



T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE HİSSE SENEDİ PİYASASININ EKONOMİK
BÜYÜMEYE KATKISI**

Yüksek Lisans Tezi

Nilgün KİNDİK

Danışman
Prof. Dr. Alper ASLAN

Nevşehir
Mart, 2019

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

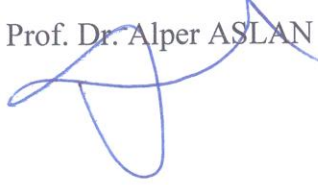
Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.



Tezi Hazırlayan
Nilgün KİNDİK

TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Türkiye’de Hisse Senedi Piyasasının Ekonomik Büyüme Katkısı” adlı Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.


Tezi Hazırlayan
Nilgün KİNDİK

Danışman
Prof. Dr. Alper ASLAN



İktisat Ana Bilim Dalı Başkanı
Doç. Dr. Serap ÇOBAN

KABUL VE ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Alper ASLAN danışmanlığında Nilgün KİNDİK tarafından hazırlanan “Türkiye’de Hisse Senedi Piyasasının Ekonomik Büyümeye Katkısı” adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

15.../03/2019

JÜRİ

Danışman : Prof. Dr. Alper ASLAN
Üye : Doç. Dr. Oğuz ÖCAL
Üye : Dr. Öğr. Üyesi Murat ESMERAY

İMZA




ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 15.../04.../2019 tarih ve 2019.15.317 sayılı Kararı ile onaylanmıştır.


Doç. Dr. Vedat AKTEPE
Enstitü Müdürü


TÜRKİYE’DE HİSSE SENEDİ PİYASASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE KATKISI

Nilgün KİNDİK

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans**

Mart 2019

Danışman: Prof. Dr. Alper ASLAN

ÖZET

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma yapılmış olmakta ve bu konuda genel kabul görmüş kanı ise iyi işleyen bir finansal yapının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğidir. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ağırlıklı olarak finansal gelişme literatürü içinde yer alan bankacılık sektörü üzerinden incelenmiş, hisse senedi piyasası bu konuda geri planda kalmıştır. Çünkü hisse senedi piyasası bankacılık sektörüne göre genç bir oluşumdur. Son dönemlerde yapılan çalışmalarda finansal gelişme literatürü içinde yer alan hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme ilişkisi ön plana çıkmaktadır. Genel olarak ise hisse senedi piyasasının reel ekonomiyi döviz kuru, GSYH, faiz oranı, enflasyon gibi çeşitli kanallar vasıtasıyla etkilediği kabul edilmektedir.

Bu tez, 1989-2017 yılları verilerini kullanarak Türkiye için hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır. Bu amaca yönelik olarak emek, sermaye, hisse senedi piyasası devir hızı, hisse senedi piyasası işlem hacmi ve GSYH değişkenlerini içeren modeller oluşturulmuştur. Birim kök testi için ADF uygulandıktan sonra çalışmaya ARDL Sınır Testi uygulanmıştır. Bu çalışma için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra ARDL modelinin yardımıyla katsayı tahminleri yapılmıştır. Bu tahminlere göre hisse senedi piyasası uzun dönemde ekonomik büyümeyi artırırken kısa dönemde herhangi bir katkı sağlamamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Hisse Senedi Piyasası, Ekonomik Büyüme, Sermaye Piyasası, ADF Durağanlık Testi, ARDL Sınır Testi

**CONTRIBUTION OF ECONOMIC GROWTH STOCK MARKET IN
TURKEY**

Nilgün KİNDİK

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences
Economics M.A**

Mart 2019

Supervisor: Alper ASLAN, Professor Dr.

ABSTRACT

Many studies have been conducted examining the relationship between financial development and economic growth, and generally accepted evidence is that a well-functioning financial structure will have a positive impact on economic growth. The relationship between financial development and economic growth has been examined through the banking sector, which is mainly included in the financial development literature, and the stock market has been in the background. Because the stock market is a young formation according to the banking sector. In the recent studies, the relationship between the stock market and economic growth in the financial development literature comes to the fore. It is generally accepted that the stock market affects the real economy through various channels such as exchange rate, GDP, interest rate and inflation.

This thesis, using data from the years 1989-2017 with the stock market for Turkey aims to examine the relationship between economic growth. For this purpose, models including labor, capital, stock market turnover, stock market transaction volume and GDP variables were created. After the ADF was applied for unit root test, ARDL Bound Test was applied to the study. After the cointegration relationship between the variables was determined for this study, coefficient estimations were made with the help of ARDL model. According to these estimates, while the stock market has increased economic growth in the long term, it does not make any contribution in the short term.

Key Words : Financial Development, Stock Market, Economic Growth, Capital Market, ADF Stability Test, ARDL Bound Test

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	I
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK	II
KABUL VE ONAY SAYFASI	III
ÖZET	IV
ABSTRACT.....	V
KISALTMALAR VE SİMGELER.....	VIII
TABLolar LİSTESİ.....	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK BÜYÜMENİN TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. Klasik Dönem Öncesi Büyüme Teorileri.....	3
1.1.1. Merkantilizm ve Ekonomik Büyüme	3
1.1.2. Fizyokrasi Ve Ekonomik Büyüme	5
1.2. Klasik Büyüme Teorileri.....	6
1.2.1. Adam Smith	7
1.2.2. David Ricardo	9
1.2.3. Thomas Robert Malthus.....	12
1.2.4. Karl Marx.....	14
1.3. Keynesyen Büyüme Teorileri	16
1.3.1. Harrod-Domar Modeli	17
1.4. Neo Klasik Büyüme Teorileri	21
1.4.1. Solow Modeli.....	24
1.4.2. Ramsey-Coss-Koopmans Modeli.....	26
1.5. İçsel Büyüme Teorileri.....	27
1.5.1. Paul Romer ve Bilgi Birikimi	31
1.5.2. Robert Barro ve Kamu Harcamaları	32
1.5.3. Robert Lucas ve Beşeri Sermaye	33

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE EKONOMİK BÜYÜME LİTERATÜRÜNDE FİNANSAL GELİŞMENİN YERİ

2.1. Sermaye Piyasası	34
2.2. Sermaye Piyasasının Yapısı	36
2.3. Sermaye Piyasasının Önemi.....	39

2.4. Ekonomik Büyüme Literatüründe Finansal Gelişmenin Yeri	40
2.5. Finansal Gelişme İle İlgili Yapılan Literatür Taraması	45
2.6. Hisse Senedi Piyasası Ve Ekonomik Büyüme	48
2.7. Hisse Senedi Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Literatür Taraması.....	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1. Çalışmanın Amacı.....	56
3.2. Çalışmanın Kısıtları	56
3.3. Model ve Veri	57
3.4. Yöntem Ve Bulgular	58
SONUÇ	65
KAYNAKÇA	68

KISALTMALAR VE SİMGELER

AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
ASEAN	: Güneydoğu Asya Uluslar Birliği
B	: Büyüme Hızı
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Cap	: Sermaye
ft	: Teknoloji
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
I	: Yatırım
k	: Sermaye-Hasıla Oranı
K	: Sermaye
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
L	: Emek
Laborforce	: Emek (İşgücü)
N	: Doğal Kaynak
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
s	: Tasarruf Oranı
S	: Tasarruf
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
Turnover	: Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı
Value	: Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi
vb.	: Ve benzeri
vs.	: Vesaire
Y	: Milli Gelir

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: ADF Durağanlık Testi Sonuçları

Tablo 2: ARDL Testi Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Turnover)

Tablo 3: Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, ARCH Testi ve Jaque-Bera

Tablo 4: ARDL Testi Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Value)

Tablo 5: Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, ARCH Testi ve Jaque-Bera

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Harrod-Domar Büyüme Modeli

Şekil 2: Sermaye Piyasası Araçları ve Sermaye Piyasasına Bağlı Kurumlar

Şekil 3: Akaike Information Criteria Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Turnover)

Şekil 4: Akaike Information Criteria Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Value)

GİRİŞ

Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişki yıllardır pek çok araştırmaya konu olmaktadır. İlk olarak iki kavramında açıklamasının yapılması faydalı olacaktır. En sade haliyle, ekonomik büyüme, bir ülkede üretim kapasitesinin yani üretimin ve haliyle de milli gelirin artması olarak ifade edilebilir. Bir ülkede kişi başı gelir seviyesi bir önceki yıl ile içinde bulunulan yıl arasında artış göstermişse söz konusu ekonominin büyüdüğü kabul edilmektedir. Kişi başına düşen milli gelirdeki artış oranı, bir ülkedeki üretim imkânlarının ne kadar ilerlediğini, arttığını göstermektedir (Dinler, 2000).

Ülkede ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için öncelikli olarak yatırımların artırılması gerekmektedir. Daha fazla yatırımın yapılabilmesi için ise tasarrufların da artırılması gerekmektedir. Bir ülkede tasarruf ne kadar fazlaysa yatırım oranı o derece yüksek olacağı için, ekonomik büyüme hızı da diğer koşulların sabit kalması şartıyla o denli yüksek olacaktır (Dinler, 2000).

Ekonomik büyümeyi önemli bir biçimde etkileyen tasarrufların yapılabilmesi için gelişmiş bir finansal sistemin varlığı çok önemlidir. Çünkü tasarruf sahipleri güvenli bir yatırım ortamı olmadan ve yaptıkları yatırım karşılığında belli bir meblağda getiri elde etmeden tasarruflarını yatırıma dönüştürmeyeceklerdir. Dolayısıyla gelişmiş bir finansal yapının var olması, tasarrufların ekonomiye yönlendirilmesi konusunda önem arz etmektedir.

Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin incelenmesi çok eskilere dayanmaktadır. Bu söz konusunun ilişkinin temelini Bagehot (1873), Schumpeter (1911) ve Gurley-Shaw (1955) yıllar öncesinde atmış olsalar da, bu düşünceye ampirik bir içerik katmak Davis (1965) ve Sylla (1969) gibi ekonomi tarihçilerine kalmıştır.

Finansal gelişmenin nasıl ölçüleceği konusunda günümüzde hala tam bir fikir birliği yoktur. Kimi çalışmalara göre finansal gelişmenin ölçülmesinde bankacılık sistemi üzerinden hareket edilirken kimi çalışmalara göre ise hisse senedi piyasası üzerinden hareket edilmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın amacı, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi finansal gelişme literatürü içinde yer alan hisse senedi piyasası üzerinden Türkiye için araştırmaktır. Çalışmada emek, sermaye, hisse senedi piyasası devir hızı, hisse senedi piyasası işlem hacmi ve GSYH kullanılan değişkenlerdir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde ekonomik büyümenin teorik çerçevesi üzerinde durulmuş ve büyüme modelleri ele alınmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde sermaye piyasasının yapısı, sermaye piyasasının önemi ve ekonomik büyüme literatüründe finansal gelişmenin yeri, finansal gelişme ile ilgili yapılan literatür çalışmaları anlatılmıştır. Daha sonrasında yine ikinci bölümde finansal gelişme genel anlamda ele alındıktan sonra hisse senedi piyasası üzerinde durulmuştur. Son bölümde ise hisse senedi piyasası ve ekonomik büyüme ilişkisinin ampirik analizi yapılmış ve burada çalışmanın amacı, kısıtları, model ve veri kısmı ile uygulanan yöntem ve ulaşılan sonuç kısmı anlatılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK BÜYÜMENİN TEORİK ÇERÇEVESİ

Dünyada farklı büyüklüklere ve farklı biçimlere sahip ekonomiler bulunmaktadır. Kimi ülkelerin ekonomisi çok zayıfken kimi ülkelerin ekonomisi gerçekten çok güçlüdür. Bazı ülkeler çok hızlı gelişmeler, ilerlemeler kat ederken bazı ülkeler ise hiç büyümektedir. İşte ülkelerin çoğu da bu iki uç nokta arasında yer almaktadır (Jones, 2001). Günümüz dünyasında zengin ülkelerle fakir ülkeler arasındaki refah farkı giderek artmaktadır.

1.1. Klasik Dönem Öncesi Büyüme Teorileri

1.1.1. Merkantilizm ve Ekonomik Büyüme

15. yy'dan 18. yy'a kadarki dönemde ulusal ekonomi politikasında egemen ideoloji olarak kabul edilmiştir.

Merkantilizmde zenginliğin tek kaynağı vardır. O da devletin sahip olduğu değerli madenlerdir. Değerli madenler ülkeyi yönetenler tarafından artırılmalı ve korunmalıdır. Ayrıca Merkantilistlere göre zenginleşmenin yolu da dış ticaretten geçmektedir. Başarılı bir iktisat politikasına sahip olabilmek demek dış ticaret bilançosunun fazla vermesi demektir. Çünkü Merkantilistlere göre "Artık" sadece dış ticaret fazlasıyla elde edilebilir. Söz konusu çağlarda para birimleri altın ve gümüştü. Ülke içinde değerli maden arzını artırmanın tek yolu da (maden ülke içinde üretilmediği sürece) dış ticaret fazlasıyla ülkeye değerli maden girişini sağlamaktır (Kazgan, 2012).

Merkantilistler mamul mal ihracatını teşvik ederken hammadde ihracatına karşı çıkmaktadırlar. Çünkü hammaddelerin işlenmiş biçimde ihraç edilmeleri durumunda daha fazla getiri elde edeceklerdir. Ayrıca ihracata konu olan malların yurtiçi tüketimlerinin engellenmesi gerektiğini de ileri sürmüşlerdir.

Devletin gücünü servet oluşturur. Servet ise değerli madenlerdir. Devletin gücünüm temsil eden servet aynı zamanda ayrıcalıklarla donatılmış tüccarların da serveti demektir. Tüccarlarla devletin çıkarlarının özdeş sayılma nedeni ise tüccarların kârlı denizaşırı ticaret faaliyetlerinden yararlanabilmesi için güçlü merkezi devlet ve güçlü bir ordu olmalıdır. Güçlü ordu için silah yapımını ise yine tüccarlar sağlamaktadır. Merkantilizmin hâkim olduğu dönemde dış ticarete koruma politikası uygulanmıştır. Yani devletin ekonomiye müdahalesi ağırlıklıdır, ekonomide “devletçi” bir yapı vardır.

Toptan ticarete ve dış ticarete tekel vardı. Dış ticarete tüccarlara devlet eliyle tekel verilmesi birkaç noktada gerekliydi. Denizaşırı ülkelerde ticaretin yüksek riskte olması tekeli gerekli kılmıştı. Riski azaltmak için tekel uygulamasının yanı sıra sömürgeleştirmede de önemli bir araç olmuştur.

Dünya zenginliği sabit olduğu için Merkantilistlere göre ülkelerden birinin zenginleşmesi diğerinin fakirleşmesi demektir.

Güçlü bir ekonomiye güçlü bir devlet sayesinde ulaşılır. Güçlü devlete ulaştıracak olan da güçlü bir ordu ve donanmanın varlığıdır. Bunun için de nüfus fazla olmalıdır. “Bir ülkenin en büyük hazinesi iyi beslenmiş insan sayısıdır” fikrini savunmuşlardır ve nüfus artışını özendirmişlerdir.

Merkantilizm ülkeye göre değişen bir düşünce sistemidir. Çünkü her ülkenin kapital biriktirme şekilleri farklıdır.

- İngiltere-Hollanda => Serbest ticaret yanlısıdır ve tüccarların düşüncesi ağırlıklıdır.
- Fransa (Colbertizm) => Devlet eliyle sanayileşmeyi desteklemiştir.
- Almanya (Kameralizm) => Devlet maliyesine büyük önem verilmiştir.

- İtalya-İspanya => Para ile ilgili konulara ağırlık vermişlerdir.

Merkantilistlerin iktisadi tahlile katkıları da olmuştur.

- Bugün ödemeler bilançosu dediğimiz, kendilerinin dış ticaret bilançosu dedikleri kavramdır.
- Paranın miktar teorisinin ilkel halini kullanmışlardır.
- Kendilerinin ‘politik aritmetik’ dedikleri rakamlarla çalışmanın bugünkü ‘ekonometrinin’ atası olduğu söylenebilir.

1.1.2. Fیزیokrasi Ve Ekonomik Büyüme

18. yy’ın ikinci yarısında Fransa’da, zenginleşmenin yolunun ticaretten geçtiğini savunan Merkantilist sistemin bu amaçla uyguladığı iktisat politikalarına tepki olarak ortaya çıkmıştır. Kelime anlamı “doğal düzen” olan Fیزیokrasi ekonomide de doğal düzende işleyişinden yanadır. İktisadi düşüncenin “okul çağı”nı başlatmıştır. Çok kısa (1760-1770 arası etkili) bir dönem sürmüştür (Kazgan, 2012).

Fransa’da Colbert’in Merkantilist politikası ile sanayileşme çabaları tarımı geri plâna atmıştır. Çünkü Merkantilizm sanayiye dış ticaret aracı olarak geliştirmiş fakat tarımı hep ötelemiştir. Fیزیokratlara göre servetin kaynağı tarımdır. Çünkü tarım üretken bir sınıftır.

Fیزیokratların en önemli temsilcisi Francois Quesnay’dır. Quesnay en önemli eseri Ekonomik Tablo’da toplumu 3 temel sınıfa ayırmıştır. Bunlar; toprak sahipleri, çiftçiler ve üretken olmayan sınıf (esnaf, tüccar, zanaatkârlar).

Fیزیokratlara göre yalnız tarım üretken sınıf olduğu için vergi de yalnızca tarımdan alınmalıdır. Yani tek vergi (toprak mülkiyetini elinde tutanlardan alınan vergi) uygulaması vardır. Tek vergi uygulamasının sebebi ise; rekabet şartlarının geçerli olduğu tabii düzende ancak toprak sahiplerinin geliri nettir ve vergilendirilebilir.

Fیزیokratların temel felsefesi “Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler”dir. Bunun anlamı ise devletin ekonomiye müdahale etmemesi, dış ticarete de herhangi bir sınırlama getirmemesi gerektiğidir. Ekonomik sistem doğal düzeni içinde işlemelidir.

Fizyokratlar kendilerini izleyen Klasik ve Neo-Klasiklerden farklı olarak tasarrufları faydalı görmemişlerdir. Çünkü tarımsal ürünlerin ‘iyi bir fiyat’ elde etmesi önlenir ve böylece safi hâsıla azalır.

Fizyokratların iktisadi tahlile katkıları şunlardır:

- Genel denge tanımını ön planda tutmuşlardır.
- Emek-değer teorisinin gelişimine öncülük etmişlerdir.
- Verimli-verimsiz emek ayrımı ilk kez bu ekolde söylenmiştir.

1.2. Klasik Büyüme Teorileri

Modern ekonomik büyüme teorilerinin temelini Klasik iktisatın önemli temsilcilerinden olan Adam Smith (1776), Thomas Malthus (1798), David Ricardo (1817) ve Karl Marx’ın (1818) büyümeyle ilişkin görüşleri oluşturmuştur (Barro ve Sala-i Martin, 2004).

Ekonomik büyüme konusunda Klasikler farklı yaklaşımlar sergileseler dahi ortak noktada buluştukları yer büyümenin kaynağının sermaye birikimi olduğunu kabul etmeleri olmuştur (Çiftçi Durusu, 2015).

Klasik iktisatçılar temelde farklı bakış açılarıyla analiz yapsalar dahi hepsini ortak iki noktada buluşturan temel iki konu, uzun dönemli sermaye birikim süreci ve toplam ürünün sınıflar arasındaki bölüşümü olmuştur. Bu yüzden klasik akımın aslında dinamik bir nitelik taşıdığı da görülmektedir (Kıraçlar, 2005).

Klasiklerin analizlerinde kullandığı temel değişkenlerin aslında yapısal nitelikteki değişkenler olduğu söylenebilir. Çünkü bu yapısal nitelikteki değişkenler toplumsal ve kurumsal ilişkiler üzerinde odaklanmıştır. Klasik üretim fonksiyonunu kullanan Klasik iktisatçılar iktisadi büyüme teorilerinde azalan verimler yasası, genel denge dinamikleri, rekabet şartları, üretimde teknolojinin rolü gibi konuları temel alarak genel ekonomik denge içinde büyüme perspektifini belirlemişlerdir. Adam Smith’ten itibaren büyümeyi etkileyen faktörler ve büyümenin nasıl artırılacağı araştırılmaya başlanmıştır. Örneğin; Smith iş bölümü, uzmanlaşma ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelerken, Malthus nüfus ve büyüme hızları arasındaki uyumsuzlukları, D. Ricardo

ise azalan verimler ve bölüşüm üzerine incelemeler yapmıştır. Büyüme; büyüme aşaması ve durgunluk aşaması olmak üzere iki temel aşamada gelişmektedir ve aslında Klasik iktisatçılar analizlerine başlarken en başta farklı bakış açılarında olsalar bile analiz sonuçlarında büyümenin bu iki temel aşama sonucunda geliştiği fikrinde buluşmuşlardır (Birinci, 2015).

Herhangi bir politika müdahalesi olmadan gerçekleşen büyüme sürecinde yatırım ve sermaye birikimindeki artışı üretimi artırmakta, böylece artan üretim de emek ihtiyacını ve ücretleri yükseltecektir.

Devletin ekonomiye müdahalesi olmaksızın gerçekleşen yatırım ve sermaye stok artışları üretimi artırmakta ve böylece artan üretim sayesinde emek talebi ve ücretlerde yükselmektedir. Yaşanan gelir artışı sayesinde fiyatlar genel seviyesi de yükselmekte ve karlar normal seviyenin üzerine çıkmaktadır. Artan ücretler nüfusu artırmakta ve haliyle emeğin arzı da artmakta böylece ücretler de düşmektedir. Düşen ücretlerden dolayı üretilen malların bir kısmı üreticinin elinde kalacak ve fiyatlar genel seviyesi de düşüşe geçecek ve böylece karlar da normal düzeye inecektir. Ve bu durumda büyümenin durgunluk aşaması yaşanmaktadır (Birinci, 2015).

1.2.1. Adam Smith

Klasik iktisadi düşüncenin Adam Smith tarafından kurulduğu, David Ricardo tarafından geliştirildiği kabul edilmektedir. Klasik iktisadın kurucusu olan Adam Smith ekonomik büyümeye ilişkin görüşlerini 1776'da yayımlanan "Ulusların Zenginliğinin Niteliği ve Nedenleri Hakkında Bir İnceleme" adlı eserinde açıklamıştır. Adam Smith yazmış olduğu bu eserde yeni bir dünya vaat etmekte ve bu yeni dünya düzeni sadece altın ve gümüş biriktirmenin yanı sıra zenginlik dolu bir dünya idi. Çünkü Adam Smith'e göre ekonomik büyümenin kaynağı ne Merkantilistlerdeki gibi değerli maden biriktirmektir ne de fizyokratlardaki gibi topraktır. A. Smith bu yeni dünyayı herkese yani sıradan insana da vaat ediyordu. Milletlerin Zenginliği aslında bir ekonomik bağımsızlık bildirgesiydi (Kıraçlar, 2005).

