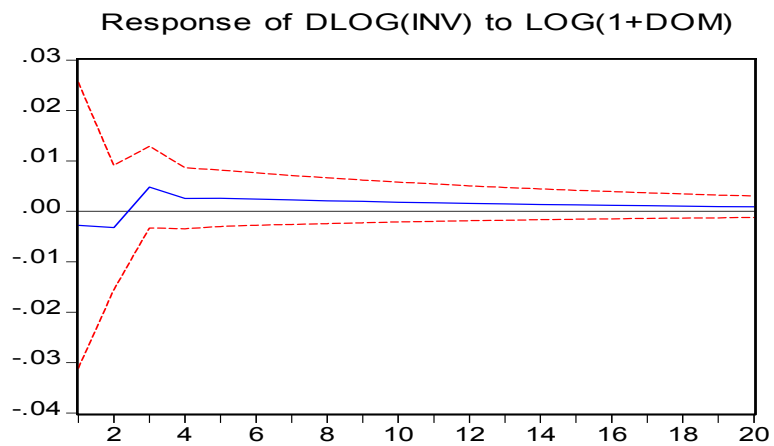
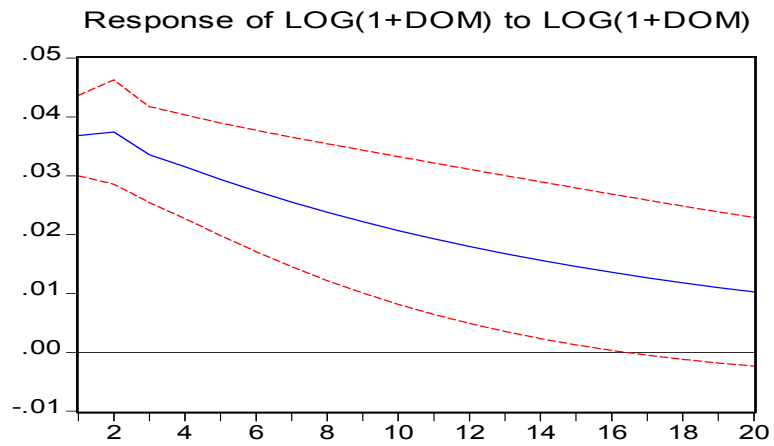
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



EK-C (Devamı)

(DOM→INV→GDP)

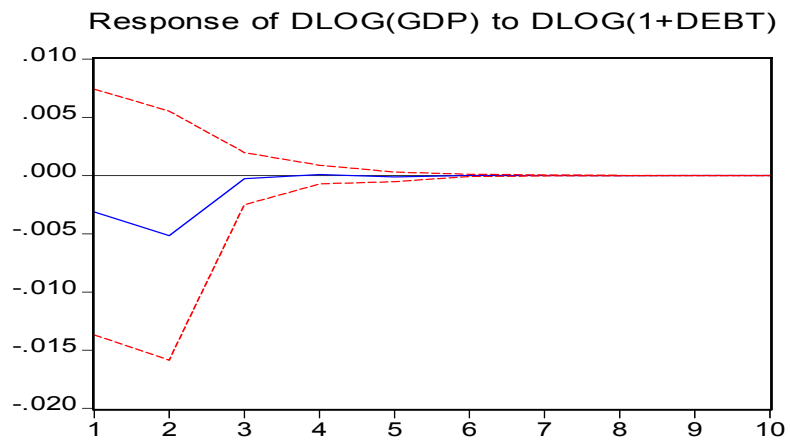
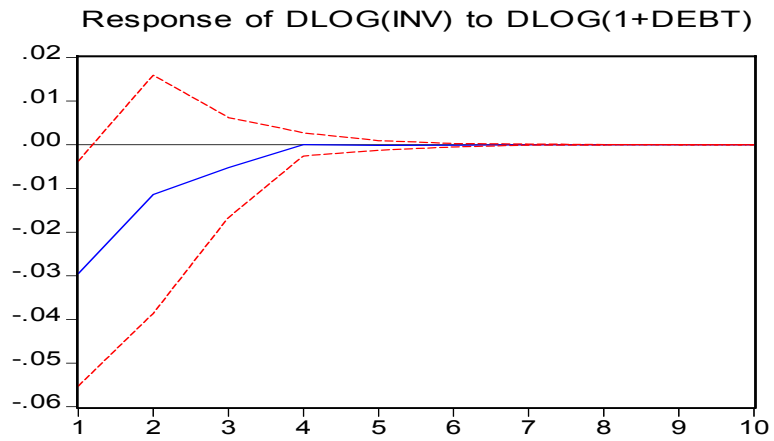
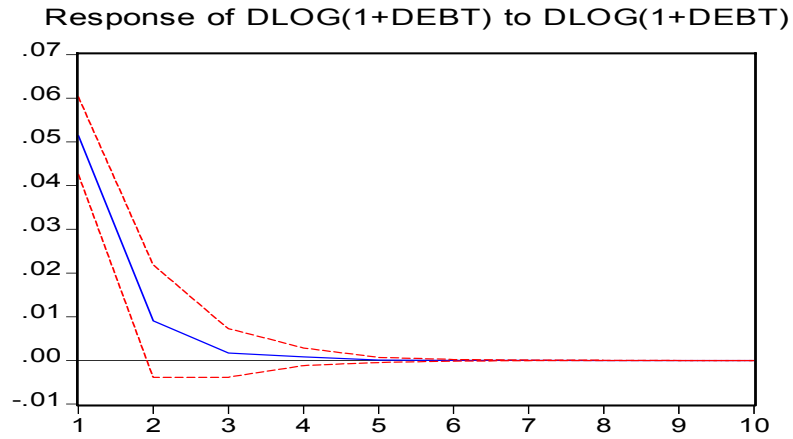
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