A.Smith'e göre ekonomik büyümeyi belirleyen iki temel etken vardır. Bunlardan birincisi ve en önemli olanı işbölümü ve uzmanlaşma, diğeri ise üretken işte çalıştırılan

işçi sayısının üretken olmayan işte çalıştırılan işçi sayısına oranıdır. İşbölümü ve uzmanlaşma Adam Smith'in görüşlerinin tam merkezinde yer almaktadır (Çiftçi Durusu, 2015).

Adam Smith'in ekonomik büyümeyi; iş bölümü ve uzmanlaşmayla ve sermaye birikimiyle açıklaması aslında büyüme ve kalkınmanın dinamik yönünü ele aldığını göstermektedir. A. Smith büyümeyi belirleyen faktörlerin ve kalkınmayı sağlayacak etkenlerin neler olduğunu açıklamaya çalışmış, bu bağlamda kişisel çıkar, iş bölümü-uzmanlaşma ve üretim fonksiyonunu ele almıştır. Smith'in ortaya koyduğu teori fazla gelişmemiş olmasına rağmen tutarlı bir dinamik model olmuştur (Kıraçlar, 2005).

A. Smith'in ekonomik büyümenin ve ülkelerin zenginleşmesinin temelini işbölümü ve uzmanlaşmaya bağlı insan emeğine dayandırması beşeri unsurun sermaye olarak kabul edilmesindeki ilk adım olmuştur (Kuyubaşı, 2009).

A. Smith klasik iktisadın temellerini atmış ve "Ulusların Zenginliği" adlı önemli eserinde bir ülkenin ekonomisinin büyümesinde iş bölümünü önemli bir değişken olarak ele almaktadır. Smith'e göre yapılan bir işe emek harcarken gösterilen ustalık, beceri ve muhakeme yeteneğinin büyük bir kısmı o iş öncesinde belirlenmiş olan iş bölümü sonucunda ortaya çıkmaktadır (Smith, 1985).

Smith'e göre milletlerin zenginliğinin temel kaynağı iş bölümüne dayalı insan emeğidir. Çünkü sanayileşmeye dayalı büyüme modelinde artan iş bölümü önemli bir faktördür (Özsağır, 2008).

Smith'e göre emeğin verimliliğini artıran üç etken vardır. Bunlardan birincisi işbölümü neticesinde emekçinin yani işçinin bilgisi ve becerisi artar, ikincisi zaman tasarrufu sağlanır çünkü işler arasında geçiş olmaz herkes sadece kendi işini yapar ve son olarak da üçüncüsü makineleşmeyi teşvik eder. Smith'e göre milletin sermayesi israfla azalırken tutumlulukla artacaktır. Çünkü yine Smith'e göre kişinin sermayesi nasıl ki tasarruflarıyla artar tüm bu kişilerin toplamı olan toplumun, ulusun sermayesi de ancak tutumlulukla artar. Smith Mutlak Üstünlükler Teorisinden hareket ederek bir ülkenin işbölümü ve uzmanlaşma sonucunda mutlak olarak üstün olduğu malları ihraç

etmesi gerektiğini, üstünlüğü olmadığı malları ise ithal yollarla ülkesine alması gerektiğini söylemektedir (Çiftçi Durusu, 2015).

A. Smith emek, sermaye ve toprak olmak üzere üç üretim faktörünün varlığını da kabul etmektedir. Ancak Smith için değer tek ölçüsü vardır o da emektir. Smith'e göre bir ülkenin milli gelirinin artması için sahip olduğu mevcut emeğin ya üretim gücü artmalı yada direkt sahip olduğu üretken emek miktarı artmalıdır. Üretken emek miktarı milli gelirden üretken emeğe ayrılan payın artmasıyla artarken, ülkenin sahip olduğu mevcut emeğin üretim gücü ise makineleşme ve işbölümü ile artmaktadır.

Smith'e göre büyüme için önemli olan işgücünün büyümesi nüfusa bağlıdır. Nüfus artışını belirleyen ise temelde ücret haddidir. Çünkü ücretler yüksekken erken yaşta evlilikler çoğalır ve doğumlar artar. Smith'e göre öyle bir ücret haddi olmalı ki, ücret haddi ne nüfusu artıracak kadar yüksek olmalı ne de nüfusu azaltacak kadar düşük olmalıdır. Nüfusu belli bir seviyede sabit tutacak ücret haddine Smith "en az geçim ücreti" adını vermiştir. Ve Smith için büyüyen bir ekonomide nüfus artarken gerileyen ekonomide nüfus azalacak, durgun ekonomilerde ise nüfus sabit kalacaktır.

Smith ekonomide tam rekabet şartlarının varlığını kabul etmiş ve piyasaya müdahale edilmemesi gerektiğini savunmuştur. Smith'e göre dış ticaret serbest bırakılırsa bu durum uluslararası uzmanlaşmayı teşvik edecek ve böylece mutlak üstünlük teorisi sayesinde ulusların gelirleri artacaktır. Fiyat mekanizmasının işlemesi ve büyümenin sağlanabilmesi açısından en uygun ortam liberal ekonomi düzenidir. Adam Smith'e göre devlet ekonomiye sadece özel mülkiyetin gelişmesi ve bireyin güvenliğinin sağlanması yönünde olmalıdır (Birinci, 2015).

1.2.2. David Ricardo

Klasik büyüme teorisine çok düşünür katkı yapmasına rağmen bu teori temelde David Ricardo ile bütünleşmiştir. Çünkü bu teoriye başlangıç niteliğindeki en önemli katkı Ricardo'dan gelmiştir ve bu yüzden de klasik büyüme teorisi Ricardo modeli başlığı altında incelenir. Ricardo aslında doğrudan büyüme konusunu değil gelir bölüşümü meselesini incelemiştir (Hiç, 1994).

Ricardo, A. Smith'in modelinde varlığını kabul ettiği eksikleri eleştirirken aynı zamanda A. Smith ile aynı çerçevede daha iyi bir değer/fiyat teorisini oluşturmaya çalışmıştır. Kuracağı teoriye dair ölçüm yapabilmek için kendi değeri değişmeyen bir değer araştırmıştır. Ayrıca Ricardo rant kuramıyla toprak sahiplerinin uzun dönemdeki gelir dağılımında daha avantajlı olduklarını ispat etmeye çalışmıştır. David Ricardo'ya göre "azalan verimler yasası" ancak uzun dönemde geçerlidir ve ekonomik büyüme elbet bir gün sona erecektir (Kıraçlar, 2005).

Ricardo çalışmalarında "değer" kavramı üzerinde yoğunlaşmıştır. Değerden kastı ise piyasada alınıp satılan malların değeridir. Ricardo'ya göre bir metanın değerini o metanın üretiminde kullanılan emek miktarı ve sağladığı fayda belirler. Ricardo'nun bu teorisi iktisat literatürüne "Emek Değer Teorisi" olarak girmiştir (Birinci, 2015).

Ricardo'ya göre malların fiyatı piyasada arz ve talep tarafından birlikte belirlenmektedir. Ayrıca Ricardo malları yeniden üretimi mümkün olan ve olmayan şeklinde ikiye ayırarak yeniden üretimi mümkün olmayan malların değer ve fiyatlarında arz ve talebin rolüne daha çok ağırlık vermiştir. Yeniden üretimi mümkün olan malların değerini ise o malın üretimindeki maliyetine bağlamıştır (Kıraçlar, 2005).

Ricardo ekonomide tam rekabet koşullarının varlığı ile ülkelerin iş bölümü ve uzmanlaşmaya varacağını savunmuştur. Smith'in "Mutlak Üstünlük Teorisi"ni, "Karşılaştırmalı Üstünlük Teorisi" ile tamamlamış ve ülkelerin sadece mutlak üstün olduğu mallarda değil karşılaştırmalı üstün olduğu mallarda da uzmanlaşacağını ileri sürmüştür. Ricardo paranın sadece bir değişim aracı olduğunu ileri sürmüş ve miktar teorisini benimsemiştir (Alkin 1981).

D. Ricardo üretim fonksiyonunu Adam Smith gibi toprak, sermaye ve emek olmak üzere üç üretim faktörüyle açıklamıştır. Ancak David Ricardo'nun üretim fonksiyonu Adam Smith'in üretim fonksiyonunun tam tersine azalan marjinal verim yasasına tabidir. Ricardo için toprak miktarı sabit olmasına rağmen topraklar kalite açısından farklılıklar gösterebilir. Yani şöyle ki büyümeyi devam ettirebilmek için daha fazla toprak alanı ekilebilir hale getirilebilir ancak daha fazla toprak yaratılamaz. Bu durum

ekonomik büyüme iki şekilde etkilemektedir. İlki toprak sahiplerine ödenen rantlar zamanla artacak fakat girişimcilerin karları azalacak, ikincisi de tarımdan elde edilen ücretler zaman içinde artacaktır (Kıraçlar, 2005).

Ricardo'ya göre ekonomi büyüme ve durgunluk olmak üzere süreçten oluşmaktadır. Büyüme aşamasında yüksek kar oranları sayesinde sermaye birikimi ve tasarruf miktarları da artacaktır. Yüksek sermaye birikimi sonucunda üretim artışı yaşanacaktır. Üretimin artması ise işgücüne olan talebi artıracaktır. İşgücü talebindeki artışta kısa dönemde hemen reel ücretlerde artışa sebep olacaktır. Ücret hadlerindeki bu artış Malthus'un nüfus kanunu teorisine göre nüfus artışını sağlayacaktır. Artan nüfusla birlikte tarım ürünlerine olan talep artacak ve böylece üretim teşvik edilecektir. İşte böylece ekonomik büyüme süreci devam edip gidecektir. Ücret hadlerindeki yükselme nedeniyle artan nüfusun gıda ihtiyacı da artacak ve bu yüzden de üretimi artırmak gerekecektir. Bir süre sonra ülkedeki verimli toprak miktarı sınırlı olduğu için verimsiz topraklar da üretime açılacaktır. Verimsiz topraklarda yapılan üretimlerden dolayı farklı maliyetler ortaya çıkacak ve toprak sahiplerine ödenen rantlar artacaktır (Berber, 2011).

Rant gelirini yaratan neden, azalan verim halidir. Nüfus arttıkça gitgide daha verimsiz topraklarda tarım yapılacaktır. Ürünler, tam rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda satıldıkça, fiyatlar en verimsiz toprak parçasındaki üretim maliyetini karşılayacak düzeyde belirleneceğinden, düşük maliyetle çalışan verimli toprak sahipleri bu durumdan yararlanarak rant geliri elde edeceklerdir. Bundan dolayı, Ricardo'ya göre rant geliri doğanın cömertliğinden değil cimriliğinden doğmakta ve hak edilmemiş gelir niteliğini taşımaktadır (Kıraçlar, 2005).

Azalan verimler yasası sonucu emek ve sermayede uzun dönemde aşırı kardan normal karlara geçilecektir. Karların azalması da yatırımları durduracak ve böylece ekonomide durgunluk süreci de başlamış olacaktır. Ekonominin ulaştığı bu durgunluk halinde ücretler, doğal ücret haddi düzeyindedir, nüfus artık artmamaktadır, net yatırım sıfırdır, büyüme durmuştur (Hiç, 1975).

Ricardo modelinin temel mantığı aslında ekonomi gidişatının büyüme safhası ve

durgunluk safhası olmak üzere iki aşamada ele alınabilmektedir. Modelin püf noktası ise ekonominin durgunluk safhasıdır. Bu modelde bulunan müteşebbis, toprak sahibi ve emek sahibi olmak üzere üç gelir grubunun gelir dağılımından aldıkları paylardaki değişimler ekonomik durgunluğa giden süreci ortaya koymaktadır. Ricardo'ya göre teknolojik gelişmeler tarım sektöründe artan verimlere yol açmadığı gibi uzun dönemde ekonomide de azalan verimler yasasının geçerli olacağını ve böylece ekonominin durgunluğa gireceğini iddia etmekte ve teknolojik gelişmenin önemini göz ardı etmektedir (Kuyubaşı, 2009).

Ricardo büyüme modelinin temel varsayımları, ücretler kısa dönemde emek arz ve talebi tarafından belirlenirken, uzun dönemde asgari ücret düzeyinde sabittir. Çünkü, Malthus'un nüfus kanunu işleyecek ve yüksek ücret seviyesi gerçekleştiği takdirde nüfus artacaktır. Ekonomide daima tam istihdam hali ve tam rekabet koşulları etkindir, devlet ekonomiye müdahale etmez. Ayrıca Ricardo modelinde sabit katsayılı üretim fonksiyonu geçerlidir. Birbiri yerine ikame edilemeyen emek ve sermaye sabit bir bileşimde kullanılmaktadır. Müteşebbisler verimli araziler için toprak sahiplerine rant öderler. Ve tarım sektörü için azalan verimler söz konusudur (Doyar, 2015).

1.2.3. Thomas Robert Malthus

Malthus ekonomik büyüme teorisinde büyümeyi nüfus ile ilişkilendirmiş ve temel iki unsur belirlemiştir. Bunlardan birincisi Malthus'un tezine göre üretim faktörlerinden biri olan toprak arzının sabit olması, ikincisi de hayat standardının nüfus artış oranı üzerinde etkisi olmasıdır (Birinci, 2015).

Malthus yaptığı analizler sonucunda nüfusun geometrik bir dizide (1,2,4,8,16,...) artarken gıda arzının aritmetik bir dizide (1,2,3,4,...) arttığı sonucuna ulaşmış ve nüfusun refah üzerinde olumsuz etkiler doğuracağını savunmuştur (Taban, 2010).

Üretimin aritmetik artışı doğal sınırlara dayandırılmıştır. Malthus ücretlerin artışıyla birlikte nüfusunda artacağını savunmuştur. Malthus'un ortaya koyduğu bu ilişki sayesinde Ricardo'nun modeli işlemiş ve böylece nüfusun hayat kalitesinin yükseltilmesi düşük ücretlere bağlı kılınmıştır (Berber, 2011). Malthus'a göre üretim, emeğe göre azalan verimler kanununa tabidir ve bu yüzden de toprak arzı ile

teknolojinin sabit olduğu bir ekonomide nüfus artışının yaşanması halinde üretim, nüfus artışından daha az bir oranda artacaktır. Bu da ferdi gelir düzeyinin yıllar geçtikçe azalmasına sebep olacaktır (Ünsal, 2007).

Malthus, “An Essay on the Principle of Population” "Nüfus Prensibi Üzerine Bir Deneme" adlı eserinde devam eden bir nüfus artışının ileriki süreçte gıda yetersizliğine sebep olacağını belirtmiştir. Malthus’a göre nüfus artışı kontrol altına alınmalı aksi takdirde geometrik bir dizi halinde artmaya devam eden nüfusa karşılık gıda maddelerinin artışı aritmetik bir dizi halinde olacaktır ve bu iki dizi arasındaki farkta giderek büyüyecektir (Savaş, 1996).

Malthus’a göre toprak arzı sabit olup azalan verimler yasasına tabidir. Ayrıca Malthusgil modelde hayat standardının nüfus artış oranı üzerinde olumlu bir etkisi vardır. Teknoloji sabit olduğunda nüfus kendi kendini dengeleyecektir. Ayrıca mevcut kaynaklar artsa bile birey başına gelir seviyesi uzun dönemde değişmeyecektir. Çünkü daha iyi teknoloji, daha az zengin olan daha fazla nüfusa sebep olacaktır (Deliktaş, 2001).

Malthus nüfus büyüme hızını; doğum oranı ile ölüm oranı arasındaki fark olarak tanımlamaktadır. Doğum haddi ortalama hayat standardından bağımsız değişirken, ölüm haddi ile ortalama hayat standardı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yani şöyle ki ortalama hayat standardı iyileştikçe ölüm oranları azalmaktadır. Çünkü kişiler daha iyi beslenmekte ve sağlık hizmetlerinden daha fazla yararlanmaktadırlar. Doğum oranı ile ölüm oranının birbirine eşit olduğu noktada nüfusun büyüme hızı sıfırdır. Ve burada oluşan gelir düzeyi, nüfus büyüme hızını sıfır kılan gelir düzeyi olarak isimlendirilmektedir (Ünsal, 2007).

Malthus’a göre, kişi başı gelir seviyesi nüfusun büyüme hızını sıfır kılan gelir seviyesinden büyük ise nüfus artışı, kişi başı gelir seviyesi nüfusun büyüme hızını sıfır kılan gelir seviyesinden küçük ise nüfus azalması yaşanmaktadır. Böylece aslında ekonomi, nüfus büyüme hızını sıfır kılan gelir seviyesinde dengeye gelmektedir.

Malthusgil büyüme modeli, ekonomik büyümeyi analiz ederken sermaye birikimini dikkate almamış olması ve teknolojik gelişmelerin de doğru analiz edilmemesi sebebiyle gerçek hayatı açıklamakta yetersiz kalmıştır (Ünsal, 2007).

1.2.4. Karl Marx

Marksist Kapitalist modelin en önemli temsilcisi Karl Marx'tır. Karl Marx'ın emek-değer teorisi ile Ricardo'nun artı-değer teorisi Marksist Kapitalist büyüme modelinin özünü oluşturmaktadır (Özsağır, 2008).

Marksist kapitalist modelde büyümeyi belirleyen etken, sermaye birikimidir. Sermaye birikimi ise artı-değerin kapitale dönüşümüdür. Yani artı-değer elde etmek için kullanılan sermayenin büyümesi, artı-değerin büyümesi ile birikimli olarak artmaktadır. Birikimin boyutunu belirleyen unsurlar, toplam artı-değeri de belirleyen unsurlar olacaktır. Ve hem birikimin boyutunu hem de toplam artı-değeri, sömürü haddi ve kullanılan emek sayısı belirler. Sömürü haddi üç yolla artırılabilir. Bunlar; işçiyi daha uzun süre çalıştırmak, ücret haddini düşürmek veya emeğin verimini artırmaktır (Özsağır, 2008). Emeğin verimi arttıkça artı-değer büyür ve böylece birikim artar. Birikimin artmasıyla birlikte sermaye stoku artar ve emeğin verimi de yükselmeye başlar. Yani sonuçta, kapitalist bir ekonomide birikim imkânı ile artı-değer de artan biçimde çoğalır (Kazgan, 2012).

Kapitalist girişimcilerin toplumdaki önemi artıp, kullandıkları sermaye miktarları arttıkça, sabit sermayenin değişken sermayeye oranı da artacaktır. Bu durumda kâr haddinin düşmesine sebep olacaktır. Yani sonuçta yatırımlar duraklayıp, büyüme hızı yavaşlayacak ve ekonomi genel bir bunalım noktasına gelmiş olacaktır (Mahiroğulları, 2009).

Karl Marx emek değer teorisinde D. Ricardo'dan çok etkilenmiştir. Marx'ın artı değer kavramı emek-değer teorisiyle yakından ilgilidir. Marx ile Ricardo'nun büyüme teorileri birbirinden çok farklıdır. Ricardo'ya göre büyüme belli bir noktadan sonra sona erecek ve ekonomi durgunluk dönemine girecektir. Sermaye birikiminin durması ve azalan verimler yasası sebebiyle tam rekabet şartlarında normal üstü kârlar sıfıra

inecek ve böylece de rantlar yükselecektir. Ricardo'ya göre teknik büyüme hızı düşüktür, durgunluk noktasını yok etmez sadece bu seviyeyi noktayı daha geriye atar. Marx için ise kapitalizm hareketli, dinamik, değişken bir sistemdir. Kapitalist sistem dinamiktir yani devamlı bir gelişme içindedir. Büyümenin kaynağı olan teknik ilerleme kapitalistlerin de başlıca fonksiyonudur. Yeni tekniklerin uygulanması ve sermaye yatırımları kâr hadlerini düşürecekler. Kâr hadlerinin artırılmaya çalışılması işsizliğe ve işçi sefaletinin artmasına sebep olacaktır (Kıraçlar, 2005).

Marx, kâr ve faizi “artık değer” olarak tanımlamıştır. Böylece toprak sahiplerinin ve kapitalistlerin aslında emeğin sömürücüleri olduğunu vurgulamıştır. Değerin tamamı emeğin ürününden oluşuyorsa, sermayedarların aldıkları kâr ve toprak sahiplerinin elde ettikleri faizlerin tümü, çalışan kesimin haklı kazançlarından haksız yere alınan “artık değer” olmaktadır (Skousen, 2003).

Ekonominin büyüdüğü dönemlerde üretilen emek arzının tamamı tüketilmekte ve ücretlerde yükselmektedir. Ancak bunun sonucunda ise kâr oranları düşmekte ve kayıpların başladığı bir dönem gelmektedir. Böyle bir durumda dengeyi sağlayabilmek için üretimi azaltmak, işçileri işten çıkarmak ve ücretleri düşürmek gerekmektedir. Bu da yedek sanayi ordusunun oluşmasını sağlamaktadır. Yedek sanayi ordusuyla ücretler düşük seviyelerde tutulduğunda sistem dengeye gelmektedir. Üretimde emeğin payı azalırken kârın payı artacak ve uzun dönemde talep yetersizliği ortaya çıkacak böylece de sistem çökecektir (Acar, 2008).

Marx'a göre “sınıf” ve “sömürü” insanlık tarihinin en önemli unsurlarıdır. Modern kapitalizmde işverenler, işçiler ve küçük ticari işletmeler olmak üzere üç sınıf vardır. Marx'a göre işverenlerin (kapitalistlerin) ekonomik çıkarı, işçilerden en yüksek düzeyde faydalanıp onlara en düşük ücretleri vermek; işçinin ekonomik çıkarı ise en az işi yaparak en yüksek geliri elde etmektir. Marx'ın sürekli kullandığı sömürü tabiri ise; bir işçinin ürettiği değer ile bunu yapması için kendisine ödenen ücret arasındaki farktır (Kıraçlar, 2005).

Marx'ın büyüme teorisinde üretim fonksiyonunun yapısı sermaye birikim şekli ile ilgili bazı özel varsayımlar içermektedir. Bu varsayımlar ise ücret ve kâr hadlerinin

zaman içindeki davranışlarıdır. Bu varsayımlar ekonominin değişken olan gidişi açısından bazı sonuçlar ortaya koyarlar. Özellikle büyüyen bir ekonomide yapısal bozuklukların oluşacağını ifade ederler (Kaya, 1998).

Marx'a göre bir malın değerini o malın üretiminde kullanılan emek miktarı belirler ve bu emek miktarı malların piyasadaki değişim (mübadele) değerini de belirlemiştir. Ancak, kapitalistler piyasada işçiye emeğin hak ettiği gerçek değerini vermek yerine, asgari geçim seviyesinde bir ücret ödemektedirler. Bu yüzden kapitalistler işçileri sömürerek kâr elde etmektedirler (Hiç, 1975).

1.3. Keynesyen Büyüme Teorileri

Keynesyen iktisat, diğer adıyla talep yönlü iktisat 1929 Büyük Buhran'ın ortaya çıkardığı işsizlik ve talep yetersizliğini gidermek üzere geliştirilmiştir. Klasik iktisat arz yönlüdür ve ekonomiye devlet müdahalesini istemezken, Keynesyen iktisat talebi canlandırma ve devleti ekonomiye dahil etme üzerine kurulmuştur (Kuyubaşı, 2009).

Keynesyen iktisatta yapılan analizde, yatırımın toplam talep üzerindeki etkileri incelenirken, yatırımın sermaye birikimi üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir. Keynesyen analizler kısa dönemde statik bir analiz uygulamıştır (Ünsal, 2007).

Keynesyen iktisadı yani talep yönlü iktisadı, ekonomide etkin kaynak kullanımının, adil gelir ve servet dağılımının sağlanması, ekonomik büyümenin-kalkınmanın gerçekleştirilmesi ve ekonomik istikrarın sağlanması için devletin "toplam talep" üzerinden yönlendirici kararlar almasını sağlayan bir iktisadi düşünce olarak tanımlamak mümkündür. Talep yönlü iktisadın temellerini J. M. Keynes 1936 yılında yayınladığı "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eseriyle oluşturmuştur (Aktan, 2004).

Keynes, çalışmalarında uzun dönemli büyüme konularını analiz etmekten ziyade durgunluk içindeki ekonomilerin bu durgunluktan nasıl kurtulabilecekleri üzerinde durmuştur. Durgunluktan kurtulmanın en etkili yöntemi ise talep genişlemesidir. Çünkü talep genişlemesi kendinden daha büyük miktarda gelir artışına yol açmaktadır.

Gelirdeki bu artış talep miktarı ile çarpan katsayısı denilen bir katsayının çarpımı kadar olmaktadır. Katsayıyı belirleyen ise marjinal tüketim eğilimi denen $\Delta C/\Delta Y$ oranıdır. İlerleyen yıllarda Keynes'in düşüncelerinden yola çıkılarak Keynesyen Büyüme Modeli oluşturulmaya çalışılmıştır. Bunun en bariz örneği ise Keynes sonrası iktisadi büyüme modeli olan Harrod-Domar Büyüme Modeli olmuştur. Harrod-Domar büyüme modelinde Keynes'in göz ardı ettiği yatırımların kapasite etkisi analize dahil edilmiştir (Dinler, 2000). Ayrıca Harrod-Domar büyüme modelinde Keynesyen görüşlerle birlikte ekonominin uzun dönem denge koşulları ve yapılan yatırımları takip eden dönemlerdeki denge koşulları da incelenmiştir (Paya, 2013).

1.3.1. Harrod-Domar Modeli

Harrod ve Domar ekonomik büyüme sürecine dair analizlerini Keynes iktisadının analitik çerçevesi içerisinde yapmışlardır. Aslında Harrod-Domar modeli Klasik iktisatla Keynesyen iktisat arasında bir geçiş noktasıdır. Harrod-Domar modelinde Keynesyen iktisatta olduğu gibi eksik istihdam dengesinden tam istihdam dengesine geçişin yolları araştırılmıştır. Keynes'in statik olarak incelediği konuları Harrod-Domar modeli dinamik olarak ele almıştır. Harrod ve Domar'ın en bariz şekilde üzerinde uzlaştığı konu ise büyüme sürecinde gelişmiş bir ekonomide planlanmış yatırımın planlanmış tasarrufa eşit olmasını sağlayacak gerekli şartların neler olduğunun tespit edilmesi gerektiğidir (Peterson, 1994).

Harrod-Domar modeli aslında Keynes'in gelir oluşumu teorisinin dinamik hale getirilmiş şeklidir. Ekonomik büyüme kavramı ilk kez bu model sayesinde sistematik olarak incelenmiştir. Harrod-Domar modeli, yatırımın üretim kapasitesini ve geliri arttırıcı bir etken olduğunu göz önünde tutarak özellikle Keynes'in göz ardı ettiği üretim arttırıcı etkisi üzerinde durur (Mahiroğulları, 2009).

Model, en basit şekliyle şöyle formüle edilebilir:

$$dY = 1/k \cdot I$$

dY = reel gelirdeki artış hızı (büyüme hızı)

k = sermaye/hasıla katsayısı

I = GSMH'dan yatırıma ayrılan payı ifade etmektedir. Bunu bir örnekle

açık hale getirelim.

Sermaye/hasıla katsayısı 3 ise %7 oranında bir büyüme hızını gerçekleştirebilmek için GSMH'nın %21'ini tasarruf yaparak yatırıma ayırmak gerekir. İç tasarruf oranı bu orandan daha düşükse örneğin %19 ise, aradaki %2'lik fark dış kaynak ihtiyacı olduğunu gösterir. Bu modele göre, tasarrufun yatırım miktarına eşit olması durumunda ekonomi, marjinal tasarruf eğilimi sermaye/hasıla katsayısı tarafından belirlenen bir oranda büyüme gösterecektir. Aslında model dinamik büyüme sürecini basit varsayımlarla ortaya koymaktadır. (www.akademiktisat.net, 2005)

Keynes, yaptığı analizlerde yatırımların toplam talep üzerindeki etkilerini incelemiş fakat yatırımların sermaye birikimi ve kapasite üzerindeki etkilerini ihmal etmiştir. Keynes, kısa dönemde statik bir analiz yapmıştır (Ünsal, 2007).

Harrod ve Domar'ın yatırımlara bakış açıları ve kullandıkları araçlar farklılık göstermektedir. Domar analizleri ile ileriye dönük incelemeler yaparken Harrod ise analizlerini geriye dönük olarak ele almaktadır. Domar bugünün net yatırımının yarının kapasitesine olan etkisini inceler. Böylece gelecekte verimli olan kapasiteyi tam olarak kullanabileceği bir büyüme haddini Keynesyen çarpan katsayısı mekanizmasını kullanarak belirlemeye çalışır. Ayrıca Domar, bugünkü yatırımın gelecekteki kapasite üzerinde göstereceği etkinin teknolojik yönü ile ilgilenmiştir. Harrod'a göre ise çıktı miktarı dünden bugüne yeterli miktarda büyüme sağlarsa ki bu büyümeyi Keynesyen hızlandıran katsayısını kullanarak belirlemeye çalışır ve bu büyüme miktarınca net bir yatırım söz konusu olur ve bu yatırım bugünkü "tam istihdam tasarruf miktarını" karşılamaya yeterli olur (Peterson, 1994).

Domar, tam istihdam dengesinden yola çıkarak tam istihdam dengesinin sürdürülmesini sağlayacak büyüme oranını araştırmıştır. Harrod ise eksik istihdam dengesinden yola çıkarak tam istihdam dengesine ulaşabilmenin yollarını araştırmıştır.

Harrod ve Domar modellerinin ortak sonuçları şunlardır :

- Emek ile sermaye birbiri yerine ikame edilemez. Bu yüzden sermaye stokuna yapılacak emek ilavesi üretimi arttırıcı etki yaratmaz.

- Teknoloji sabitken büyüme belirleyen faktör sermaye birikimidir.
- Bir ekonomide tasarruf oranı ne kadar büyükse ve sermaye-hasıla oranı da ne kadar küçükse, o ekonominin büyüme hızı da o denli büyük olacaktır (Branson, 1989).

Yapılan her yatırımının ekonominin büyüme potansiyelini artıracığı ortadadır. Yatırımların ekonomi üzerinde iki etkisi vardır. Bunlardan ilki yatırımların gelir artırıcı etkilerinin olmasıdır ki bu etki Keynesyen büyüme modelinin temelini oluşturan çarpan analiziyle ifade edilen yatırımın kendisinden daha büyük miktarda bir artışa yol açmasıdır. İkinci etkisi ise üretimde kapasite artışına yol açmalarıdır. Harrod-Domar büyüme modeli toplam talep, üretim ve istihdam arasındaki ilişkileri açıklayarak ekonominin büyüme hızını; marjinal tasarruf oranı (s) ve sermaye-hasıla katsayısına (k) bağlamaktadır. Büyüme oranı da şu şekilde açıklanmaktadır (Kuyubaşı, 2009).

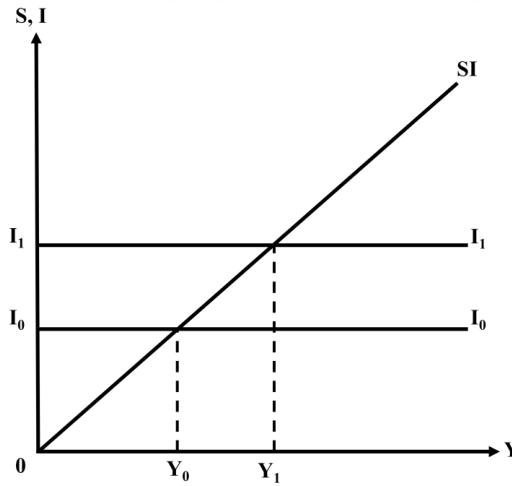
$$\Delta Y/Y = s/y$$

Bir ekonomide büyüme oranı marjinal tasarruf oranı ve sermaye-hasıla oranına bağlıdır. Ekonomik büyüme sermaye-hasıla katsayısı ile ters orantılıyken, marjinal tasarruf oranı ile doğru orantılıdır. Yani bir ekonomide marjinal tasarruf oranı ne kadar büyük ise ve sermaye-hasıla katsayısı ne kadar küçük ise o ekonomide büyüme hızı o denli yüksek olacaktır (Özsağır, 2008).

Müteşebbisler yatırım kararı alırken belli bir oranı (marjinal tasarruf eğilimi x sermayenin verimliliği) göz önünde bulundurarak ekonomide dengeli büyümenin gerçekleşmesini sağlamaktadırlar. Müteşebbislerin bu oranın altında veya üstünde kararlar almaları ekonomiyi dengeden uzaklaştıracaktır. Harrod-Domar modeline göre ekonomide böyle bir dengesizliğin yaşanması durumunda artık dengeye dönmek pek mümkün olmayacaktır. Bu modele göre arzın, talebin üstünde kaldığı durumlarda satılamayan mal stokları sayesinde müteşebbisler yatırım harcamalarını azaltacak, azalan yatırım harcamaları sonucunda da kısa dönemli talep daralacak ve yaşanan talep daralması ile satışlar daha da düşecektir. Tam tersi durumda yani arzın, talebin altında kalması durumunda ise müteşebbisler arzı artırabilmek için kapasite genişletmek amacıyla yatırım harcamalarını artıracak bu da kısa dönemde talebin daha çok

artmasına ve böylece arz ile talep arasındaki farkın büyümesine sebep olacaktır. Artan fark sonucu müteşebbisler yatırım harcamalarını artıracak ve artan yatırım harcamalarıyla birlikte arz-talep farkı genişleyecek ve sonuçta dengeden daha çok uzaklaşmış olacaktır. O halde denge için gerekli olan yatırım artış oranı veya büyüme hızı tek bir artış oranından ibarettir. Bu gerekli büyüme hızından düşük veya yüksek düzeydeki kararlar, sadece dengeden uzaklaşılmasına sebep olacaktır. Harrod-Domar modelinde ileri sürülen bu sürece “Bıçak Sırtı Denge” denmesinin de sebebi budur. Harrod-Domar modelinde büyüme oranını artırmak için tasarruf oranı artırılmalı veya sermayenin verimliliği artırılmalıdır (İnce, 2006).

Bu “bıçak sırtı” dengenin çözülebilmesi için iki önemli teşebbüs oldu. İlki; J. Robinson’un $b = s.k$ (GSMH büyüme hızı = tasarruf oranı x sermaye-hasıla oranı) eşitliğinde, b ’yi dengeye ya da doğal büyüme oranına eşitleyebilmek için tasarruf oranının değiştirilmesi fikriydi. İkincisi ise neoklasik yaklaşımdı. Neoklasik yaklaşıma göre ise eşitliğin s ’nin değil k ’nin değişmesi ile sağlanabileceğidir. Bu yaklaşıma göre yeni bir üretim fonksiyonu kullanılması gerekmektedir (Yülek; 1997).



Şekil 1: Harrod-Domar Büyüme Modeli

Yukarıda verilen şekle göre S tasarruf fonksiyonunu, I ise yatırım fonksiyonunu ifade etmektedir. Grafiğe göre ekonomi Y_0 milli gelir seviyesinde tam istihdam dengesindedir. Ekonomi tam istihdam dengesindeyken yatırımlar ise I_0 kadardır. Yapılan yatırımların üretimi artırması sonucu milli gelir seviyesi olan Y_0 , Y_1

seviyesine gelecektir. Tüketim ve tasarruf fonksiyonları sabit kaldığı sürece yatırımlar II düzeyine çıkarılıp denge ($S=I$) kurulabilecektir. Bu modelde tek bir istikrarlı denge mevcuttur. Bu istikrarlı dengenin sağlanabilmesi için de müteşebbislerin belli bir seviyede yatırım yapması gerekmektedir. Bu yüzden de Harrod-Domar modeli “Bıçak Sırtı Denge” olarak anılmaktadır. Eğer yatırım düzeyi gerekenden fazla veya az olursa dengeden sapmalar meydana gelecek ve denge bozulacaktır (Paya, 2013).

Harrod-Domar ekonomik büyüme modeli, iktisat kuramında ekonomik büyüme konusunu gündeme tekrar getirmesi anlamında önemlidir. Fakat bu model bazı yönlerden eleştiri almıştır. Eleştirilerden ilki; Harrod-Domar modelinde emek-değer teorisinin yerine sermaye-değer teorisinin getirilmiş olmasıdır. Bir diğer önemli eleştiri ise; ekonomik büyümenin modellenmesinde sermayenin, tek bir üretim faktörü olarak yer almasıdır. Yetenekler, iş gücünün verimliliği ve teknolojik gelişmeler modelde ihmal edilmiştir (Taban, 2010).

Bunların haricinde model kurulurken az gelişmiş ülke ekonomileri yerine batılı ülke ekonomilerinin modele dahil edilmesi Harrod-Domar ekonomi modelinin bir diğer eleştiri noktası olmuştur (Kuyubaşı, 2009).

Harrod-Domar büyüme modeli Solow tarafından geliştirilen neoklasik büyüme modelinin hareket noktasını oluşturmaktadır (Birinci, 2015).

1.4. Neo Klasik Büyüme Teorileri

İkinci dünya savaşından sonra ekonomik büyüme üzerine yapılmış iki çalışma dikkat çekmiştir. Savaş sonrası ekonomik büyüme süreci iki döneme ayrılmıştır. İlk dönem 1950’lerin sonlarında ortaya çıkan Neo-Klasik modelken, ikinci dönem ise 1980’lerin sonu ile 1990’larda gerçekleştirilen içsel büyüme teorileridir (Kuyubaşı, 2009).

Neoklasik büyüme modelinin temelinde nüfus artışı ve teknolojik gelişmelerin yatırımları ve ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği problemi vardır. En önemli temsilcileri ise Solow ve Swan’dır. Solow ve Swan’ın birbirinden bağımsız olarak

geliştirdikleri model ileriki yıllarda Solow-Swan modeli olarak isimlendirilmiştir (Taban, 2010).

Neoklasik iktisatta ekonomik büyümeyi en iyi açıklayan model Solow modelidir. Neoklasik modele Solow (1956) öncülük etmiştir fakat daha sonraki yıllarda Denison (1961), Cass (1965), Koopmans (1965) gibi birçok iktisatçının katkılarıyla bu model gelişmiştir (Ehrlich, 1990).

Neoklasik büyüme teorisi Harrod-Domar büyüme teorisinin tam tersine bıçak-sırtı denge koşullarına bağlı olmayan, devletin ekonomiye müdahalesini istemeyen ve emeği içselleştiren, dengeli büyümeyi amaçlayan ayrıca nüfus artışının ve teknolojik değişimin tasarruf, yatırım ve ekonomik büyümeye etkisini açıklayan bir teoridir. Bu teori, emek başına çıktı miktarı ile emek başına sermaye miktarı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Neoklasik büyüme teorisine göre fert başı sermaye stoku ne kadar hızlı artarsa, reel gayrisafi milli hâsıla (GSMH) ve fert başına gelir o derece artmaktadır (Birinci, 2015).

Neoklasik iktisada göre tasarruflar (S), milli gelirin (Y) bir fonksiyonudur. Yatırımlar (I), sermaye stokuna (K) yapılan net eklemelerdir. Ve yatırımlar tasarrufa eşittir. Üretim miktarı belli bir teknolojiye göre belirlenen üretim fonksiyonuna bağlıdır. Üretim fonksiyonundaki bağımsız değişkenler sermaye (K) ve emektir (L) ; sermaye ve emeğin artması demek üretimin de o kadar genişlemesi demektir. Üretim fonksiyonunu teknoloji (ft) ve doğal kaynakların (N) da eklenmesiyle şu şekilde ifade edebiliriz:

$$Y = f_t(L, K, N)$$

Bu ifadeye göre üretim emek, sermaye ve doğal kaynak miktarlarıyla doğru orantılıdır. Teknoloji ise diğer üç faktörün üretime olan katkısını belirlemektedir (Birinci, 2015).

Neoklasik iktisada göre teknolojik gelişmenin etkisi kendisini üretim fonksiyonu eğrisi üzerinde gösterecektir. Teknolojik gelişmenin yaşanması durumunda üretim fonksiyonu eğrisi yukarı doğru kayacaktır. Bu durumda emek ve sermayenin çıktı

üzerindeki etkisi düşüldükten sonra geriye kalan kısım teknolojik gelişmenin sonucunu gösterecektir. Teknolojik gelişme sonucu aynı ürün miktarı daha az girdi kullanılarak elde edilebileceği için eşürün eğrisi de orjine doğru kayacaktır (Tuncel, 2009).

Neoklasik büyüme modelinin temel varsayımları vardır. Bunları şöyle maddelemek mümkündür:

- Ekonomide tek bir mal üretilip, tüketilmektedir. Yani kapalı bir ekonomi vardır.
- Rekabete dayalı bir piyasa yapısı,
- Rasyonel iktisadi aktörler ve tam rekabet piyasası varsayımlarının geçerli olması,
- Üretim faktörlerinde sermaye ve işgücünün ölçeğe göre azalan getiriye sahip olmaları,
- Üretim fonksiyonu için ise ölçeğe göre sabit getiriyi öngörmüştür.
- Modelde belirli bir yatırım fonksiyonu yoktur. Bu da kişilerin geleceğe yönelik beklentilerinin ihmal edildiğini gösterir (Özel, 2012).

Neoklasik modelde tam istihdamın geçerli olduğu varsayımından hareketle, piyasada çok sayıda firma vardır, üretilen mallar homojendir, piyasaya giriş-çıkışlar serbesttir, devlet ekonomiye müdahale etmez. Bu piyasa koşullarında çıktı miktarını sermaye ve emek girdisi belirlemektedir. Modelin diğer bir varsayımı ise azalan verimlerin ve ölçeğe göre sabit getirinin kabul edilmiş olmasıdır (Kuyubaşı, 2009).

Neoklasik iktisatta nüfus artışı ve teknoloji dışsal bir değişken olarak kabul edilmektedir. Dışsal bir değişken olmasına rağmen teknoloji, kişi başına gelirdeki artışı sağlayan tek faktördür. Ve denge durumundaki büyüme hızı tasarruf eğiliminden bağımsız olarak ortaya çıkmaktadır. Neoklasik iktisatta kamunun, uygulayacağı politikalara bakımından etkin bir rolü yoktur (Shaw, 1992).

Harrod-Domar ekonomik modelinin istikrarsız bir büyüme sonucuna ulaşmalarına karşılık, Meade, Solow, Swan gibi önemli iktisatçılar neoklasik varsayımlarla çalışarak istikrarlı bir büyüme modeli sunmuşlardır (Hiç, 1994).

Çalışmamızda neoklasik modellerin en önemlisi olan Solow-Swan modeli, Solow'un yaklaşımıyla incelenecektir.

1.4.1. Solow Modeli

Solow modelde üç varsayım altında, teknolojik gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmektedir (Ünsal, 2007). İlk varsayım teknolojik gelişmelerin dışsal olmasıdır, ikinci varsayım teknolojik gelişme emeğin verimliliğini arttıran bir olgudur, teknolojik gelişmelerden dolayı aynı miktar emek ve sermaye girdisiyle daha fazla çıktı sağlanmaktadır. Üçüncü ve son varsayım ise teknolojik gelişmeler bir anda ortaya çıkan olgular değildir, zamanla artarak gerçekleşen olgulardır (Bilgin, 2012).

Solow büyüme modelinde tasarruf, sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Teknolojik gelişme ve nüfus artışına; tasarrufun, yatırımın ve ekonomik büyümenin nasıl tepki verdiği de araştırılan temel konudur (Berber, 2011).

Solow modelinde ülkeler arasındaki yaşam standartları arasındaki farkların nedenleri de açıklanmaktadır. Bu model tam rekabet ve tam istihdam varsayımlarını içermekte ve buna göre hareket etmektedir. Aynı zamanda model, üretim faktörlerinin marjinal maliyetlerine göre fiyatlandırıldıklarını kabul etmektedir. Üretim faktörleri arasında ikame mümkündür ve modelde sermayenin azalan getirisinin varlığı geçerlidir. Solow modelinde toplam çıktı, tek sektörlü bir mala göre belirlenmektedir (Birinci, 2015).

Solow modelin önemli detaylarından birisi teknolojik gelişmeleri dışsallaştırmış olmasıdır. Model, azalan verimler yasasını benimsediğine göre ekonomi durgun bir dönemdeyken ekonomik büyümeyi belirleyen temel faktör teknolojik gelişmeler ve nüfus artış hızıdır. Ancak bu iki unsur modelin içine dâhil edilmemiş, dışsallaştırılmıştır (Kar ve Ağır, 2006).

Solowyan büyüme modelinin bazı temel problemleri vardır. Mesela; model emek faktörünü girdi olarak kabul etmesine rağmen ileriki aşamalarda bu emek faktörünün rolü kalmamaktadır ve hatta emek arzı artışı, emek başına sermaye stokunu azaltarak büyümeye zarar verir hale gelmiştir. Solowyan büyüme modeline göre, teknolojik gelişmeyle birlikte büyüme artmakta, emek tasarrufu sağlanarak etkin emek başına sermaye stoku yani fiili yatırım ve çıktı düzeyi azalmaktadır. Haliyle, aynı emek miktarıyla daha fazla çıktı sağlayan emek birikimli teknolojik gelişme, modelde büyümeyi engeller hale gelmektedir ki bu da gerçekte doğru bir yaklaşım olmasa gerekir (Demir, 2002).

Solow modelde GSYH'sı nispeten daha düşük olan ülkeler, daha büyük büyüme oranlarına sahip olacaklardır. Çünkü bu modele göre sermaye azalan verimlere tabidir. Yani iş gücü başına daha az sermayeye sahip olan ülkeler daha yüksek sermaye getiri oranına hatta daha yüksek büyüme oranına sahip olacaklardır. Böylece nispeten az gelişmiş ya da gelişmekte olan bu ekonomiler gelişmiş ekonomilerin ulusal gelirlerine yakınsayacaklardır. Bu yakınsama sürecine ise "tam yakınsama" denmektedir. Daha net bir ifadeyle "yakınsama hipotezi" gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelir farkının uzun dönemde yok olmasıdır (Kibritçioğlu, 1998).