EK-C (Devamı)

(DEBT→INV→GDP)

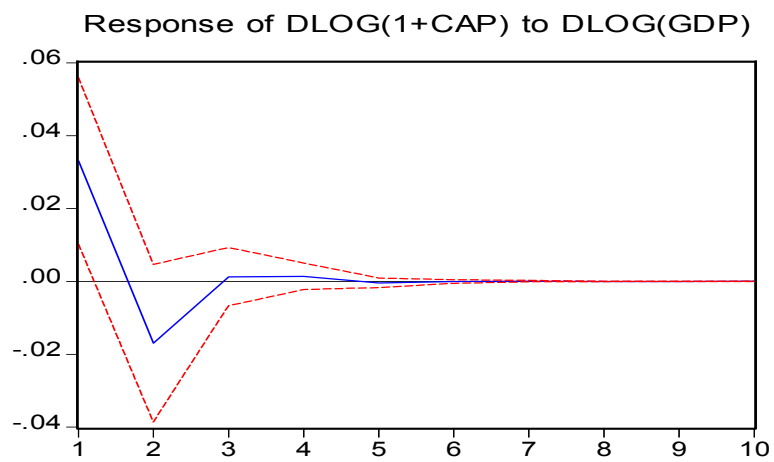
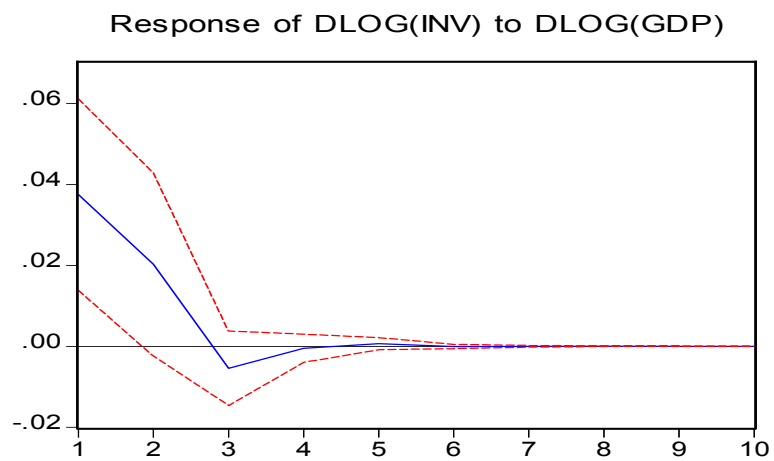
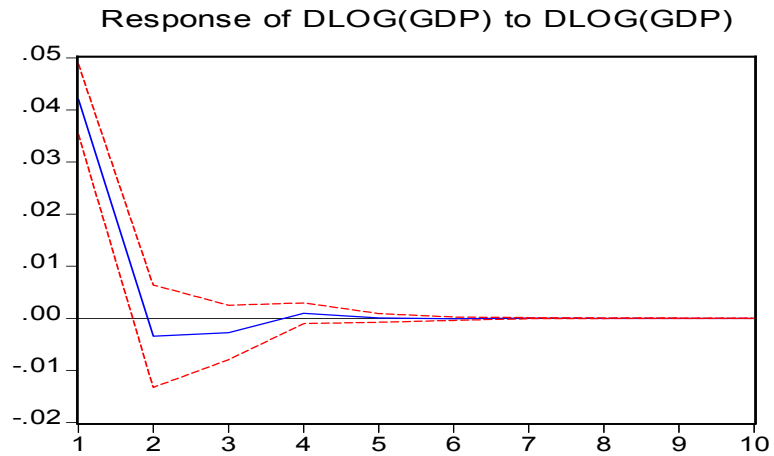
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