Yakınsama hipotezini sermayenin azalan verimlere tâbi olmasından yola çıkarak ilk ortaya atan kişi Solow olmuştur. Solow yaptığı bir araştırmada üretimdeki artış hızının, üretim faktörlerinin artış hızından daha fazla olduğunu gözlemlemiştir. Ve bunun sebebi olarak dışsal bir etken olan teknolojik gelişmeleri ortaya koymuştur. Bu modele göre ekonomi kapalı bir ekonomidir ve tek bir mal üretilmektedir. Ekonomik büyümeyi belirleyen temel faktörler teknolojik gelişmeler ve nüfus artış hızıdır fakat bu faktörler modelin içinde yer almazlar, dışsal faktörlerdir. Solow modele göre sermaye azalan verimler kanununa göre hareket eder, ekonomiye tam istihdam şartları hakimdir ve teknolojik gelişmeler sabittir. Gelişmekte olan ekonomiler uzun dönem büyüme oranlarıyla gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarını yakınsayacak ve hatta gelişmiş ülkeleri yakalayacaklardır. Gelişmiş ülkelerde sermayenin verimliliği azaldığından, sermaye, getirisi yüksek olan gelişmekte olan ülkelere akacaktır (Arslan, 2011).

Neoklasik büyüme modeline dair sonraki yıllarda birçok eleştiri gelmiştir. Örneğin Barro ve Romer tarafından yapılan çalışmalarla sermayenin azalan verimler yasasına tâbi olmadığı ve reel faiz hadlerinin de seviyelerini koruduğu gösterilmiştir. Yine yapılan bazı çalışmalarla ABD’de gerçekleşen ekonomik büyümenin arkasında teknolojik gelişmelerin olduğu ortaya konmuştur. Toplumların ekonomilerinde farklı zamanlarda büyüme ve gelişme kat etmeleri veya duraklama dönemine girmeleri gelir dağılımı ve teknolojik gelişmelere bağlıdır. Oysa neoklasik teori teknolojik gelişmeleri dışsal bir unsur olarak görmüş ve böylece esas büyüme unsurunu göz ardı etmiştir. İlerleyen yıllarda teknolojik gelişmeler ve beşeri sermayenin büyümeye katkısı daha çok irdelenmeye başlanmıştır. Ve böylece azalan verimler yasasının varlığı yerine artan verimler yasasının varlığı geçerli olmuş, içsel büyüme teorileri diye ifade edilen yeni yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Bu yeni kuramlar yakınsama varsayımını kabul etmeyerek, teknoloji ve insan kaynağının iktisadi büyümeye olan katkılarını ölçmeye çalışmaktadır (Arslan, 2011).

Modele yöneltilen en önemli eleştirilerden birisi de teknolojik gelişmelere gereken önemin verilmemesi ve teknolojik düzeyin her ülkede aynı düzeyde olduğunun kabul edilmesidir. Ayrıca Solowyan modelde teknoloji dışsal bir gösterge olarak kabul edildiği için Ar-Ge yatırımlarından da hiç bahsedilmemektedir (Kuyubaşı, 2009).

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizi tüm dünyayı alt üst etmiş ve makroekonomide rasyonel bekleyişler devrimi yaşanmıştır. 15 yıl boyunca makro ekonomik araştırmalar sadece konjonktür dalgalanmalar üzerine yoğunlaşmıştır. Büyüme teorisinde 1980’li yılların ortalarından itibaren yeni bir dönem başlamıştır. Öncülüğünü ise Paul Romer(1986) ve Robert Lucas (1988) yapmıştır (Birinci, 2015).

1.4.2. Ramsey-Coss-Koopmans Modeli

Harrod-Domar ve Solow-Swan modellerinde tasarruf ve tüketim sabit kabul edilmektedir. Modeller analiz edildiklerinde sabit bir tasarruf oranına karşılık gelen durağan hal sermaye-işgücü ve sermaye kişi başına üretim verileri ortaya çıkar. Bu modellerde belli bir sermaye-işgücü oranını yakalayabilmek için ne kadar tasarruf yapılması gerektiği analiz edilir. Ramsey (1928) modelinde ise kişilerin bir optimizasyon problemini çözümlenerek tüketim-tasarruf oranlarını belirledikleri

varsayılır. Modern içsel büyüme modellerinde de aynı yaklaşım benimsenmiştir. Ramsey modeli çözümlendiğinde kişiyi tüketim ile tasarruf arasında kayıtsız bırakan oranın en uygun tasarruf oranı olduğu görülmüştür. Ramsey modeli diğer modele göre daha gelişmiş olmasına rağmen bu modelde teknolojik gelişmeyi ve büyümeyi dışsal olarak kabul etmektedir (Kıraçlar, 2005).

Neoklasik modelin amacı da Harrod-Domar ekonomik büyüme modelinde olduğu gibi, tam istihdama ulaşmak için gerekli olan dinamik şartların sağlanmasıdır. Bu modelde denge büyüme haddi modelin dışında oluşan verimlilik artışları ile açıklandığı için devlete ekonomik büyüme alanında gerek duyulmamıştır. Kısa dönemde yaşanan ekonomik şoklar sadece kısa dönemli sonuçlar ya da değişikliklere sebep olurken, uzun dönemde herhangi bir etkileri olmamaktadır. Modelde ülkelerin ferdi gelir seviyelerinin uzun vadede herhangi bir müdahaleye gerek kalmaksızın kendiliğinden birbirine yaklaşacağı öngörülmektedir (Yülek, 1997).

Cass (1965) ve Koopmans (1965); Ramsey'in tüketici optimizasyonu tekniğini neoklasik büyüme modeline uyarlayarak, içsel dinamiklerle belirlenen tasarruf oranını öngörmüşlerdir. Ayrıca koşullu yakınsama hipotezini de ihmal etmemektedirler (Kıraçlar, 2005).

Cass ve Koopmans'ın çalışmalarından sonra temel neoklasik büyüme modeli aslında bir anlamda da tamamlanmış oldu. Teoride 1960'lı yılların ortalarından itibaren deneysel uygulamalara epey bir süre yer verilmemiştir. Kalkınma ekonomistleri büyüme ekonomistlerinin tersine görgül olarak faydalı araştırmalar yapmaya başlamışlardır. Bu yıllarda ekonomik büyüme ve kalkınma ekonomisi iki ayrı alan olarak incelenmektedir. İktisadi büyüme teorisi 1980'li yılların ortalarına kadar etkin bir araştırma alanı olmaktan çok uzakken, Romer (1986) ve Lucas (1988) tarafından yapılan çalışmalar sayesinde hız kazanmıştır (Gübe, 1997).

1.5. İçsel Büyüme Teorileri

1950'de başlayıp 1980'e kadar devam eden neoklasik model, ekonomik büyümenin dışsal faktörler tarafından belirlendiğini savunmuştur. 1980'den itibaren eğitim, araştırma ve geliştirme ile teknolojik ilerlemeler sayesinde ekonomik büyüme

üzerinde yeni çalışmalar yapılmış ve ekonomik büyümenin belirleyicileri yeniden incelenmiştir (Birinci, 2015).

İçsel büyüme modellerinin ortaya çıkmasındaki en önemli etken neoklasik büyüme modellerinin ortaya attığı görüşlerin gerçek hayatla örtüşmemesi olmuştur. İçsel büyüme modeli üzerine çalışmalar yapan Barro ve Romer'in çalışmaları teknolojinin dışsal bir değişken olduğu tezini çürütmüştür ve böylece teknolojik gelişmeler daha yakından incelenmeye başlanmıştır. Barro'ya göre ülkeler sahip oldukları bazı özellikler nedeniyle sabit bir durum dengesinde olamazlar. Bu yüzden de gelişmemiş bir ekonomiye sahip bir ülkenin, zengin bir ülkeyi yakalaması ve hatta ondan daha hızlı büyüyüp gelişme göstermesi ancak aynı teknolojik düzey, tasarruf oranı, hükümet politikaları, doğurganlık oranı ve aynı kurumsal yapıya sahip olmaları durumunda gerçekleşebilir (Taban, 2010).

İçsel büyüme modellerinde başlangıç olarak kabul edilen Romer (1986) ve Lucas (1988) araştırmalarında uzun dönemli ekonomik büyümenin belirleyicilerini incelemiştir. Romer ve Lucas, fiziki sermaye birikimi yerine beşeri sermaye birikimi ve bilgi birikimi üzerinde durmuşlardır. Araştırmalarını Arrow (1962)'un yaparak öğrenme (learning by doing) teorisine dayandırmışlardır. Arrow'un yaparak öğrenme modeline göre, bazı sektörlerde zaman geçtikçe üretim maliyetleri düşer, kalite artar ve üretim hızlanır. Bunun nedeni ise zamanla oluşan bilgi birikiminden başka bir şey değildir (Berber, 2011).

Romer ve Lucas, Arrow'un yaparak öğrenme teorisinden yola çıkarak ekonomik büyümenin standart varsayımlarında değişiklikler yapmışlar ve teknolojik ilerlemenin ekonomik büyüme için önemini kanıtlamaya çalışmışlardır. İçsel kavramı, ekonomik belirleyicilerin kâr ya da faydalarını maksimize etmek için gerçekleştirdikleri yeniliklerdir (Yardımcı, 2006).

İçsel büyüme modellerinde, piyasa mekanizması içinde varlığını devam ettiren güçlerin, ekonomik büyümeyi içsel olarak belirlediği varsayılmakta ve daha önceki modellerde dışsal olarak kabul edilen bilgi, AR-GE, beşeri sermaye, ölçek ekonomileri gibi faktörleri de içselleştirerek uzun vadede sürekli büyümenin işleyişini

açıklamaktadır. Bu modelde azalan verime dayalı üretim prensibini benimseyen neoklasik büyüme modelinin yerine artan verimlere dayalı üretim fonksiyonu benimsenmiştir. Artan getiriler sebebiyle devamlı artan bir büyüme oranından ve ülkelerin sabit bir durum dengelerine yakınsama olmadığından bahsedilmektedir. Haliyle ülkelerin başlangıç şartları aynı olsa bile büyüme ve tasarruf oranlarında yaşanan devamlı artış, gelir seviyelerindeki kalıcı farklılıkları ve eksik rekabeti beraberinde getirecektir (Önal, 2009).

1986 yılında Romer'in "Artan Gelirler ve Uzun Dönemli Büyüme" isimli makalesinde ilk defa ortaya attığı içsel büyüme teorisinde beşeri sermayeyi geniş sermaye malı çerçevesinde ele almış ve ekonomi büyüdükçe yatırımların verimliliğinin düşmeyeceğini ifade etmiştir. Hatta beşeri sermaye ve teknolojik gelişmelerin uzun vadeli büyümede içsel değişken olarak ne kadar önemli olduğu farkına varılmış ve bunun üzerine içsel büyüme teorileri geliştirilmiştir. Yani aslında içsel büyüme teorisi sayesinde teknolojik gelişmelerin dışsallığı tezi reddedilip, teknoloji de modele dâhil edilmiştir. İlerleyen dönemlerde içsel büyüme teorileri AR-GE harcamaları, kamu harcamaları, sermaye ve teknolojik gelişmenin büyümeye etkileri konusunda çeşitlenmiştir (Birinci, 2015).

İçsel büyüme teorilerinde, neoklasik büyüme modellerinin kabul ettiği sermayenin azalan getirisi reddedilmiş olup sermayenin azalan değil artan getirisi olduğu savunulmuştur. Beşeri sermaye kavramı içselleştirilerek eğitim ve sağlık harcamalarının verimliliğe katkısı ölçülmeye çalışılmaktadır. Bazı içsel büyüme teorileri teknolojinin etkisini "taşma" olarak adlandırmaktadır ve bu teorilere göre AR-GE çalışmaları büyümenin asıl nedenidir. Kamu politikaları üzerine araştırmalar yapan içsel büyüme modellerinde ise kamu harcamalarının dağılımı, finans politikaları ve dış ticaretin liberalleşmesi gibi faktörlerin büyümeye olan katkıları ölçülmeye çalışılmaktadır (Arslan, 2011).

İçsel büyüme teorilerinin bu denli kabul görmesindeki en büyük faktör teknolojidir. Teknolojik ilerlemeler, geleneksel büyüme modellerinde temel alınan girdi ve çıktılardan daha farklı yapıda faktörlerin analizini gerektirmiştir. (Yardımcı, 2006) İçsel büyüme modellerinin esas belirleyicilerinin teknolojik gelişmeler, eğitim

politikası, sağlık politikası ve doğrudan olmamakla beraber ülkelerin sahip oldukları dinsel, kültürel ve bölgesel faktörler olduğu görülmektedir.

Eğitim, sağlık, teknolojik alt yapılara yapılan yatırımlar beşeri sermayeyi ön plana çıkarmakta bu da AR-GE çalışmalarına yol açmaktadır. Ayrıca ülkelerin dinleri, kültürleri, buldukları bölgeler gibi etkenlerde yaratıcılık ve tesadüflerle AR-GE faaliyetlerine yol açmaktadır. Böylece bu faaliyetlerin, çalışmaların sonucunda yeni mamuller bulunmakta, daha verimli üretim yöntemleri keşfedilmektedir. Tüm bunların sonucunda ise yeniliklerin ortaya çıkmasıyla ekonomik büyüme gerçekleşmektedir (Berber, 2011).

Solow teknolojik gelişmenin nasıl sağlanacağını açıklamamasına rağmen teknolojik gelişme ile ekonomik büyümenin sağlanabileceğini ve uzun dönemdeki büyüme oranının tasarruftan bağımsız olduğunu iddia etmiştir. Bu gibi açıklar içsel büyüme modelinde, büyüme oranının içselleştirilmesiyle çözülmeye çalışılmıştır (Taban, 2010).

İçsel büyüme modeli ile ilgili ilk görüşü, Arrow'un 1962'de ortaya koyduğu "yaparak öğrenme" fikrinden etkilenen Romer 1986 yılında sunmuştur (Acar, 2008).

İçsel büyüme modellerinin temel varsayımları şunlardır (Taban, 2010) :

- Teknolojik Gelişme, Bilgi ve Beşeri Sermaye: İçsel büyüme modellerinin temel kaynaklarını oluşturmaktadırlar. Beşeri sermayeye yapılan yatırımlar verimlilik artışı sağlamaktadır.
- Eksik Rekabet: Bu modelde tekelci piyasalar vardır ve yapılan yeniliklerle beraber monopol kârı elde edilmektedir. Böylece firmalar daha fazla yenilik yapmak isteyecektir.
- Artan Getiri: İçsel büyüme modellerinde artan getiri varsayımı kabul edilmiş, azalan getiri varsayımı terk edilmiştir. Yatırımlar konusunda insana, sermayeye ve bilgiye yapılacak olan yatırımların ekonomik büyümeyi sağlayacağı iddia edilmiştir.
- Dışsallıklar ve Taşmalar: İçsel değişkenler dışsallık oluşturarak verim artışı sağlamaktadır.

- Sosyal Altyapı: Devlet, şahsi harcanabilir geliri vergilendirmelidir ki büyümeye etki eden kamu girdileri ile özel girdiler aynı oranda artış yaşasınlar. Böylece kişi başına gelir ve tüketimde de artış sağlanır.

1.5.1. Paul Romer ve Bilgi Birikimi

İçsel büyüme modelleri, Arrow'un "yaparak öğrenme" teorisiyle, Solow büyüme modelinin bir sentezidir (Önal, 2009). Romer, Arrow'un "yaparak öğrenme" teorisiyle, üretim ve yatırım sürecinde teknik bilginin bir yan ürün olarak üretildiğini, bu bilginin yeni bir üretim sürecinde maliyeti olmayan bedava bir girdi olarak kullanıldığını ve böylece yeni üretimin daha düşük maliyetle-daha yüksek kaliteyle yapıldığını varsayar (Birinci, 2015).

Romer, içsel büyüme modellerinde bilgi birikimini önemli bulmuş ve ferdi sermaye yerine toplam sermaye stoku üzerinden hareket etmeyi tercih etmiştir. Romer bilgiyi bir sermaye gibi düşünüp, incelemiştir. Çünkü bilgi herkes tarafından kullanılabilir ve azalan verimlere tabi değildir. Ekonomideki ilerlemeler bilgi stokunu artırmaktadır ve bu da bilgi sermayesinin getirisini yükseltir böylece ekonomik büyüme sağlanır (Parasız, 2008). Romer'a göre bilgi maliyeti olmayan bir üretim girdisidir. Bilgi üretimi, diğer firmalara da yayılmakta bu da ekonomik yönden pozitif sonuçların ortaya çıkmasına sebep olmaktadır (Acar, 2008).

Üretim ve yatırım sürecinde bilgi yan ürün olarak ortaya çıkmaktadır. Ve bu bilgi kamu malı olarak düşünülürse yani bilginin herkes tarafından kullanılması durumunda yapılacak bazı yatırımların yatırımı yapanlara getirdiği fayda, yatırımlar sonucu ortaya çıkan sosyal faydadan daha düşük olacaktır. Dolayısıyla devletin müdahalesinin olmadığı bir halde ortaya çıkan yatırım seviyesi optimal altı olacaktır ve sosyal karı her ne kadar pozitif olsa da bu tarz projeler özel karları negatif olduğu için gerçekleştirilemeyecektir (Bilen, 2010).

Bu yüzden fikri mülkiyet hakları kullanılarak, bilginin bir başkası tarafından kullanımı belirli bir süre dahi olsa engellenerek üreticinin maliyetin üzerinde kar elde etmesi sağlanabilmektedir. Çünkü burada önemli olan nokta bu sürdürülebilir uzun dönem

büyümenin sağlanabilmesi için bu yatırımların devam etmesi gerekmektedir (Birinci, 2015).

1.5.2. Robert Barro ve Kamu Harcamaları

İçsel büyüme modellerinden olan Barro'nun teorisine göre verimli kamu harcamaları içsel büyüme modeline dâhil edilmekte ve verimli alanlara yapılan kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi artırabileceği ileri sürülmektedir. Barro'nun teorisinde hükümet verimli alanlarda kamu harcaması yaparsa bu durumda ekonomik büyüme olumlu yönde etkilenecektir (Birinci, 2015).

Barro modelinde devlet tarafından sağlanan mal veya hizmetler üretim faktörlerinden biridir. Kolaylık olması açısından emek düşülerek, üretim fonksiyonunun sermaye ve mala bağlı olduğu kabul edilmektedir. Modelde devletin tek gelir kaynağı gelir vergisi, tek gideri ise kamu malının arzıdır ve bütçe daima denktir varsayımı geçerlidir (Barro, 1990).

Barro analizlerinde özel kesimin üretkenliğinin artışının, kamusal altyapıyı öne çıkararak mümkün olacağını savunmuştur (Parasız, 2008: 195). Barro yaklaşımında kamunun sağlamış olduğu mal ve hizmetler üretim faktörü olarak ele alınmıştır. Özel kesimin yatırımları sayesinde sermaye artmakta, vergi artışıyla birlikte de vergi gelirlerinin artması sayesinde daha fazla kamu harcamaları yapılabilmektedir (Acar, 2008).

Devletin sunduğu altyapı hizmetleri hem artan getiri sağlamakta hem de özel sektöre girdi sağlayıp özel sermayenin son birim verimliliğini artırdığı düşünülmektedir. Firmaların ve kişilerin çıkarları, toplum çıkarlarından farklıdır. Bu yüzden kişiler ve firmalar, bilgi ve beşeri sermaye gibi dışsallık oluşturacak alanlara en uygun yatırım yapmazlar. Optimal çözüm üretilmesi için devletin planlayıcı, girişimci ve düzenleyici rolüne ihtiyaç duyulur (Önal, 2009).

Barro 1991 yılında yapmış olduğu çalışmasında neoklasik modeldeki yakınsama teorisine karşı çıkarak gerçek hayatta sadece koşullu bir yakınsamanın yaşanabileceğini ortaya atmıştır. Barro'nun savunduğu koşullu yakınsamada kişi

başına reel gelir seviyesi ancak benzer kurumsal koşullara sahip ülke grupları arasında gerçekleşmektedir (Birinci, 2015).

1.5.3. Robert Lucas ve Beşeri Sermaye

Lucas'a göre uzun dönemli büyümenin kaynağı beşeri sermayedir. Beşeri sermaye bazı çalışmalara göre bireylerin eğitim süresi ve teknik bilgi birikimi iken bazı çalışmalara göre ise okul, laboratuvar gibi fiziksel yatırımlardır. Lucas ise beşeri sermayeyi teknolojik gelişmeye alternatif ya da en azından teknolojik gelişmeyi tamamlayıcı bir değişken olarak tanımlamıştır. Modelde, beşeri sermaye kavramı işçilerin genel yetenek seviyesini ifade etmektedir (Önal, 2009).

Lucas'a göre içsel büyümenin gerçekleşebilmesi için bir dışsallığa gerek yoktur. Büyüme sağlayan faktör beşeri sermaye birikimidir (Parasız, 2008). Lucas'a göre beşeri sermayeyi, emeğin eğitim seviyesi tamamlamaktadır. Sürdürülebilir büyüme sağlayan şey uzun dönemde beşeri sermayenin sınırsız artırılabilmesiyle mümkündür (Taban, 2010).

Sonuç olarak içsel büyüme modelleri kamu politikalarına büyüme anlamında önemli roller yüklemektedir. Bu önemli roller ise üretim ve yatırımlardan kaynaklanan olumlu dışsallıklardan, alt yapı ve istikrar gibi kamu politikalarının doğrudan sonuçlarından ve beşeri sermayenin üretimdeki öneminden kaynaklanmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere içsel büyüme modelinin tavsiyesi teşvik politikalarını teknolojik anlamda gelişme potansiyeli olan alanlara yoğunlaştırmalarıdır. Yani kısacası gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümelerini hızlandırabilmek için verimli kamu harcamaları politikalarına (eğitim, finansal kalkınma ..) ağırlık vermelidirler (Kar ve Taban, 2003).

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE EKONOMİK BÜYÜME LİTERATÜRÜNDE FİNANSAL GELİŞMENİN YERİ

2.1. Sermaye Piyasası

Finansal sistem; bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasaları olmak üzere üç unsurdan oluşur. Sermaye piyasası da böylece ekonomideki finansal sistemi oluşturan temel yapılardan birisidir. Sermaye piyasaları, fon sahiplerinin birikimlerini belirli bir getiri karşılığında yatırım araçlarında değerlendirdiği piyasalardır. Fon ihtiyacı olan kuruluşlar ise sermaye piyasaları sayesinde hisse senedi veya borçlanma senetleri ihraç ederek ihtiyaçları olan finansmanı sağlarlar (www.investaz.com.tr, 2015).

Sermaye piyasası uzun vadeli ve devamlılığı olan fonların alışverişinin gerçekleştiği pazarlardır. Bir yıldan kısa vadeye sahip olan ve özellikle vadesiz olan fonların sermaye hareketleri sermaye piyasası ile ilgili sayılmamaktadır. Aslında sermaye piyasası ile para piyasası birbiri içine geçmiş piyasalardır. Kredi arz ve talebiyle ilişkili olarak para piyasasına ait bir işlem çok kolay bir şekilde sermaye piyasasına kayabilmektedir. Tam tersi de geçerlidir. Bu yüzden sermaye piyasası denildiğinde orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlara ait arz ve talebin yardımcı kuruluşlar vasıtasıyla menkul kıymetler üzerinden hareket ettiği piyasa olarak anlaşılmalıdır (Aslan, 2009).

Sermaye piyasası, en basit ifadeyle sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye; orta vadeli, uzun vadeli ve sonsuz vadeli fonlara verilen isimdir. Dolayısıyla

sermaye piyasası denilen kavram orta vadeli, uzun vadeli ve sonsuz vadeli fonların arz ve taleplerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla, menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasasında arz ve talebin karşılaşması bazı araçlar yardımıyla olur. Bu araçlar ise sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetlerdir. Burada asıl piyasa sermaye piyasası olmakta ve menkul kıymetler ayrı bir piyasa oluşturmamaktadır. Menkul kıymetlerin, sermaye piyasasında fonların el değiştirmesinde kullanılan bir araç olduğu söylenebilir. Sermaye piyasasının bu fonksiyonları sadece menkul kıymetler yoluyla sağlanmamakta buna ek olarak mali piyasalar içinde yer alan ve daha geniş bir kavram olan bankalar yoluyla da sağlanabilmektedir (Karlı, 2003).

Sermaye piyasası kavramı ile menkul kıymetler piyasası kavramı çok iç içe girdiği için eş anlamlı olarakta kullanılmaktadır. Ama aslında biraz detaylı incelediğimizde menkul kıymetler piyasası ile sermaye piyasasının hareketlerinin ters yönlü çalıştığını görmüş oluruz. Sermaye piyasasında “mal” denilen kavram sermaye fonlarıdır. Menkul kıymetler piyasasında ise “mal” denilen kavram tahvil, hisse senedi gibi kağıtlardan oluşmaktadır. Tasarruf sahibi kişi yatırım yapmak ve belirli bir gelir elde etmek için hisse senedi satın aldığı anda bu durum sermaye piyasası yönünden sermaye arzı iken, menkul kıymetler piyasası yönünden menkul kıymet talebi anlamına gelmektedir. Örnekte de görüldüğü gibi aslında menkul kıymetler piyasası ile sermaye piyasası eş anlamlı değil, ters anlamlı kavramlardır. Birinde talebi ifade eden durum diğesinde arz olarak karşımıza çıkmaktadır. Kısacası burada asıl piyasayı sermaye piyasası oluştururken, menkul kıymetler piyasasının ayrı bir piyasa oluşturmadığını sermaye piyasasında fonların el değiştirmesinde kullanılan bir araç olduğunu söylemek mümkündür (Aslan, 2009).

Sermaye piyasası da mali piyasaların bir alt başlığı olmaktadır. Ayrıca sermaye piyasasında sermaye orta vadeli, uzun vadeli ve sonsuz vadeli fonlardan oluşmaktadır. Orta vadeli ve uzun vadeli fonlara örnek olarak tahviller verilirken, sonsuz vadeli fonlara örnek olarak ise hisse senetleri gösterilebilir. 3-4 yıldan kısa vadeli olan fonların alım satımı sermaye piyasası ile ilgili olmamaktadır. Bu yüzden de enflasyonun yan ürünü olarak ortaya çıkan kısa vadeli ve her an paraya çevrilebilir kıymetli evraklar, özel tahviller ve bonolar sermaye piyasası aracı sayılmamaktadır.

2.2. Sermaye Piyasasının Yapısı

Sermaye piyasasında fon sahipleri kıymetli evrakları ya ilk ihraçtan satın alırlar ya da ikinci elden temin ederler. Bu yüzden sermaye piyasasının yapısı iki kesimden oluşur:

-Birincil Piyasa: Tahvil veya hisse senedi gibi hak temsil eden kıymetli evrakları, tasarruf sahiplerinin ihraç eden kurumlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan doğrudan satın aldığı piyasalara birincil piyasa denir. En net ve kısa ifadeyle birincil piyasa ilk kez dolaşıma çıkan menkul değerlerin (tahvil, hisse senedi) işlem gördüğü piyasadır (Karslı, 2003).

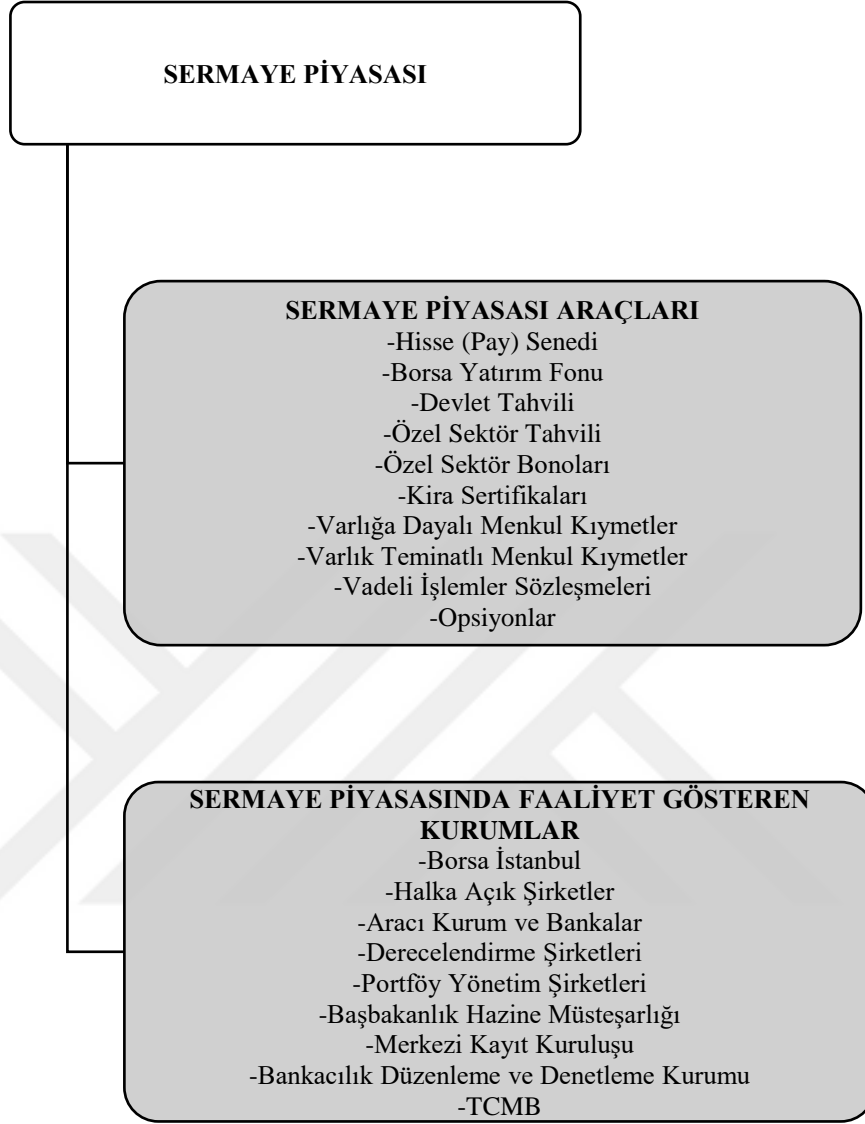
“Halka arz” birincil piyasaya örnek verilebilir. Halka arz olan şirket, finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla, hisse senedi ihraç eder ve birikim sahipleri de halka arz olan bu hisse senetlerine yatırım yaparak hem ek bir gelir elde ederler hem de tasarruflarını değerlendirmiş olurlar. (www.investaz.com.tr, 2015)

Tasarruf sahipleri menkul değeri ihraç eden firma ile doğrudan karşılaşarak kıymetli evrak temin ediyorsa bu durumda avantaj olan şey ödenecek komisyon olmamasıdır. Ancak doğrudan karşılaşmanın sakıncası ihracın başarısız olma riskinin fazla olmasıdır. Dolaylı karşılaşmada yani finansal aracılar vasıtasıyla alınan kıymetli evraklarda ise finansal aracıya komisyon ödenmekte ve maliyet artmakta ancak bunda da ihracın başarısız olma riski daha azdır. Bu piyasada önemli olan menkul kıymetleri, ihraçtan almaktır. Arada finansal aracı olsa dahi bu durum birincil piyasanın oluşmasına engel değildir.

-İkincil Piyasa: Menkul kıymetleri ihraçtan yani birincil piyasadan alan tasarruf sahipleri, bunları paraya çevirmek istediklerinde orta vadeli ve uzun vadeli belgelerde vadeden önce, sonsuz vadeli belgelerde ise hiçbir zaman bunları ihraç eden kuruluşa geri veremezler. Bu durumda devreye ikincil piyasa girer ve bu durumdaki tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlerinin paraya çevrilmesini sağlar. İkincil piyasa kısaca daha önce alım satıma konu olan menkul kıymetlerin işlem gördüğü ve ikincil piyasa menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında, aracı kurumlar vasıtasıyla el değiştirdiği piyasadır. İkincil piyasa menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya olan

talebi artırır ve birincil piyasanın gelişmesini sağlar. Bu yüzden de ikincil piyasa birincil piyasa kadar önemlidir. Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle çalışırken, ikincil piyasa menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Gelişmiş ülkelerde ikincil piyasadaki iş hacmi birincil piyasalardan kat kat fazladır. İkincil piyasanın en iyi örneği menkul kıymet borsalarıdır. Sermaye piyasasında sadece birincil piyasa mevcut olsaydı, tasarruf sahipleri imkânları olduğu zaman ihraç halinde hangi kuruluşun menkul kıymeti varsa sadece onlardan alabilecekti. İkincil piyasada ise o güne kadar ihraç edilmiş her menkul kıymetin bulunması mümkündür. Birincil ve ikincil piyasaların haricinde üçüncül ve dördüncül piyasalardan da söz etmek mümkündür. Bu piyasaları kısaca tanımlamak gerekirse üçüncül piyasa finansal varlıkların borsa dışında alınıp satıldığı piyasalardır. Dördüncül piyasalar ise finansal varlıkların aracısız olarak alınıp satıldığı piyasa türüdür ve bu piyasada alım ve satımlar blok olarak yapılır (Civan, 2007).

Sermaye piyasasını denetleyen-düzenleyen ve bu piyasanın adil-etkin şekilde çalışmasını sağlayan, yatırımcıların hakkını koruyan kurum Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Sermaye piyasasında Borsa İstanbul, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), TCMB, Halka Açık Şirketler, Derecelendirme Şirketleri gibi kurumlar faaliyet göstermektedir.



Şekil 2 : Sermaye Piyasası Araçları ve Sermaye Piyasasına Bağlı Kurumlar

Sermaye piyasasında en sık işlem yapılan yatırım araçlarını kısaca açıklayalım; Menkul kıymetler yatırım aracı olarak kullanılan ve sahibine ortaklık ya da alacaklılık hakkı veren, belli bir meblağı temsil eden, dönemsel getirileri olan kıymetli evraklardır. Menkul kıymetleri oluşturan kıymetli evraklardan bazıları; hisse senetleri, tahviller, hazine bonoları, finansman bonoları, banka bonoları, gayrimenkul sertifikaları, varlığa dayalı menkul kıymetler, kar ve zarar ortaklığı belgeleri vs.

Menkul kıymetler arasında en çok işlem gören sermaye piyasası araçları ise hisse senetleri ve tahvillerdir. (www.nasilkolay.com, 2015)

➤ Hisse (Pay) Senedi

Sermaye şirketlerinin ortaklarına sermaye paylarını ve ortaklıklarını belirlemek amacı ile verdikleri kıymetli evraklara hisse senedi denir. Hisse senetleri Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan izinle çıkarılır ve her sermaye şirketinin de hisse senedi çıkarma yetkisi yoktur. Hisse senedi çıkarma yetkisi olan kurumlar;

-Anonim Şirketler

-Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler

-Özel Kanunlarla Kurulmuş Kurumlar (T.C. Merkez Bankası, KİT'ler ..)

Hisse senetleri ortaklık ve mülkiyeti temsil eder. Hisse senetlerinin sabit bir getirisi yoktur, şirketin kar durumuna göre içinde bulunulan ekonomik, siyasi .. Vb. durumlara göre değişkenlik gösterebilmektedir. Hisse senetleri devlet tahvillerine oranla daha risklidir ama yine devlet tahvillerine göre getirisi de daha yüksek yatırım araçlarıdır. (www.paratic.com, 2017)

➤ Tahvil / Bono

Devletin veya özel sektör şirketlerinin borçlanarak bir yıl veya daha uzun vadeli fon sağlamak amacıyla çıkarttıkları, halka arz edilerek veya halka arz edilmeden satılabilen borç senetlerine tahvil denir. Devlet tahvilleri özel şirket tahvillerine oranla oldukça güvenlidir. Tahvil sahibi, tahvili aldığı kuruluşun alacaklısı durumundadır. Tahviller, tahvil sahibine herhangi bir ortaklık hakkı vermez sadece düzenli periyotlarda faiz getirisi sağlarlar. Bunun haricinde vade bitiminde son faiz ödemesi ve anapara ödemesi tahvil sahibine birlikte yapılır. Tahviller iskontolu, primli veya kupon ödemeli olarak satılabilir. Ayrıca özel sektör şirketlerince ihraç edilen tahvillere "özel sektör tahvili" denir ve vadesi 1 yıldan az olanlara ise "bono" denir. (www.nasilkolay.com, 2015)

2.3. Sermaye Piyasasının Önemi

Sermaye piyasasının ekonomideki önemini fertler açısından ve ülke ekonomisi açısından iki aşamada incelemek mümkündür. Ülke ekonomisi açısından

incelendiğinde, tek başına ekonomiye faydası olamayacak düzeydeki küçük tasarruflar, menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmektedir. Ve hatta bu yatırımlar sayesinde az gelişmiş ülkelerdeki yurt içi tasarruf açıkları kapanabilir. Fertler açısından bakıldığında ise yine tek başına bir yatırım yapılamayacak kadar küçük olan tasarruflar sermaye piyasasında verimli yerlere yatırılarak tasarruf sahiplerine bir ek gelir imkânı sağlamaktadır.

Az miktardaki tasarruflarla kişisel yatırımlar yapmaya bilgi ve tecrübesi yetersiz olan kişiler sermaye piyasasının sağladığı imkânlardan faydalanırlar. Ayrıca bilgi ve tecrübe olmadan yapılan yatırımlarda kişiler çeşitli risklere maruz kalırken sermaye piyasasını kullanarak yatırım yapmaları durumunda bu riskler asgari seviyeye düşecektir. Çünkü sermaye piyasasında yatırım danışmanlığı da ön plana çıkmaktadır. Sermaye piyasası sayesinde tasarruf sahipleri ile fon talep eden kuruluşlar arasında doğrudan bir iletişim kurulabilmekte ve sermayenin el değiştirmesinde araçlar ortadan kalkmaktadır. Böylece küçük meblağdaki tasarruflar doğrudan ve en hızlı şekilde yatırımlara dönüşebilmektedir. Oysaki bankalarda küçük meblağların değerlendirilmesi çok uzun ve dolambaçlı yolları kapsamaktadır. (www.borsahocasi.net, 2015)

Sermaye piyasasının temel işlevi, işletmelerin ihtiyaç duydukları orta veya uzun vadeli fonların en akılcı şekilde karşılanması amacıyla, küçük tasarrufların aracı mali kuruluşlar vesilesiyle büyük meblağda fonlara dönüştürülmesini sağlamak kısacası yeterli fon akımını sağlayıp, hızlandırmaktır. (Tuncer, 1985)

Sermaye piyasası likiditeden vazgeçmenin ve riske girmenin karşılığında tasarruf sahibine faiz, kar payı gibi çeşitli getiriler sunmaktadır. Ayrıca sermaye piyasası belirli bir getiri elde etmek isteyen tasarruf sahipleri ile uzun veya orta vadeli fon ihtiyacını gidermek için piyasaya çıkan kıymetli evrak ihraç eden kurumları karşı karşıya getirerek farklı ihtiyaçların uzlaşmasına hizmet eder (Demirkan, 1981).

2.4. Ekonomik Büyüme Literatüründe Finansal Gelişmenin Yeri

Finansal sistem ekonomik yapının bir parçasıdır ve birikimlerin yatırıma aktarılması görevini üstlenir. Finansal sistem hisse senetlerinin, tahvillerin ve diğer menkul

kıymetlerin alım-satımının yapıldığı, faiz oranlarının belirlendiği ve finansal hizmetlerin elde edildiği piyasalar, kanunlar, araçlar ve bu alanda geliştirilen yenilikler bütünüdür (Burton ve Brown, 2009).

King ve Levine (1993) 1960-1989 yılları için 80 ülkenin verilerinden hareket ederek yaptıkları çalışmada ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Bu ilişkiyi test ederlerken de Schumpeter'in görüşünden yararlanmışlardır ve çalışma sonucunda yenilikleri büyümenin motoru olarak tanımlamışlardır. Çünkü King ve Levin'e göre yüksek seviyelerdeki yenilikler, daha yüksek düzeyde verimlilik artışına neden olmaktadır. Finansal piyasalar gizil yenilik projelerini değerlendirip bu projeleri finanse ederek yatırımların gerçekleştirilmesini takip etmektedirler. Böylece finansal piyasalar etkin kaynak tahsisinin sağlanmasına yardımcı olmakta ve ekomilerde verimlilik artışı sağlanarak büyüme hızları artmaktadır. Ayrıca King ve Levine yaptıkları bu çalışma ile finansal gelişmenin düzeyini ölçen değişkenler ile kişi başı GSYH ve büyüme oranı arasında güçlü bir ilişki ortaya çıkarmışlardır. Çalışmada finansal piyasaların sağladığı hizmetlerin sermaye birikimi ve verimliliği artırmak şartıyla ekonomik büyümeyi teşvik ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan çalışmalarda karşılaşılan temel soru ülkelerin büyüme oranlarının neden birbirinden farklı oranlarda olduğudur. Neoklasik Solow-Swan modelinde (1956) büyümenin temel belirleyicileri açıklanmasına rağmen, bu model doğrultusunda yapılan analizler sonucu yüzde 20 ile 40 arasında açıklanamayan bir bölüm bulunmaktadır (Mankiw, Romer ve Weil, 1992).

Ayrıca Solow-Swan (1956) modeline göre uzun dönemde büyümeyi etkileyen unsur yalnızca teknoloji büyüme oranındaki değişiktir. Bunun dışındaki diğer değişkenlerde meydana gelen değişiklikler büyüme üzerinde sadece düzey etkisi yaratacaktır. Ayrıca bu modelde teknolojiden kasıt emek ve sermaye dışında kalan ve çıktı miktarını etkileyen her türlü değişkendir (Romer, 2012).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesi yeni dönem

çalışmaları değildir. Yıllar öncesinden beri süregelen hatta ilk çalışmaları, bu konuya dair ilk adımları Bagehot (1873), Schumpeter (1911) ve Gurley-Shaw (1955) atmıştır. Bu bilim adamları İngiltere ve Amerika'nın tecrübelerinden faydalanarak finansal sistemin rolünü tanımlamışlardır. Böylece o tarihlerden itibaren makro iktisatçılar ve kalkınma iktisatçıları ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisini, gelişmiş finansal sistemler yoluyla hızla büyümeyi sağlamış olan ülkelerin uyguladığı teorik modellerle ve panel veri (ülkelerarası) ve zaman serisi çalışmalarıyla daha yoğun bir şekilde incelemişlerdir (Rousseau, 2003).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışmaya rastlamak mümkündür. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönüne bakıldığı zaman; Robinson için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir akım varken, Schumpeter için ise tam tersi olan finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir akım vardır (Özcan ve Arı, 2011). Tüm bunların haricinde bu konu hakkında literatürde gerçekleştirilmiş olan çalışmalara bakıldığı zaman dört farklı hipotez üzerine yoğunlaşıldığı görülmektedir. Bunlardan birincisi; finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde fazlaca etkisinin olduğu (Patrick, 1966), ikincisi tam tersi durum olan ekonomik büyümenin finansal gelişme üzerinde yüksek düzeyde bir etkisinin olduğu (Robinson, 1952), üçüncüsü ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin karşılıklı bir etkileşim olması (Lewis, 1954) ve son olarak ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında herhangi bir ilişkinin bulunmadığını (Lucas, 1988) savunan görüşlerdir.

Levin'e göre finansal araçların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri şu yollarla ifade edilmektedir (Levine, 1997):

- Risk yönetimi
- Kaynakları tahsis etmek
- Tasarrufları mobilize etmek
- Mal ve hizmetlerin değişiminin kolaylaştırılması
- Yöneticileri izlemek ve kurumsal kontrolü sağlamak

Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki teorik ilişki, finansal araçlar

tarafından sağlanan hizmetlerin önemini vurgulamış ve bu hizmetlerin büyüme için gerekli olduğunu savunmuş olan Schumpeter'in çalışmalarında bulunmaktadır. Schumpeter'e göre finansal aracı olan bankalar teknolojik yenilikleri kolaylaştırmaktadırlar. Bankalar birikimleri toplayarak, yatırım tasarılarını değerlendirmekte, yöneticileri kontrol etmekte ve firmalarla ilgili olarak detaylı bilgileri daha düşük maliyetle elde edebilmektedirler. Finansal araçlar, kaynakları daha kullanışlı birimlere yönlendirerek, ekonomik sistemde çok önemli bir rol oynamaktadırlar (Capasso, 2004).

1970'lerde teorik anlamda tartışılan finansal sistem ve ekonomik büyüme ilişkisi, 1980'lerde hemen hemen tüm dünyada uygulamaya konan finansal serbestleşme politikalarından dolayı artık daha yoğun bir şekilde incelenmeye ve tartışılmaya başlanmıştır. Ancak bu süreçteki tartışmalar direkt olarak finansal sisteme odaklanmaktan çok kamunun finansal sistem üzerinde oluşturduğu baskıya odaklanmış ve tartışmalar da bu eksen etrafında yaşanmıştır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Esasen finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki en yoğun ve düzenli olan tartışmalar 1990'ların ilk yarısında başlamıştır. 1990'larda büyüme kavramı yeniden bir güncellik kazanmış ve böylece akademik ilginin de odağı olmuş, böylece yeni teorik açılımlar ve içsel büyüme modelleri de ortaya çıkmıştır. Finansal piyasaların büyüme üzerindeki etkileri ve bu etkinin hangi yollarla gerçekleştiğine dair yapılan araştırmalar bu dönemden itibaren hız kazanmıştır. Ülkeler arasındaki gelişmişlik farkının oluşmasında sermaye birikiminden ziyade teknolojik gelişmelerin daha önemli olması yönündeki iddialar finansal sistemin ekonomideki verimliliği ne yönde etkilediğine dair ilgi uyandırmıştır. Yapılan araştırmalar sonucunda finansal sistemin yerine getirdiği hizmetler sonucunda sermaye birikimi ve teknolojik gelişmelerin olumlu yönde arttığına ulaşılmıştır. Ancak bu araştırmalara rağmen finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü hakkında tam bir uzlaşıya varılamamıştır. Bazı çalışmalara (King ve Levine, 1993; Rousseau ve Wachtel, 1998)

göre finansal gelişme ekonomik büyümeyi ve gelişmeyi tetiklemekte iken, bazı çalışmalara (Ang ve McKibbin, 2007) göre ise bu durumun tersi olarak ekonomik gelişme finansal gelişmeyi uyarmaktadır. Bu çalışmalar sayesinde 2000’li yıllardan itibaren Türkiye’de ekonomik gelişme-f finansal gelişme ilişkisini inceleyen çalışmalarda artmıştır. Artan bu çalışmalarla finansal gelişme-ekonomik gelişme arasındaki ilişkinin varlığı ve niteliği sorgulanmıştır. Bu çalışmalarla elde edilen sonuçlara göre Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik gelişme arasında bir ilişki bulunmaktadır ancak üzerinde uzlaşılamayan konu; bu ilişkiye göre finansal gelişmeler mi ekonomik büyümeyi (arz öncü ilişki) tetiklemektedir yoksa ekonomik büyüme mi finansal gelişmenin hizmetlerine yön (talep izleyici ilişki) vermektedir. Uzlaşmaya varılamamasının sebebi ise çalışmaların kapsadığı dönemlere göre farklı sonuçlar elde edilmiş olmasıdır (Duvan, 2011).