EK-C (Devamı)

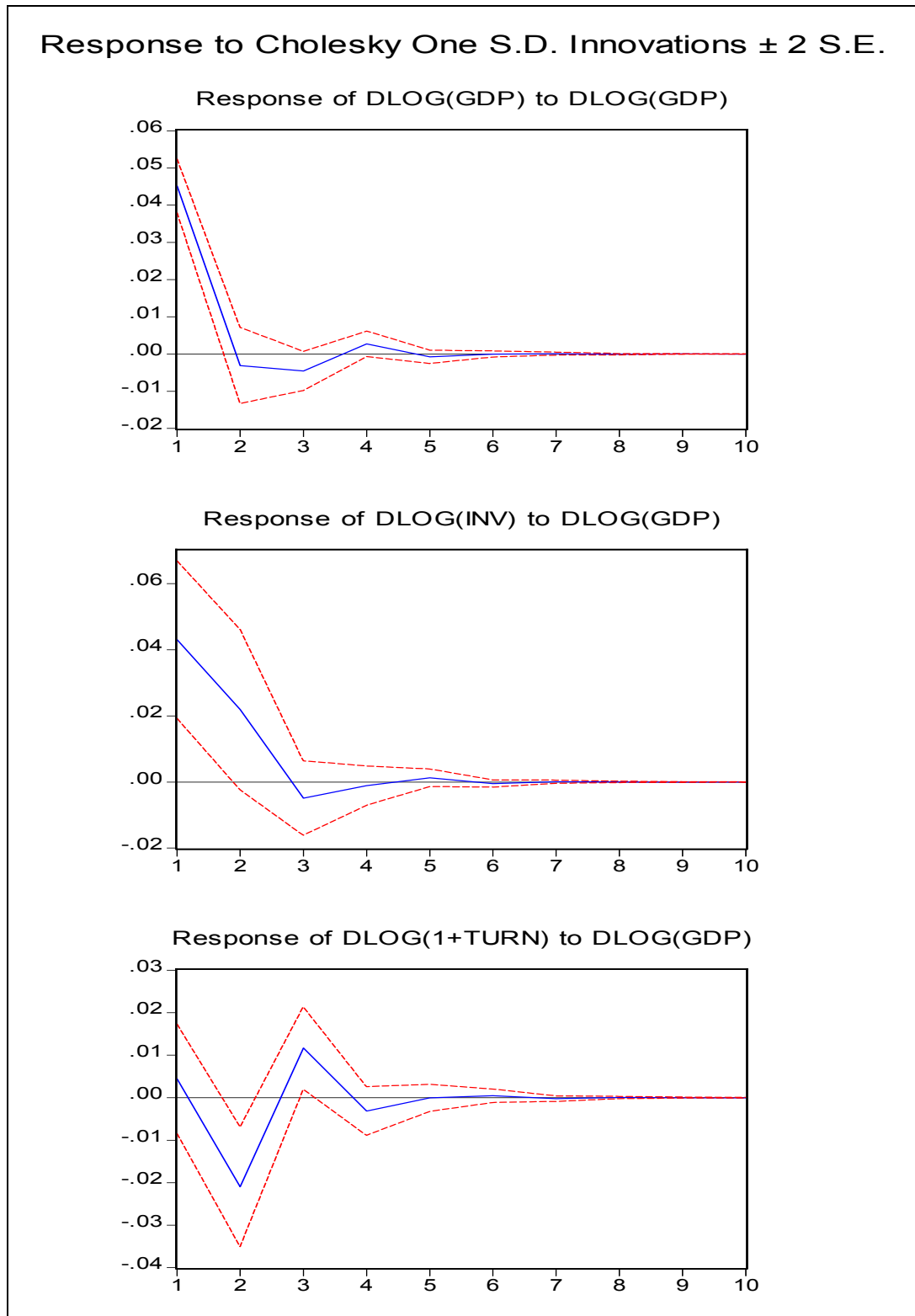
(GDP→INV→CAP)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