Schumpeter’in görüşüne göre büyümeyi direkt etkileyen, teknik değişimi ve verimlilik artışını pozitif yönde artıran en önemli faktörlerden birisi finansal araçların gelişme göstermesidir (Bloch ve Tang, 2003).

Finans, bir ulusun hayat standartlarının belirlenmesinde ve ticari ilişkilerin daha kolay yürütülebilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu yüzden hükümetler, finansal sistemlerin verimliliğini artırabilmek adına devamlı olarak finansal sistemler üzerinde etkili olmuşlardır, ona yön vermişlerdir. Ayrıca finansal sistemler sadece ulusal anlamda değil uluslararası anlamda da birbirleriyle bağlantılı olarak gelişme göstermektedirler (Knoop, 2008).

Son dönemlerdeki teorik çalışmalar Ronald McKinnon ve Edward Shaw tarafından gerçekleştirilmiştir. McKinnon-Shaw ekolü, finansal sistemde yaşanmış olan gelişmelere hükümetin müdahale etmesini ve müdahalenin etkilerini incelemiştir. Bu ekolün temel önerisi ise, devletin, finansal araçlara (bankacılık sistemine) getirdiği kısıtlamaların (azami faiz oranları, doğrudan kredi programları, yüksek rezerv gerekliliği.. gibi) finansal piyasaların gelişimini olumsuz etkilediği ve ekonomik

büyüme yi azalttığıdır (Ghali, 1999).

Finansal sistemin içeriğini oluşturan etkenlerin; kişi başı gelir, üretici ve tüketici davranışı gibi bir bütün olarak aslında ekonomik büyüme üzerinde doğrudan bir etkisi vardır (Mishkin, 2000). Tüm bunların haricinde fon transferi sürecinin tam da merkezi olan finansal sistemler, ekonomi ve diğer alt sistemlerin istikrarı ile doğrudan ilişkilidir (Tunay, 2005).

Tarihteki ilk örneklere bakıldığı zaman değerli maden ve sikkeler finansal araçları oluşturmaktaydı. Kişiler tüketim ihtiyaçlarını karşılamak için, üretim yapabilmek için borç alma yoluna başvurlardı. O dönemdeki finansal araçlar ise tefeciler ile sarraflar ve bankalardı (Allen ve Gale, 2000). Modern anlamdaki finansal aracılığa ise alacaklının ve borçlunun birbirlerine karşı olan sorumluluklarını gösteren bir yasal sözleşme eşlik etmektedir (Knoop, 2008).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların büyük bir çoğunluğu, yıllardır süregelen klasik finansal aracılık kanalı olan bankacılığa yoğunlaşmıştır. Ancak son yıllarda finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak özellikle de gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan hisse senedi piyasalarının finansal aracılık konusundaki önemi inkar edilemez bir gerçektir. Haliyle hisse senedi piyasalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin de incelenmesi gerekli hale gelmiştir (Demir, Öztürk ve Albeni, 2007).

2.5. Finansal Gelişme İle İlgili Yapılan Literatür Taraması

Gurley ve Shaw (1955-1967) ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında bir ilişkinin varlığından söz etmektedirler. Finansal yapının gelişmiş olması sayesinde yatırımcılar ile tasarruf sahipleri arasındaki ilişki de kolaylaşmaktadır.

Goldsmith (1969) çalışmada 35 ülkenin 1860-1963 yıllarına ait verilerinden yararlanılarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonucuna göre finansal gelişme ekonomik büyüme yi pozitif

yönde etkilemektedir. Goldsmith finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi yatay kesit analiz kullanarak inceleyen ilk iktisatçıdır. Benecivenga ve Smith (1991) belli şartlar altında finansal aracılığın gelişmesiyle ekonomik büyüme de olumlu yönde etkilenecektir.

King ve Levine (1993) 80 ülkenin 1960-1980 dönemlerine ait verilerinden yararlanarak bu çalışmayı hazırlamışlardır. Finansal gelişmenin tüm göstergeleri (eğitim, döviz kurları, politik istikrar) ekonomik büyüme ile pozitif yönlü bir ilişki içindedir. Finansal gelişme ekonomik büyümeyi etkilemektedir sonucuna ulaşılmıştır.

Levine (1997) finansal gelişme; teknolojik yenilikler ve sermaye birikimi aracılığıyla ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Bu çalışmada yatay kesit analizi kullanılarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ölçülmüştür.

Rousseau ve Wachtel (1998) çalışmada ABD, İsveç, Kanada, Norveç ve İngiltere için zaman serisi analizi kullanılarak finansal gelişmenin oranı tahmin edilmektedir.

Levine ve Zervos (1998) çalışmada ülkeler arası 1976-1993 verilerinden yararlanılarak bir analiz yapılmıştır. Çalışmada finansal piyasalardaki gelişmelerin (gerek hisse senedi piyasaları gerek bankacılık sektörü) sermaye birikimini ve verimliliği artırdığı böylece ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kar ve Pentecost (2000) Türkiye üzerine yapılan bir çalışmadır. Çalışmanın sonunda ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu saptanmıştır. Çalışmada VAR ve granger nedensellik testi uygulanmıştır.

Levine, Loayza ve Beck (2000) yatay kesit çalışmaları ve dinamik panel tekniklerinden yararlanarak hazırlanmış bir çalışmadır. Uzun dönemli ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında güçlü ve pozitif yönde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Beck, Levine ve Loayza (2000) çalışmalarında dinamik panel teknikleri, yatay kesit çalışması ve enstrümantal değişken prosedüründen yararlanmışlardır. Ayrıca bu

çalışmaya göre finansal araçlar ekonomik büyümeye büyük pozitif bir yönde katkı sağlamaktadırlar.

Kang ve Sawada (2000) 20 ülke için zaman serisi verileri kullanılarak hazırlanan çalışmada ticari serbestleşme ve finansal gelişmenin yatırımların marjinal faydasını artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001) bu çalışmaya göre finansal gelişme ekonomik büyümeyi etkilemekte ve hatta bankalar ile sermaye piyasalarının ekonomik büyümeyi hızlandırması konusunda bankaların etkisi daha fazladır. Bu çalışmada 5 gelişmiş ülke verilerinden ve eşbütünleşme ile hata düzeltme modelinden yararlanılmıştır.

Shan ve Morris (2002) 19 OECD ülkesi ve Çin verileri üzerine yapılmış bir çalışmadır. Çalışmanın sonucunda ekonomik büyümeye finansal gelişmenin doğrudan veya dolaylı olarak etki ettiğine ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada nedensellik testi kullanılmıştır.

Al-Yousif (2002) panel veri analizi ve granger nedensellik testi kullanılarak hazırlanan bir çalışmadır ve bu çalışmaya göre ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu çalışma ayrıca 30 gelişmekte olan ülke verilerinden oluşturulmuştur.

Calderon ve Liu (2003) finansal gelişmenin; sermaye birikimi ve verimlilik yolları ile ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan 109 ülkenin verileri kullanılarak yapılan bir çalışmadır.

Ghirmay (2004) 13 Afrika ülkesi üzerine yapılan bir analizdir. Ve analiz sonucunda finansal sistem ekonomik büyüme üzerinde çok etkin bir rol oynamaktadır.

Dritsakis ve Adamopoulos (2004) ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasında bir nedensellik ilişkisi vardır. Bu ilişkinin yönü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur. Çalışmada Yunanistan üzerine VAR metodolojisi uygulanarak bir analiz yapılmıştır.

Thangavelu vd. (2004) Avustralya üzerinde ve VAR metodolojisi kullanılarak yapılan bir çalışmadır. Ekonomik büyümeden finansal araçların gelişimine doğru bir nedensellik vardır ama finansal piyasaların gelişiminin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği şeklinde bir kanıt bulamamışlardır.

Rioja and Valev (2004) finansal gelişme ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Finansal gelişmenin fazla olduğu ülkelerde verimlilik artışıyla, finansal gelişmenin düşük olduğu ülkelerde ise sermaye birikimini hızlandırmasıyla ekonomik büyüme artmaktadır. 10 ülkenin verileri üzerine panel veri analizi ile yapılan bir çalışmadır.

Ndikumana (2005) finansal araçların gelişmesi sonucu yatırımlar artar ve ekonomik büyüme olumlu yönde etkilenir. 99 ülkenin verileri ve panel veri analizi kullanılmıştır.

Shan (2005) 10 OECD ülkesi ve Çin örneği üzerinde VAR metodolojisi kullanılarak yapılan çalışmada finansal gelişme ekonomik büyümeye etki etmektedir.

Rousseau ve Vuthipadadorn (2005) finansal gelişme yatırımları uyarmakta yani finansal gelişmeden yatırımlara doğru tek yönlü bir ilişki vardır. Ve “arz öncüllü” bir ilişkinin varlığından söz edilmektedir. 10 Asya ülkesi üzerine eşbütünleşme granger nedensellik analizi uygulanmıştır.

Ang ve McKibbin (2007) çalışmanın sonucunda “talep izleyici” yani ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi artırdığına ulaşılmıştır. Malezya örneği üzerinden hareket edilen çalışmada eşbütünleşme granger nedensellik testi uygulanmıştır.

2.6. Hisse Senedi Piyasası Ve Ekonomik Büyüme

Hisse senedi; sermaye paylarını belgelendirmek adına sermaye şirketlerinin ve anonim şirketlerin ortaklarına verdikleri kıymetli evraklardır. Her şirket hisse senedi çıkaramaz. Hisse senedi çıkarabilecek olan şirketler; anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulmuş kurumlardır. Bu üç şirket ancak hisse senedi çıkarabilme yetkisine sahiptir ve bu şirketlerin hisse senetleri

halka arz edilip borsaya kayıt edildiğinde alınıp satılmaları mümkün olur. Hisse senedi devlet tahvillerine göre daha risklidir. Ancak getiri açısından ise devlet tahvillerine göre daha fazla imkân sağlar. Hisse senedi (pay senedi) sahibine ortaklık hakkı, yönetimde oy kullanma hakkı ve kar payı alma hakkı sağlar. Hisse senetlerinin işlem gördüğü yer borsalardır. Hisse senedine yatırım yapan bir yatırımcının sermaye kazancı ve kar payı olmak üzere iki tür getirisi olur. Sermaye kazancı, şirketin hisse senedi değerinin piyasadaki artışından sağlanan kazançtır. Sermaye kazancının garantisi yoktur. Çünkü hisse senedinin değeri içinde bulunulan ekonomik duruma, siyasal-politik şartlara ve hatta şirketin içinde bulunduğu sektördeki koşullara göre değişmektedir. Yani bir hisse senedinin değeri artış gösterebileceği gibi tam tersi azalışta gösterip değerinde kaybedebilir. Kar payı ise, hisse senedi alınan şirketin dönem boyunca elde ettiği kardan hisse sahibinin ortak olarak payına düşen oran kadarını almasıdır.

2.7. Hisse Senedi Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Literatür Taraması

Nieuwerburgh, Buelens ve Cuyvers (2006) 1873-1935 dönemi Belçika verileri kullanılarak Belçika'daki finansal piyasa gelişimi ile ekonomik kalkınma arasındaki uzun vadeli ilişki ekonometrik yöntemler kullanılarak incelenmiş ve çalışmanın sonucunda Belçika'nın ekonomik gelişiminde borsanın önemli rol oynadığına dair tarihi ve ekonometrik kanıtlar sunulmuştur. Bu çalışma finansal gelişimin ve özellikle firmalar için borsa tabanlı finansmanın bulunabilirliğinin Belçika'daki ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisi olduğuna dair hem tanımlayıcı hem de nicel kanıt sunmuştur.

Zhu, Ash ve Pollin (2006) 1976-1993 yılları arasındaki verilerden yararlanarak borsa likiditesinin GSYİH büyüklüğünde yarattığı pozitif etkiyi araştırmıştır. Bu çalışmada ekonometrik yöntemler ve GSYİH büyüklükleri kullanılmıştır. Sonucunda ise 1976-93 döneminde, örneklemdeki ülkelerdeki borsa cirosu seviyesi ile bu ülkelerin toplam ekonomik performansı arasında istatistiki olarak güvenilir bir ilişki olmadığı sonucuna varmaktadır.

Naceur ve Ghazouani (2007) Bu çalışma panel veriler ve ekonometrik değişkenler yardımıyla değişken bir dönem boyunca 11 MENA bölgesi ülkesinin bir örneğini kullanarak, bankalar ile borsa gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmaktadır. Hisse senedi piyasasının ve banka gelişiminin büyümedeki bağımsız etkisini test eder. Sonucunda ise bankacılık ve borsa gelişimi ile büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya çıkmıştır. Borsa gelişimini kontrol ettikten sonra banka gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki olumsuzdur.

Liu ve Sinclair (2008) VECM çerçevesinde nedensellik testleri yaparak Büyük Çin'de borsa performansı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi sistematik bir şekilde araştırmaya yönelik bir çalışma yapmışlardır. Sonuçlar, ekonomik temellerin uzun vadede hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin ana belirteçleri olduğunu ve borsaların, kısa vadede Çin'in gelecekteki ekonomik büyümesinin öncü bir ekonomik göstergesi olarak hareket ettiğini göstermektedir.

Enisan ve Olufisayo (2009) Makale, VECM çerçevesi bağlamında ARDL sınır testi ve Granger nedensellik testi kullanan yedi Afrika ülkesi için borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem ve nedensel ilişkiyi araştırıyor. Çalışma sonucunda iki yönlü Granger nedenselliğinin veya borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki geri bildirim bulunduğ u ülkelerde, borsaların etkinliğini artırmak için tasarlanan politikaların ve ekonomik büyümenin karşılıklı yarar sağladığına ulaşılmaktadır. Ayrıca, borsaların etkinliğini artırmak için tasarlanan politikalar ekonomik büyümeye muhtemelen yol açacaktır. Bununla birlikte, Granger nedenselliğinin ekonomik büyümeden borsaya geçtiği ülkede, büyümeyi arttırmak için tasarlanan politikalar, borsa gelişiminde iyileşmeye neden olacaktır.

Choong, Baharumshah, Yusop ve Habibullah (2010) 1988'den 2002'ye kadar 51 ülkenin verileri kullanılarak özel sermaye akımları ve borsanın; gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik büyüme ile arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Elde edilen sonuçlar, borsaların, sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi etkilediği önemli bir kanal veya önde gelen kurumsal faktör olabileceğini göstermektedir. Bulgular, borsa gelişimi; gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde

olsun olmasın, belirli bir eşik seviyesine ulaştığında, özel sermaye akımlarının olumsuz etkisinin olumlu bir etkiye dönüşebileceği yönünde açık bir sonuç doğuruyor.

Cooray (2010) MRW modelini borsa için bir değişken ekleyerek genişletmiş ve borsanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuç olarak, borsanın büyüklüğünü, likiditesini ve faaliyetini artırmak için alınan önlemlerin büyümeyi daha da artıracığı kaydedildi. Ayrıca, borsa, incelenen ülke grubunun uzun vadeli büyümesinin belirlenmesinde önemli bir değişkendir.

Yu, Hassan ve Sanchez (2011) Bu çalışma, coğrafi bölgeler ve gelir grupları arasındaki ekonomik büyümenin muhasebeleştirilmesinde finansal gelişmenin ve borsa gelişiminin rolü hakkında araştırma yapmayı amaçlamıştır. VAR -VEC, FEVD, IRF ve Granger nedensellik testleri gibi çeşitli analizler kullanılmıştır. Granger nedensellik testleri, finans ve büyüme arasındaki kısa dönemli ilişkiyi göstermektedir. Bu nedenle az gelişmiş ülkelerin, esasen kötü muamele görmeyen yasal sistemler ve siyasi istikrarsızlıktan dolayı kısa vadede finansal ve borsa gelişmesine rağmen (örneğin 10 yıldan daha az) ekonomik büyümesini yaşaması mümkündür. Kısa vadede, yüksek gelirli OECD ülkelerinde finansal gelişme, borsa gelişimi ve ekonomik büyüme arasında güçlü bağları varken Doğu Avrupa, Orta Asya ve Latin Amerika ile Karayipler'de böyle bir bağ yoktur.

Carp (2012) Bu çalışma Granger nedensellik testi yardımıyla makroekonomik dengesizliklerin etkisiyle, Orta ve Doğu Avrupa'daki borsa dinamiklerini analiz etmeyi ve yabancı sermaye girişlerinin oynaklığını vurgulamayı amaçlıyor. Sonuçlar, dolaylı olarak borsa göstergelerinde ve reel sektörde pozitif dışsallıklar yaratan gerçek yatırımlar tarafından daha yüksek bir ekonomik büyümenin kesinlikle teşvik edildiğini gösteriyor. Granger Nedensellik analizi, piyasa değeri ve hisse senedi değerinin, ekonomik büyüme oranları üzerinde herhangi bir etki yaratmadığını göstermektedir.

Kim ve Lin (2013) Bu makalede, ekonomik büyüme, bankacılık ve borsa gelişimi arasındaki ilişkilerin incelenmesi için eşanlı bir denklem modeli kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar, bankacılık sektörünün ve borsa gelişiminin ekonomik büyümeye belirgin bir şekilde katkıda bulunduğunu göstermektedir; bu hem bankalar hem de

ekonomik büyümeyi iyileştiren borsalar tarafından sunulan finansal hizmetler olduğunu teyit etmektedir. Veriler aynı zamanda, bankaların düşük gelirli ülkeler için önemli dış finansman biçimleri, hisse senetlerinin yüksek gelirli ya da düşük enflasyonlu ülkeler için önemli olduğunu ortaya koyuyor.

Marques, Fuinhas ve Marques (2013) Yapısal değişimlerden kaynaklanan güçlü etkilere maruz kalmış küçük bir ekonomi olan borsa gelişiminin Portekiz'de (1993-2011) ekonomik büyümeye etkisi VAR modellemesi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda bir taraftan, borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif nedensel bir ilişki tespit edildi ve aslında iki yönlü oldu. Öte yandan, bankacılık sisteminin ekonomik büyümeyi etkilemediği ancak bu büyümenin net yararlanıcısı olduğu görülüyor. Bu nedenle ekonomik politikalar, ekonomik büyümeyi destekleyen banka finansmanı değil, borsa pazarının gelişimi olduğunun farkında olmalıdır.

Owusu ve Odhiambo (2013) Bu makale, ARDL sınır testi yaklaşımını ve UECM'yi kullanarak Gana'daki borsa gelişimi ile sürdürülebilir ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceliyor. Bu makalenin temel amacı, sermaye hesabı liberalizasyonunun Gana'daki ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemektir. Bu çalışmanın sonuçları, Borsa pazarının Gana'daki ekonomik büyüme üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Pradhan, Tripathy, Pandey ve Bele (2014) çalışma, 1961-2012 döneminde 26 ASEAN bölgesel forum (ARF) ülkesinde bankacılık sektörü gelişimi, borsa gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki uzun vadeli ilişkiyi inceliyor. Bulgular, hem bankacılık sektörü gelişiminin hem de borsa gelişiminin uzun vadeli ekonomik büyümenin belirlenmesinde önem taşıdığını göstermektedir.

Ngare, Nyamongo ve Misati (2014) 1980-2010 döneminde Afrika'da 18 ülkenin hisse senedi piyasalarından oluşan bir panelin yıllık verileri kullanılarak borsa gelişiminin Afrika'daki ekonomik büyüme üzerindeki rolü araştırılmıştır. Çalışmanın temel sonuçları ise şöyledir :(i) Borsa olan ülkeler, borsa dışı ülkelerle karşılaştırıldığında daha hızlı büyümeye eğilimli, (ii) nispeten gelişmiş ve borsaya sahip ülkeler, borsalara sahip küçük ülkelere göre daha hızlı büyümeye eğilimli, (Iii) Borsa gelişimi ekonomik

büyüme olumlu yönde etkilemektedir, (iv) yatırım, insan sermayesi oluşumu ve açıklık Afrika bölgesinde ekonomik büyüme olumlu yönde etkilemektedir, (v) makroekonomik istikrarsızlık (enflasyon) ve hükümet tüketimi ekonomik büyüme olumsuz etkilemektedir, (Vi) Politik olarak istikrarlı ve daha az bozuk olan ülkeler daha hızlı büyüme eğilimindedir.

Zhang ve Wu (2014) Bu yazıda yer alan ampirik çalışma, zaman serileri yaklaşımını kullanarak Çin ekonomisinde üç önemli faktör arasındaki ilişkileri araştırıyor: hisse senedi fiyatları, ev tasarrufları ve ekonomik büyüme. Ülkelere göre yapılan analizler, borsaların ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisi olmadığını göstermektedir. Ampirik sonuçlarımızda borsa olumsuz etkiye sahiptir.

Nyasha ve Odhiambo (2015) Makale, banka bazlı finansal gelişme, borsa gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki Güney Afrika'daki dinamik nedensel ilişkiyi araştırıyor. 1980-2012 dönemi verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma, banka temelli finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik bulamadı. Bu sonuçlara dayanarak, Güney Afrika'daki ekonomik büyüme yönlendiren, banka temelli finansal gelişmeden ziyade pazara dayalı finansal gelişme olduğu sonucuna varılabilir.

Pradhan, Arvin ve Ghoshray (2015) 1961-2012 dönemi boyunca G-20 ülkelerinin verileri kullanılarak ekonomik büyüme, petrol fiyatları, borsadaki derinlikler ve diğer önemli üç makroekonomik gösterge arasındaki bağlantılar incelenmiştir. Çalışmanın amacı, modern ekonominin diğer önemli makroekonomik göstergelerinin varlığında reel ekonomik büyüme ile reel petrol fiyatları arasındaki bağlantıyı incelemektir. Ekonomik büyüme, petrol fiyatları, borsa derinliği ve diğer üç makroekonomik değişken arasında genel uzun vadeli denge ilişkisinin olduğunu tespit ettik. Sonuçlar, ekonomik büyüme, petrol fiyatları, borsa derinliği, reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı ve gerçek faiz oranı arasında uzun süredir devam eden ekonomik bir ilişkiyi göstermektedir. . Uzun vadede, reel ekonomik büyümenin, borsa derinliğinin, petrol fiyatlarının ve diğer makroekonomik değişkenlerin farklı önlemleri arasında var olduğu saptanan uzun vadeli denge ilişkisinde herhangi bir sapmaya karşılık olduğu

bulunmuştur. Kısa vadede, değişkenler arasında nedensel ilişkilerden oluşan karmaşık bir ağ bulunmuştur.

Pradhan, Arvin ve Bahmani (2015) Bu yazıda, ekonomik büyüme, enflasyon ve borsa gelişimi arasındaki üç değişkenli bir çerçevede eşbütünleşme ilişkileri ve Granger nedensellik ilişkisi incelenmektedir. Ayrıca, diğer makalelerin aksine, üç değişken arasındaki ilişkiyi aynı anda incelenmiştir. 34 OECD ülkesi 1960-2012 dönemi boyunca panel vektör otoriter modeli kullanılarak incelenmiştir. Sonuçlar hem ekonomik büyüme hem de hisse senedi piyasasındaki gelişmeden enflasyona kısa vadede ve uzun vadede tek yönlü nedenselliğin devam ettiğini göstermektedir. Böylelikle, borsa gelişiminin ekonomik büyümeyi hızlandırdığı argümanı, en azından uzun vadede geçerli değildir. Daha fazla hisse senedi piyasası gelişimi, daha fazla ekonomik büyümeyi hızlandırmada istatistiksel olarak önemli bir rol oynamaz.

Sinha, Viswanathan ve Narayanan (2015) Bu yazıda, hisse senedi ve kredi piyasaları arasındaki bağlantının ve serbestleşme sonrası dönemde Hint ekonomisi üzerindeki etkisini ve borsa, tarım dışı kredi piyasası ve tarım dışı GSYİH arasındaki ilişkiyi göstermek amaçlanmıştır. Analiz süresi 1994-2010 yılları arasındadır. Finansal piyasa ile GSYİH arasında uzun vadeli bir ilişki olduğu, bunun da uzun vadede kredi piyasasındaki değişikliklerden etkilendiği ortaya çıkmıştır.

Ramkelawon, Khan ve Sunecher (2015) Makale, hem uzun hem de kısa vadede borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi değerlendirmeyi ve faiz değişkenleri arasındaki uzun dönem nedenselliği belirlemeyi amaçlamıştır. Bu çalışma, Mauritius'taki borsa gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz ederek küçük bir katkı sağlamaya çalışmaktadır. Uzun vadeli ve kısa vadeli ilişkiler sırasıyla Autoregressive Distributed Lag (ARDL) yaklaşımı ve Error Correction Model (ECM) kullanılarak analiz yapılmıştır. Çalışma, Mauritius'taki borsa gelişimi ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya çıkarmaktadır; bunun nedeni ise diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Mauritius borsasının (SEM) daha çok genç bir yapıya sahip olmasındandır. Boyut ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik kurulmuş, toplam hisse senedi işlem oranı ve ekonomik büyüme arasında nedensellik saptanmamıştır.

Kaya, Bektaş ve Feridun (2015) Bu makale Türkiye’de 1988-2004 yılları arasındaki verilerden yararlanarak finansal borsa gelişimi ve bankacılık sektörünün ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırıyor. Johansen eş-bütünleşme ve Granger nedensellik testlerinden faydalanılmıştır. Elde edilen sonuçlar bankacılık sektörünün gelişmesinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini ve bunun tersini göstermektedir. Sonuçlar, hem bankacılık sektörü gelişimi hem de ekonomik büyüme ilişkisi için önde gelen hipotezleri takip etmek ve bunlara talebin sağlanmasına destek vermektedir. Bununla birlikte, sonuçlar borsa-ekonomik büyüme ilişkisi için aynı sonucu vermemektedir. Sonuçlar, banka bazlı finansal sistemlerin daha etkili olduğunu göstermektedir.

Nyasha ve Odhiambo (2016) Kenya’da 1980-2012 yılları arasındaki veriler kullanılarak ekonomik büyüme üzerindeki hem banka hem de piyasa kaynaklı finansal gelişim incelenmiştir. Otorevren dağılmış gecikmeli sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar, Kenya’daki piyasa temelli finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun vadeli ve kısa vadeli kısa bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, çalışma, regresyon analizinin kısa vadede mi yoksa uzun vadede mi yapılmasına bakılmaksızın, banka temelli finansal gelişimin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir belirgin etkisini bulamadı.

Hou ve Cheng (2017) Bu çalışma hayat sigortası, bankacılık ve borsaların ekonomik büyüme üzerindeki uzun ve kısa vadeli etkileri hakkında araştırmalar yapmaktadır. 1981 yılından 2008 yılına kadar 31 ülke için panel verilerine dayanarak incelenmiştir. Havuzlanmış ortalama grup (PMG) tekniği ve GMM tahmincileri kullanılmıştır. Bulgular, özel kredilerin GMM ve PMG tahmincilerini kullanarak ekonomik büyümeyi engellediğini ve Arena (2008) ve Chen ve diğerlerinin bulgularıyla çeliştiğini göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1. Çalışmanın Amacı

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki daha önce birçok kez incelenmiş olmasına karşılık bu çalışmalar ağırlıklı olarak finansal gelişme literatürü içinde yer alan bankacılık sistemi üzerinden yapılmıştır. Finansal gelişme literatürünü oluşturan bir diğer temel taş hisse senedi piyasası iken, hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin çok fazla analiz edilmediği görülmektedir. Bunun sebebi ise bankacılık sektörünün hisse senedi piyasasına göre daha eski bir oluşum olmasından kaynaklıdır.

Çalışmamızın temel amacı daha önce daha az analiz edilmiş, finansal gelişme literatürünün önemli yapı taşlarından olan hisse senedi piyasası üzerinden hareket ederek bu piyasanın ekonomik büyümeye olan katkısını incelemektir. Ayrıca tezde Türkiye'ye ait 1989-2017 yıllık verileri kullanılarak analiz yapılması amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak emek, sermaye, hisse senedi piyasası devir hızı, hisse senedi piyasası işlem hacmi ve GSYH değişkenlerini içeren modeller oluşturulmuştur.

3.2. Çalışmanın Kısıtları

Bu çalışmada hisse senedi piyasasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi bölgesel bazda inceleneceğinden çalışmada karşılaşılan ilk kısıt çalışmanın kapsamı yani bölge

ve ülke seçimi ile ilgilidir. İkinci kısıt ise zaman bakımından yapılan sınırlandırma yani Türkiye'ye ait 1989-2017 verilerinden oluşan bir örneklem belirlenmiş olmasıdır.

Yukarıda sıralanan bu iki kısıta ek olarak yöntem açısından da bir sınırlandırma yapılmıştır. Çalışmada ekonometrik yöntem olarak katsayıları tahmin etmede ARDL, zaman serilerinin durağan olup olmadığının incelenmesi açısından ise ADF birim kök testi uygulanmıştır.

3.3. Model ve Veri

Çalışmada Türkiye'de hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye katkısı analiz edilmektedir. Bu amaçla Türkiye'nin 1989-2017 dönemine ait yıllık gözlemleri analize dahil edilmiştir. Hisse senedi piyasası gelişim göstergesi olarak hisse senedi piyasası devir hızı (turnover) ve hisse senedi piyasası işlem hacmi (value) kullanılmıştır.

Zaman serilerinin durağanlıklarının araştırılmasında birkaç yöntem vardır. Ancak bu yöntemlerden uygulamalı çalışmalarda Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen "Augmented Dickey Fuller" (ADF) ve Phillips Perron tarafından geliştirilen Phillips Perron (PP) birim kök testleri en yaygın olarak kullanılanlardır. Çalışmamızda söz konusu değişkenler için zaman serileri durağanlık analizlerinde ADF birim kök testi kullanılmıştır.

Ayrıca çalışmada ARDL testinden de yararlanılmıştır. ARDL testi ile kısa dönem ve uzun dönem katsayıları tahmin edilmiştir. Ayrıca ARDL Sınır testi ile de ekonomik büyüme ile değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Bu yöntemle değişkenler düzeyinde veya birinci farkında durağan olarak analize dahil edilebilmektedir.

Analizde yer alan tüm değişkenler için veriler Global Financial Development Database (GFDD) ve World Development Indicators (WDI) veri tabanlarından elde edilmiştir.

3.4. Yöntem Ve Bulgular

Çalışmamızda ADF birim kök testi ile durağanlık analizi yapılmış olup ayrıca ARDL ile kısa ve uzun dönem katsayı tahminleri yapılmıştır. Bunların haricinde ARDL Sınır testi ile uzun dönemde ekonomik büyüme ile değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Sonuçları aşağıda yorumlanmıştır.

Zaman serilerinde, stokastik sürecin zamana bağlı olarak değişip değişmemesine bağlı olarak modelde kullanılacak serilerin durağanlığının tespitinin gerekli olup olmadığına karar verilmektedir. Eğer kullanılan seriler durağan değilse serilerin gelecekte ve geçmişteki değerini matematiksel olarak ifade etmek mümkün değildir. Durağan olmayan serilerin ortalaması zamana bağlı olarak değişirken durağan serilerin ortalaması zamana bağlı olarak değişmemektedir. Serilerin durağan olmaması halinde otokorelasyon sorunu veya sahte regresyon sorunu ortaya çıkmakta ve böylece bu serilerle tahmin edilen modellerin raporlamasına güvenilmemektedir (Kutlar, 2000; Saçık Yapar ve Karaçayır, 2015).

Seçilen zaman serilerinin durağan olup olmadığını test etmek için iki yöntem vardır: Bunlardan birincisi korelogram testi, ikincisi ise birim kök testidir. Zaman serisinde trend ve mevsimselliği göstermeye yarayan ve parametrik yapıda olmayan testler korelogram testleri olup, birim kök tespitinde bazen belirsizliklere sebep olmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010; Saçık Yapar ve Karaçayır, 2015).

Serilerin durağan olup olmadığını anlamak için, önceki dönemdeki değerlerinin her dönemde aldığı değerlere olan etkisinin incelenmesi gerekmektedir.

$$H_0 = \rho \geq 0 \text{ (Seri durağan dışı),}$$

$$H_1 = \rho < 0 \text{ (Seri durağan)}$$

Birim kök testinde Dickey Fuller tarafından $H_0: \rho = 0$ veya $\theta = 1$ hipotezi τ (tau) istatistikleri ile test edilmektedir. H_0 hipotezi reddedildiğinde serilerin durağan olması durumunda t istatistiği kullanılabilir (Gujarati ve Porter, 2012; Saçık Yapar ve Karaçayır, 2015).

Hesaplanan t istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerlerinden yüksek ise H_0 reddedilir. Ancak kritik değerlerden düşükse H_0 kabul edilir sonucuna ulaşılır (Tarı, 2005; Saçık Yapar ve Karaçayır, 2015).

Tablo 1: ADF Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	Sabit	Sabit ve Trend
LOGGDP	0.398 (0.97)	-1.963 (0.59)
LOGCAP	-3.981 (0.00)	-3.934 (0.02)
LOGLABORFORCE	1.754 (0.99)	-0.609 (0.97)
LOGTURNOVER	-4.050 (0.00)	-3.975 (0.02)
LOGVALUE	-4.254 (0.00)	-3.482 (0.06)
D(LOGGDP)	-5.473 (0.00)	-5.580 (0.00)
D(LOGCAP)	-	-
D(LOGLABORFORCE)	-4.241 (0.00)	-6.247 (0.00)
D(LOGTURNOVER)	-	-
D(LOGVALUE)	-	-

GSYH (GDP) değişkeni hem sabitli modelde hem de sabit ve trend içeren modelde düzeyinde durağan değildir. Ancak GSYH değişkeninin birinci farkı alındığında her iki modelde de durağan hale gelmektedir.

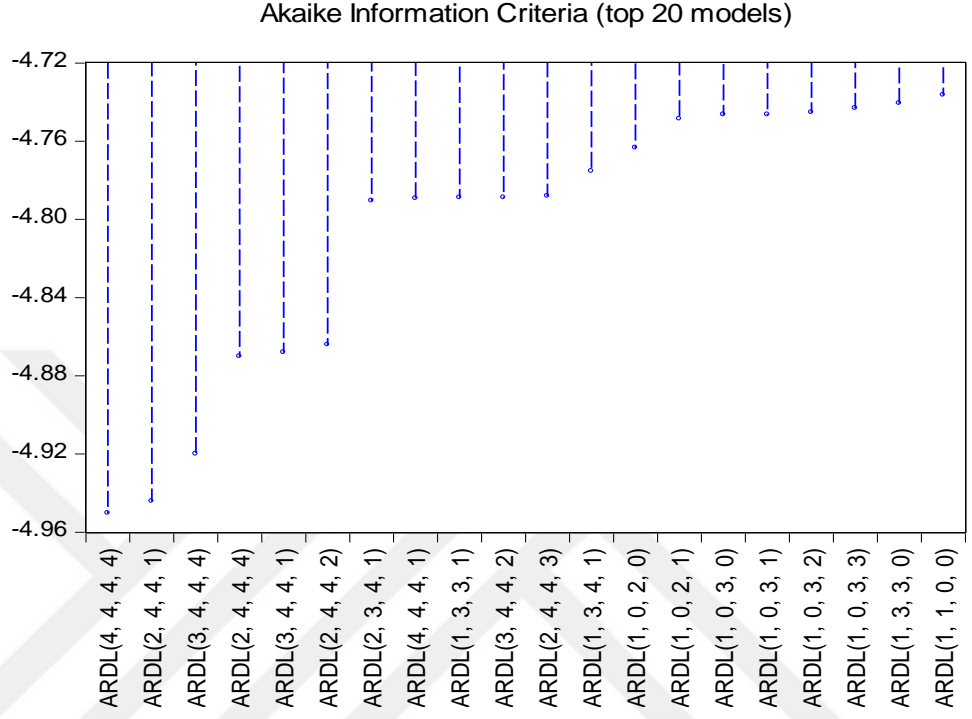
Sermaye birikimi (capital) değişkeni incelendiğinde hem sabit hem de sabit ve trend içeren modelde seviyesinde ve birinci farkında durağan olduğu görülmektedir.

İş gücü (laborforce) değişkeni ise sabit modelde de sabit ve trend içeren modelde de düzeyinde durağan değildir. Ancak iş gücü değişkeninin birinci farkına bakıldığında her iki modelde de durağan hale geldiği görülmektedir.

Değişkenlerden hisse senedi piyasası devir hızı (turnover) incelendiğinde hem sabit hem de sabit ve trend içeren modelde düzeyinde ve birinci farkında durağan olduğu görülmektedir.

Son olarak hisse senedi piyasası işlem hacmi (value) değişkeninin sabit model ile sabit ve trend içeren modelde düzeyinde ve birinci farkında durağan olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak GSYH ve iş gücü değişkenlerinin fark durağı (I1), sermaye birikimi, hisse senedi piyasası devir hızı ve hisse senedi piyasası işlem hacmi değişkenlerinin ise seviyelerinde durağan (I0) olduğu tespit edilmiştir.



Şekil 3: Akaike Information Criteria Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Turnover)

Şekil 3 incelendiğinde en uygun modelin L (4,4,4,4) olduğu görülmektedir.

ARDL testini uygulayabilmek için öncelikle değişkenler arasında eşbütünleşmenin varlığı analiz edilmelidir. Eşbütünleşmenin varlığını tespit edebilmek için modele sınır testi uygulanmalı ve bu uygulanan testin sonucunda F istatistiği, alt ve üst sınır kritik değerleri yönünden yorumlanmalıdır. F istatistik değeri, üst sınır kritik değer üzerindeyse eğer hipotez reddedilir. Ancak F istatistik değeri alt sınır kritik değer altındaysa o zaman hipotez kabul edilir. Hesaplanan F istatistik değeri alt ve üst sınır kritik değerler arasındaysa bu durumda eşbütünleşmenin varlığı ile ilgili herhangi bir şey söylenemez. Kısacası eşbütünleşmenin var olması F istatistik değerinin, üst sınır kritik değerinin üzerinde olması demektir.

$$ekoby = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 cap_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 laborforce_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 turnover_{t-i} + trend + u_t$$

Tablo 2: ARDL Testi Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Turnover)

F-statistic : 27.815	Alt Sınır (I0)		Üst Sınır (I1)
	%10	2.72	3.77
	%5	3.23	4.35
	%1	4.29	5.61
Değişkenler		Kısa Dönem	Uzun Dönem
LOGCAP		0.108 (0.12)	-0.001 (0.99)
LOGLABORFORCE		5.515 (0.10)	2.178 (0.00)
LOGTURNOVER		0.086 (0.14)	0.271 (0.05)
CointEq (-1)		-0.886 (0.13)	-

Tablo 2'ye göre F istatistiğini yorumlayabiliriz:

F testi uzun dönemli ilişkiyi (eşbütünleşme) göstermektedir. Hesaplanan F istatistiği üst sınır değerlerinden büyük olması durumunda sistemdeki değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri söylenmektedir. Buna göre F hesaplanan %1 anlamlılık düzeyinde dahi üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu çıkarımı yapılabilir.

Tablo 2'ye göre uzun dönemde sermaye birikimindeki değişmeler ekonomik büyümeyi etkilememektedir. Emek gücündeki %1'lik artış büyümeyi %2.17 artırmaktadır. Hisse senedi piyasası devir hızı değerindeki %1'lik artış ise ekonomik büyümeyi %0.27 artırmaktadır.

Tablo 2'de gösterilen hata düzeltme katsayısı istatistiki olarak anlamsız olduğu için hata düzeltme modeli işlememektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasası devir hızı ile ekonomik büyüme arasında tespit edilen uzun dönemli ilişki kısa dönemde geçerli değildir.

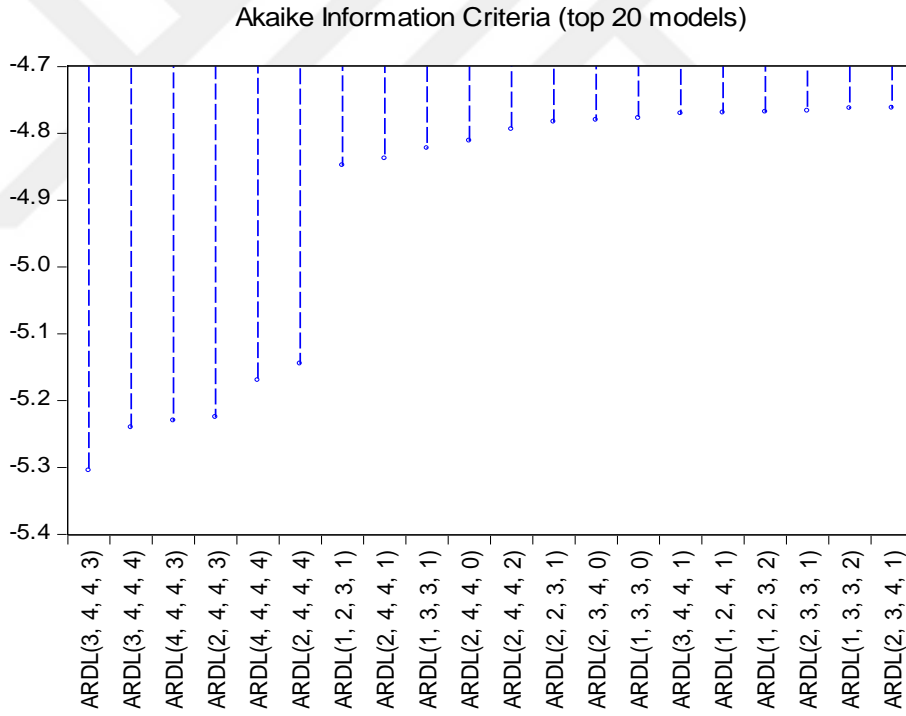
Tablo 3: Breusch-Godfrey Otokorelasyon Lm Testi, ARCH Testi ve Jaque-Bera

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	F-statistic (0.178634)	Prob. (0.8447)
Heteroskedasticity Test: ARCH	F-statistic (1.593127)	Prob. (0.2201)
Jarque-Bera	0.012116	Prob. (0.9939)

Modelimizde otokorelasyon varlığını tespit etmek için Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi gerçekleştirilmiştir. Tablo 3'e göre F istatistiği 0.17 ve F olasılık değeri 0.84 olduğu için modelimizde ardışık bağımlılık yoktur.

Modelde değişen varyansın olup olmadığı ARCH Testi ile incelenmiş ve Tablo 3'e göre ARCH Testi için F istatistiği 1.59, F olasılık değeri ise 0.22 sonucu ile modelde değişen varyans sorunu olmadığı tespit edilmiştir.

Yine Tablo 3'e göre serilerin normal dağılıp dağılmadığının tespitinde Jarque-Bera istatistiği kullanılmış olup JB olasılık 0.99 ile verilerin normal dağıldığı görülmektedir.



Şekil 4: Akaike Information Criteria Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Value)

Şekil 4 incelendiğinde en uygun modelin L (3, 4, 4, 3) olduğu görülmektedir.

$$ekoby = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 cap_{t-i} + \sum_{l=0}^m \beta_2 laborforce_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 value_{t-i} + trend + u_t$$

Tablo 4: ARDL Testi Sonuçları (Hisse Senedi Göstergesi: Value)

		Alt Sınır (I0)	Üst Sınır (I1)
F-statistic : 27.865	%10	2.72	3.77
	%5	3.23	4.35
	%1	4.29	5.61
Değişkenler		Kısa Dönem	Uzun Dönem
LOGCAP		0.024 (0.29)	-0.222 (0.01)
LOGLABORFORCE		4.676 (0.01)	1.940 (0.00)
LOGVALUE		0.106 (0.08)	0.214 (0.00)
CointEq (-1)		-1.120 (0.01)	-

Tablo 4'e göre hesaplanan F istatistiğinin üst sınır değerlerinden büyük olması değişkenlerin uzun dönemde beraber hareket ettiklerini gösterir. Bu durumda F hesaplanan %1 anlamlılık seviyesinde dahi üst sınır kritik değerinden büyük olduğundan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır diyebiliriz.

Tablo 4'e göre uzun dönemde sermaye birikimindeki %1'lik bir artış ekonomik büyümeyi %0.22 azaltmaktadır. Emek gücündeki %1'lik artış büyümeyi %1.94 artırmaktadır. Hisse senedi piyasası işlem hacmi değerindeki %1'lik artış ise ekonomik büyümeyi %0.21 artırmaktadır.

Tablo 4'te gösterilen hata düzeltme katsayısı istatistiki olarak anlamlı olmasına rağmen katsayının mutlak değerinin 1'den büyük olması hata düzeltme modelinin çalışmadığına işaret etmektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasası işlem hacmi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki varken kısa dönemde böyle bir ilişkinin varlığından söz edilemez.