EK-C (Devamı)

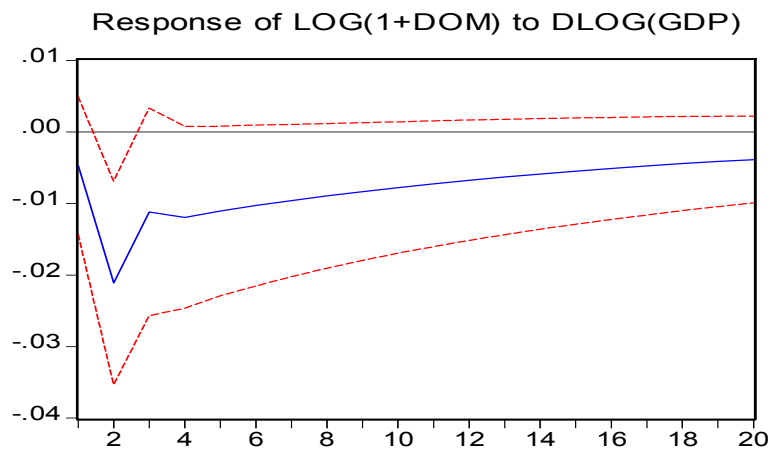
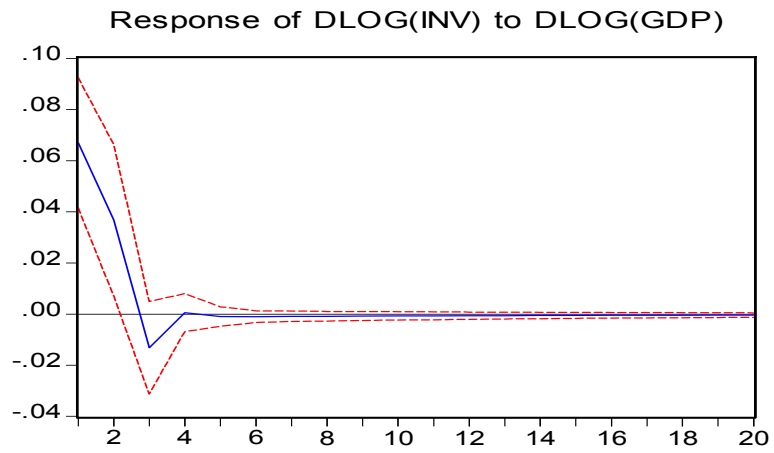
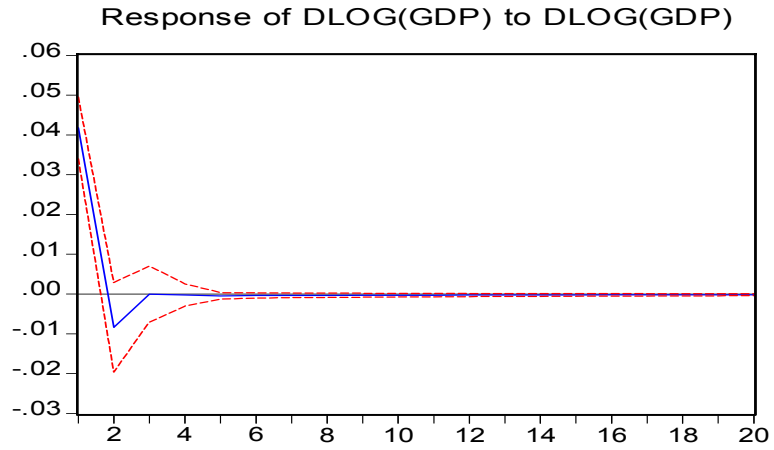
(GDP→INV→TURN)



EK-C (Devamı)

(GDP→INV→DOM)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



EK-C (Devamı)

(GDP→INV→DEBT)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