Tablo 5: Breusch-Godfrey Otokorelasyon Lm Testi, ARCH Testi ve Jaque-Bera

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	F-statistic (3.671922)	Prob. (0.1044)
Heteroskedasticity Test: ARCH	F-statistic (0.861875)	Prob. (0.3633)
Jarque-Bera	1.439991	Prob. (0.4867)

Modelimizde otokorelasyon varlığını tespit etmek için Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi gerçekleştirilmiştir. Tablo 5'e göre F istatistiği 3.67 ve F olasılık değeri 0.10 olduğu için modelimizde ardışık bağımlılık yoktur.

Modelde değişen varyansın olup olmadığı ARCH Testi ile incelenmiş ve Tablo 5'e göre ARCH Testi için F istatistiği 0.86, F olasılık değeri ise 0.36 sonucu ile modelde değişen varyans sorunu olmadığı tespit edilmiştir.

Yine Tablo 5'e göre serilerin normal dağılıp dağılmadığının tespitinde Jarque-Bera istatistiği kullanılmış olup JB olasılık 0.48 ile verilerin normal dağıldığı görülmektedir.



SONUÇ

Sermaye piyasası, yatırımcıların birikimlerini belli bir getiri karşılığında değerlendirdikleri piyasalardır. Sermaye piyasalarının önemi de burada ortaya çıkmaktadır. Fon ihtiyacı olan bireyler sermaye piyasalarını kullanarak ihraç ettikleri hisse senedi ile ihtiyaçları olan finansmanı sağlamaktadırlar. Sermaye piyasası sayesinde yatırımcılar yatırımlarını yapıp ekonomik büyümeye katkı sağlarken fon ihtiyacı olan bireylerde kendilerine finansman sağlamaktadırlar. Tek başına ekonomiye faydası olmayan küçük miktarlardaki tasarruflar sermaye piyasası sayesinde menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmektedir. Ülke ekonomisi açısından bakıldığında sermaye piyasası, az gelişmiş ülkelerde yurt içi tasarruf açığının kapanmasında etkili olmaktadır. Bireyler açısından ise tek başına gelir getiren bir yatırıma dönüştürülemeyen küçük meblağdaki tasarruflar verimli yerlere yatırılarak sahiplerine ek bir gelir sağlamaktadırlar. Ayrıca sermaye piyasası, yatırım yapmaya bilgisi ve tecrübesi olmayan, tasarrufunu nasıl değerlendirmesi gerektiğini bilmeyen kişilerin dahi kolaylıkla kendilerine gelir sağlayacakları bir yatırım imkânı sunmaktadır. Sermaye piyasasının çok çeşitli araçları olmasına rağmen hisse senedi ve tahviller ilk sırada gelir.

Hisse senedi piyasasının dünyadaki gelişimine bakıldığında, menkul değerlerin ilk olarak alınıp satıldığı tarih kesin olarak bilinmemektedir. Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın temelini 1801'de atıldığı 1802 yılının başlarında ise aktif olarak çalışmaya başladığı söylenebilir. Ancak Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal kuruluşu tarihe 1875 olarak geçmiştir. Hisse senedi piyasasının tarihsel gelişimini

Türkiye açısından ele aldığımız zaman ise 1985 yılında resmi bir açılışla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çok fazla çalışma olmasına rağmen bu çalışmalarda bankacılık sektörünün daha öne çıktığı, spesifik olarak hisse senedi piyasasına odaklanan çalışmalara ise daha az rastlanıldığı görülmektedir. Bunun sebebi ise bankacılık sektörüne ait verilerin, hisse senedi piyasasına ait verilere göre daha eski olmasıdır. Finansal serbestleşmeyle birlikte hisse senedi piyasası önemli bir büyüme kaydetmiştir.

Hisse senedi piyasası ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki uzun yıllardır incelense de ilişkinin yönü ve büyüklüğü hakkında kesin bir bilgiye ve net bir görüş birliğine varılamamıştır. Bu yüzden bu konu hala günümüzde dahi incelenmeye devam etmektedir. Hisse senedi piyasası, yatırımcılara portföylerini değerlendirebilecekleri ve hane halkına tasarruflarını harekete geçirecek önemli bir imkân sunmaktadır.

Hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin doğru tespit edilmesi çok önemlidir. Çünkü ekonomistler ve politika yapıcılar bu göstergelere göre piyasalarda düzenlemeler yapacaklardır. Özellikle de gelişmekte olan piyasalarda öncü göstergelerin azlığı nedeniyle bu ilişkinin tespiti daha da önem kazanmaktadır.

Çalışmamızda finansal gelişme literatürü içinde yer alan hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye olan katkısı Türkiye'nin 1989-2017 yıllarına ait verilerinden yararlanılarak analiz edilmiştir. Ve bu çalışma sonucunda hisse senedi piyasasının göstergeye bakılmaksızın uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı sağladığı çıkarımı yapılabilirken, kısa dönemde ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir katkı sağlamadığına ulaşılmıştır. Bu durumda her bireyin küçük meblağdaki tasarruflarını hisse senedi piyasasında değerlendirmesi uzun vadede aslında ülke ekonomisine katkı sağlamaktadır. Küçük tasarruflar tek başına bakıldığı zaman pek bir işe yaramasa da aslında hisse senedi piyasasında yatırıma dönüşerek ve bir araya gelince çoğalarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır.

Ayrıca yapılan analizler sonucunda görülüyor ki uzun dönemde hisse senedi piyasası devir hızı, hisse senedi piyasası işlem hacmine göre ekonomik büyümeye daha fazla katkı sağlamaktadır.

Çalışmamızın literatüre katkısı ise daha önce yapılmış olan çalışmalarda değişkenlerden sadece birisi yani ya yalnızca hisse senedi piyasası devir hızı ya da yalnızca hisse senedi piyasası işlem hacmi kullanılarak analizler yapılmıştır. Bizim yapmış olduğumuz bu çalışmada ise hem hisse senedi piyasası devir hızı hem de hisse senedi piyasası işlem hacmi kullanılmış olup analizlerimiz bu iki değişken üzerinden yapılmıştır.



KAYNAKÇA

- Acar Y (2008) *İktisadi Büyüme Modelleri* (Dora Yayıncılık, Bursa)
- Aktan CC (2004) *Yeni İktisat Okulları* (Seçkin Yayıncılık, Ankara)
- Alkin E (1981) *Gelir ve Büyüme Teorisi* (İstanbul Üniversitesi Yayınları, Güryay Matbası, İstanbul)
- Allen F, Gale D (2000) *Comparing Financial Systems* (MIT Press, Massachusetts)
- Al-Yousif YK (2002) Financial development and economic growth: another look at the evidence from developing countries. *Review Of Financial Economics* 11(2): 131-150.
- Ang JB, Mckibbin WJ (2007) Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from malaysia. *Journal Of Development Economics* 84(1): 215-233.
- Arestis P, Demetriades PO, Luintel KB (2001) Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of money, credit and banking* 33(1): 16-41
- Arslan ML (2011) Devletin iktisadi büyümedeki rolü. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi* 6(2): 160-175
- Aslan A (2009) Ekonomik performans üzerine sermaye piyasasının etkileri: Ekonometrik bir analiz. Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kayseri.
- Barro R, Sala-i-Martin X (2004) *Economic Growth Second Edition* (The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England)
- Barro RJ (1990) Government spending in a simple model of endogeneous growth. *Journal Of Political Economy* 98(5): 103-125

- Beck T, Levine R, Loayza N (2000) Finance and the sources of growth. *Journal Of Financial Economics* 58(1-2): 261-300
- Bencivenga VR, Smith BD (1991) Financial intermediation and endogenous growth. *The Review Of Economic Studies* 58(2): 195-209
- Berber M (2011) *İktisadi Büyüme ve Kalkınma: Büyüme Teorileri Kalkınma Ekonomisi* (Derya Kitabevi, Trabzon)
- Bilen İE (2010) Araştırma-geliştirme (Ar-Ge) ve ekonomik büyüme: seçilmiş gelişmekte olan ülkeler üzerine bir uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Erzurum.
- Birinci E (2015) Ar-Ge harcamalarının ekonomik büyüme üzerine etkisi: içsel büyüme modeli zaman serisi analiz. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul
- Bloch H, Tang SHK (2003) The role of financial development in economic growth. *Progress in Development Studies* 3(3): 243-251
- Branson WH (1989) *Macro Economic Theory and Policy* (Harper & Row Yayıncılık, New York)
- Burton M, Brown B (2009) *The Financial System And The Economy: Principles Of Money And Banking* (M.E.Sharpe, Inc, 5.Ed., New York)
- Capasso S (2004) Financial markets, development and economic growth: tales of informational asymmetries. *Journal of Economic Surveys* 18(3): 267-292
- Calderon C, Liu L (2003) The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal Of Development Economics* 72(1): 321-334.
- Carp L (2012) Can stock market development boost economic growth? empirical evidence from emerging markets in central and eastern europe. *Procedia Economics And Finance* 3: 438-444.
- Choong CK, Baharumshah AZ, Yusop Z, Habibullah MS (2010) Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: a comparative analysis. *Japan And The World Economy* 22(2): 107-117.
- Civan M (2007) *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi* (Gazi Kitabevi, Ankara)
- Cooray A (2010) Do stock markets lead to economic growth?. *Journal Of Policy Modeling* 32(4): 448-460.

- Çiftçi Durusu D (2015). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: bir genişletilmiş solow büyüme modeli denemesi ve ampirik uygulama. Doktora Tezi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Denizli.
- Deliktaş E (2001) Malthusgil yaklaşımdan modern ekonomik büyümeye. *Ege Akademik Bakış* 1: 92-114
- Demir O (2002) Durgun durum büyümeden içsel büyümeye. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 3(1): 1-16.
- Demir Y, Öztürk E, Albeni M (2007) Türkiye'de finansal piyasalar ile ekonomik büyüme ilişkisi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi* 2007(2): 438-455
- Demirgüç-Kunt A, Maksimovic V (1998) Law, finance, and firm growth. *The Journal of Finance* 53(6): 2107-2137
- Demirkan U (1981) *Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları* (Başbakanlık Basımevi, Ankara)
- Dinler Z (2000) *İktisada Giriş* (Ekin Kitabevi, Ankara)
- Doyar BV (2015) Enerji tüketimi–ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye ekonomisi örneği. Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Nevşehir
- Dritsakis N, Adamopoulos A (2004) Financial development and economic growth in greece: an empirical investigation with granger causality analysis. *International Economic Journal* 18(4): 547-559.
- Duvan OB (2011) Türkiye'de finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi: sermaye birikimi ve verimlilik kanalları. Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara.
- Dünya Bankası, *Dünya Gelişim Göstergeleri Veritabanı*
<https://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>
- Dünya Bankası, *Küresel Finansal Gelişim Veritabanı*
<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>
- Ehrlich I (1990) The problem of development: *Introduction. Journal of Political Economy* 98(5): 1-11.

- Ekinci MB (2005). *Paul M. Romer Ve Endojen Büyüme Modeli*. http://www.akademiktisat.net/makaleler/romer_endojen_buyume.htm (17 Ocak 2005)
- Enisan AA, Olufisayo AO (2009) Stock market development and economic growth: evidence from seven sub-sahara african countries. *Journal Of Economics And Business* 61(2): 162-171.
- Ghali KH (1999) Financial development and economic growth: The Tunisian experience. *Review of Development Economics* 3(3): 310-322
- Ghirmay T (2004). Financial development and economic growth in sub-saharan african countries: evidence from time series analysis. *African Development Review* 16(3): 415-432.
- Goldsmith RW (1969) *Financial Structure and Economic Development* (Yale University Press, New Haven)
- Gujarati DN, Porter DC (2012) *Temel Ekonometri* (Literatür Yayıncılık, İstanbul)
- Gurley JG, Shaw ES (1955) Financial aspects of economic development. *The American Economic Review* 45(4): 515-538
- Gübe Y (1997) İktisadi büyüme ve ihracat performansı. *Hazine Dergisi* 6: 17–25
- Henry PB (2000) Do stock market liberalizations cause investment booms?. *Journal Of Financial Economics* 58(1-2): 301-334
- Hiç M (1975) *Büyüme Teorileri ve Gelişen Ekonomiler* (İstanbul Üniversitesi Yayınları, Elektronik Ofset, İstanbul)
- Hiç M (1994) *Büyüme Ve Gelişme Ekonomisi* (Filiz Kitabevi, İstanbul)
- Hisse Senedi Nedir? , <https://paratic.com> (24 Mayıs 2017)
- Hou H, Cheng SY (2017) The dynamic effects of banking, life insurance, and stock markets on economic growth. *Japan And The World Economy* 41: 87-98.
- İnce Ö (2006) Yeni büyüme teorileri; türkiye için bir uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İzmir
- Jones CI (2001) *İktisadi Büyümeye Giriş*, çev. Sanlı Ateş, İsmail Tuncer. (Literatür Yayınları, İstanbul)
- Kang SJ, Sawada Y (2000) Financial repression and external openness in an endogenous growth model. *Journal of International Trade & Economic Development* 9(4): 427-443

Kar M, Ağır H (2006) Türkiye’de beşeri sermaye ve ekonomik büyüme: nedensellik testi (neoklasik büyüme teorisi). *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11 : 1-15.

Kar M, Pentecost EJ (2000) Financial development and economic growth in Turkey: further evidence on the causality issue. *Loughborough University Economic Research Paper 27*: 1-21.

Kar M, Taban S (2003) Kamu harcama çeşitlerinin ekonomik büyüme üzerine etkileri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* 58(3): 145-169

Karlı M (2003) *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler* (Alfa Yayıncılık, İstanbul)

Kaya, A. A. (1998). Büyüme teorileri. *Anadolu Üniversitesi Yayınları*, Eskişehir-1998.

Kaya E, Bektaş E, Feridun M (2011) Stock market and banking sector development in turkey: do they have the same impact on economic growth?. *Economic Research-Ekonomska İstraživanja* 24(4): 65-74.

Kazgan G (2012) *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. (Remzi Kitabevi, İstanbul)

Kıraçlar F (2005) Ekonomik büyüme modellerinde beşeri sermaye: içsel büyüme modelinin analizi. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kayseri.

Kibritçioğlu A (1998) İktisadi büyümenin belirleyicileri ve yeni büyüme modellerinde beşeri sermayenin yeri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* 53: 207-230

Kim DH, Lin SC (2013) Interrelationships among banks, stock markets and economic growth: an empirical investigation. *Applied Economics* 45(31): 4385-4394.

King RG, Levine R (1993) Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal Of Economics* 108(3): 717-737

Knoop TA (2008) *Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, And Crises* (Wiley-Blackwell, Massachusetts)

Kutlar A (2000) *Ekonometrik Zaman Serileri Teori ve Uygulama* (Gazi Kitabevi, Ankara)

Kuyubaşı U (2009) Beşeri sermayeye dayalı ekonomik büyüme modelleri ve gemmell’in beşeri sermaye modeline yönelik bir uygulama. Yüksek Lisans Tezi, Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir

- Levine R (1997) Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35: 688-726
- Levine R, Loayza N, Beck T (2000) Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics* 46(1): 31-77
- Levine R, Zervos S (1998) Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88: 537–558.
- Lewis WA (1954) Economic development with unlimited supplies of labour. *The Manchester School* 22(2): 139-191
- Liu X, Sinclair P (2008) Does the linkage between stock market performance and economic growth vary across greater china?. *Applied Economics Letters* 15(7): 505-508.
- Lucas RE (1988) On the mechanics of economic development. *Journal Of Monetary Economics* 22(1): 3-42
- Mahiroğulları BH (2009) İktisadi büyümeye etki eden faktörlerin ekonometrik incelenmesi ve Türkiye uygulaması (1980-2006). Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul
- Mankiw NG, Romer D, Weil DN (1992) A contribution to the empirics of economic growth. *The Quarterly Journal Of Economics* 107(2): 407-437
- Marques LM, Fuinhas JA, Marques AC (2013) Does the stock market cause economic growth? portuguese evidence of economic regime change. *Economic Modelling* 32: 316-324.
- McKinnon RI (2010) *Money And Capital In Economic Development* (Brookings Institution Press, Washington)
- Mishkin FS (2000) *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, çev. İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yıldız. (Bilim Teknik Yayın Evi, İstanbul)
- Naceur SB, Ghazouani S (2007) Stock markets, banks, and economic growth: empirical evidence from the mena region. *Research In International Business And Finance* 21(2): 297-315.
- Ndikumana L (2005) Financial development, financial structure, and domestic investment: international evidence. *Journal Of International Money And Finance* 24(4): 651-673.
- Ngare E, Nyamongo EM, Misati RN (2014) Stock market development and economic growth in Africa. *Journal Of Economics And Business* 74: 24-39.

Nyasha S, Odhiambo NM (2015) banks, stock market development and economic growth in south Africa: a multivariate causal linkage. *Applied Economics Letters* 22(18): 1480-1485.

Nyasha S, Odhiambo NM (2017) Banks, stock market development and economic growth in Kenya: an empirical investigation. *Journal Of African Business* 18(1): 1-23.

Owusu EL, Odhiambo NM (2014) Stock market development and economic growth in Ghana: an ardl-bounds testing approach. *Applied Economics Letters* 21(4) :229-234.

Önal H (2009) Ekonomik büyümenin belirleyicileri ve sanayileşme stratejileri Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul

Özcan B, Arı A (2011) Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik bir analizi: Türkiye örneği / An empirical analysis of relationship between financial development and economic growth: The Turkish case. *Business And Economics Research Journal* 2(1): 121-142

Özel HA (2012) Ekonomik büyümenin teorik temelleri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi* 2(1): 63-72.

Özsağır A (2008) Dünden bugüne büyümenin dinamiği. *KMU İİBF Dergisi* 14: 332-347

Parasız İ (2008) *Ekonomik Büyüme Teorileri* (Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa)

Patrick HT (1966) Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development And Cultural Change* 14(2): 174-189

Paya MM (2013) *Makro İktisat* (Türkmen Kitabevi, İstanbul)

Peterson WC (1994) *Gelir İstihdam ve Ekonomik Büyüme*, çev. Talat Güllap. (Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum)

Pradhan RP, Arvin MB, Bahmani S (2015) Causal nexus between economic growth, inflation, and stock market development: the case of oecd countries. *Global Finance Journal* 27: 98-111.

Pradhan RP, Arvin MB, Ghoshray A (2015) The dynamics of economic growth, oil prices, stock market depth, and other macroeconomic variables: evidence from the G-20 countries. *International Review Of Financial Analysis* 39: 84-95.

Pradhan RP, Tripathy S, Pandey S, Bele SK (2014) Banking sector development and economic growth in arf countries: the role of stock markets. *Macroeconomics And Finance In Emerging Market Economies* 7(2): 208-229.

Ramkelawon N, Mamode Khan N, Sunecher Y (2015) A statistical study to assess the relationship between stock market development and economic growth using an ARDL-ECM approach: the case of mauritius. *Journal Of Statistics And Management Systems* 18(6): 501-517.

Rioja F, Valev N (2004) Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship. *Journal Of Development Economics* 74(2): 429-447.

Robinson J (1952) The generalization of the general theory, in: the rate of interest and other essays. *London, MacMillan*: 67-142

Romer PM (2012) *Advanced Macroeconomics* (McGraw-Hill Companies Inc, New York)

Rousseau PL (2003) Historical perspectives on financial and economic growth. *Review* 85(4): 81–105

Rousseau PL, Vuthipadadorn D (2005) Finance, investment, and growth: time series evidence from 10 Asian economies. *Journal Of Macroeconomics* 27(1): 87-106.

Rousseau PL, Wachtel P (1998) Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrialized countries. *Journal Of Money, Credit And Banking* 30(4): 657-678

Saçık Yapar S, Karaçayır E (2015) Türkiye’de cari işlemler hesabının finansmanı: ARDL sınır testi yaklaşımı. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 33: 155-166.

Savaş V (1996) *İktisatın Tarihi* (Siyasal Kitabevi, Ankara)

Sermaye Piyasası Nedir? , <https://www.investaz.com.tr> (2015)

Sermaye Piyasası Nedir? , <http://www.borsahocasi.net> (26 Şubat 2015)

Sermaye Piyasası Araçları Nelerdir? , <http://nasilkolay.com> (2015)

Sevüktekin M, Nargeleçekenler M (2010) *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi Eviews Uygulamalı* (Nobel Yayın Dağıtım, İstanbul)

- Shan J (2005) Does financial development “lead” economic growth? a vector autoregression appraisal. *Applied Economics* 37(12): 1353-1367
- Shan J, Morris A (2002) Does financial development ‘lead’ economic growth?. *International Review Of Applied Economics* 16(2): 153-168.
- Shaw ES (1973) *Financial Deepening In Economic Development* (Oxford University Press, New York)
- Shaw GK (1992) Policy implications of endogenous growth theory. *The Economic Journal* 102(412): 611-621.
- Sinha P, Viswanathan B, Narayanan B (2015) Financial market and growth: evidence from post-reforms India. *Cogent Economics & Finance* 3(1): 1057417.
- Skousen M (2003) *Modern İktisadın İnşası*, çev. Mustafa Acar, Ekrem Erdem, Metin Toprak. (Liberte Yayınları, Ankara)
- Smith A (1985) *Ulusların Zenginliği*, çev. Yunus Ayşe, Bakırcı Mehmet. (Alan Yayıncılık, İstanbul)
- Taban S (2010) *İktisadi Büyüme Kavram ve Modeller* (Nobel Yayın, Eskişehir)
- Thangavelu SM, Jiunn AB ve James (2004) Financial development and economic growth in australia: an ampirical analysis. *Empirical Economics* 29: 247260.
- Tunay B (2005) *Finansal Sistem: Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi* (Birsen Yayınevi, İstanbul)
- Tuncel CO (2009) Ar&Ge tabanlı büyüme modelleri ve geç sanayileşen ülkeler için politika önerileri: neoklasik ve evrimci büyüme teorilerinin karşılaştırmalı analizi. *In Anadolu International Conference in Economics*. Eskişehir June 17-19
- Tuncer S (1985) *Türkiye’de Sermaye Piyasası* (Teori-Uygulama) (Okan Yayınevi İstanbul)
- Ünsal EM (2007) *İktisadi Büyüme* (İmaj Yayınevi, Ankara)
- Van Nieuwerburgh S, Buelens F, Cuyvers L (2006) Stock market development and economic growth in Belgium. *Explorations In Economic History* 43(1): 13-38.
- Yardımcı P (2006) İçsel büyüme modelleri ve türkiye ekonomisinde içsel büyümenin dinamikleri. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi* 2006 (1): 96-114

Yu JS, Hassan MK, Sanchez B (2012) A re-examination of financial development, stock markets development and economic growth. *Applied Economics* 44(27): 3479-3489.

Yülek M (1997) İçsel büyüme teorileri, gelişmekte olan ülkeler ve kamu politikaları üzerine. *Hazine Dergisi* 6: 89–105.

Zhang D, Wu Y (2012) Household savings, the stock market, and economic growth in china. *Emerging Markets Finance And Trade* 48(2): 44-58.

Zhu A, Ash M, Pollin R (2004) Stock market liquidity and economic growth: a critical appraisal of the levine/zervos model. *International Review Of Applied Economics* 18(1): 63-71.

