

## ***TÜRKİYE' DE SERMAYE PİYASASININ GELİŞME TRENDİ ve EKONOMİK BÜYÜME ile İLİŞKİSİ***

***Arş. Grv. Metin AKTAŞ***

*İstanbul Üniversitesi*

*Sosyal Bilimler Enstitüsü*

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de sermaye piyasasının nasıl bir gelişme gösterdiğini, fonksiyonlarını hangi ölçüde gerçekleştirdiğini ve sermaye piyasası ile ekonomik gelişme arasında nasıl bir ilişki olduğunu araştırmaktır. Sermaye piyasasının gelişme göstergeleri olarak, 1986-2005 dönemi için İMKB'ye ait piyasa kapitalizasyon oranı, piyasa dönüş oranı, işlem değeri ve yabancı sermaye girişi trend analizi ile incelenmektedir. Bununla birlikte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) ile bu piyasa göstergeleri yine trend analizi ile karşılaştırılarak sermaye piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmektedir. Araştırma sonucunda, dalgalanma göstermekle birlikte, sermaye piyasasının büyüme trendine sahip olduğu ve sermaye piyasasındaki gelişme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğu ancak ilişkinin yönünün pek açık olmadığı görülmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** İMKB, Hisse Senedi Piyasası Gelişimi, Hisse Senedi Piyasası - Ekonomik Gelişme İlişkisi.

### **DEVELOPMENT of CAPITAL MARKETS and its RELATION with ECONOMIC GROWTH in TURKEY**

This study aims to analyse how the improvement of capital market in Turkey has taken place and how much it has performed its functions. It also aims to search if there is a linkage between capital market and economic growth. As development indicators of capital market, market capitalization ratio, market turnover, market value traded and foreign capital inflow for Istanbul Stock Exchange (ISE) have been examined with trend analysis during 1986-2005 period. In addition, Gross Domestic Product (GDP) has been compared with these market indicators by trend analysis to search the relation between capital market and economic growth. As a result, it is found out that with a fluctuation, capital market has had an increasing trend during the research period. There is also direct relation between economic growth and capital market development, but the direction of this relation is not clear.

**Key Words:** ISE, Stock Market Improvement, Stock Market - Economic Improvement Relation

## GİRİŞ

Bu çalışmada, piyasa büyüklüğü, piyasa likidite derecesi ve piyasa risk faktörleri ile ilgili göstergeler kullanılarak sermaye piyasasının nasıl bir gelişme gösterdiği incelenmektedir. Yine bu göstergeler ile GSYİH değerleri karşılaştırılarak, sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olup olmadığı, eğer ilişki varsa yönünün nasıl olduğu yani, sermaye piyasası gelişmesinin mi ekonomik büyümeyi takip ettiği yoksa ekonomik büyümenin mi sermaye piyasası gelişmesini takip ettiği araştırılmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin belirlenmesine yönelik çeşitli uluslararası finansman kuruluşları ve finans uzmanları tarafından hazırlanan araştırma raporlarında yaygın olarak kullanılan kriterler, sırasıyla; piyasa kapitalizasyonu (market capitalization), işlem hacmi (trading volume), sermaye pazarına gelen yurtiçi tasarrufların gayri safi milli hasılaya oranı, yerel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, borsada işlem gören menkul kıymet çeşitliliği, akışkanlık (turnover ratio), yoğunlaşmalar (market concentration), dışa açıklık derecesi, yeni ihraç miktarları (new issues), borsaya kota şirket sayısı, ortalama şirket büyüklükleri, teknolojik altyapı ve borsanın kuruluş tarihi, gibi kriterler kullanılmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında ilişki olduğu kabul edilmektedir. Çünkü, ekonominin bazı sektörlerinde tasarruf sahipleri bulunmakta iken bazı sektörlerinde ise yatırım yapmak için kaynak ihtiyacı olan yatırımcılar bulunmaktadır. Sermaye piyasası kurumları aracılığı ile bu tasarruf sahipleri ile yatırımcılar karşı karşıya getirilerek, kaynakların rasyonel kullanılması ve ekonomik büyümenin desteklenmesi sağlanmaktadır. Ancak bu ilişkinin yönü hakkında, yani sermaye piyasası gelişmesinin mi ekonomik büyümeyi takip ettiği yoksa ekonomik büyümenin mi sermaye piyasası gelişmesini takip ettiği konusunda ortak bir görüşe varılamamıştır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmakta olup, birinci bölümde literatür taraması yapılmakta, ikinci bölümde sermaye piyasasının bir göstergesi olan İMKB'nin gelişim trendi incelenmekte, üçüncü bölümde Türkiye sermaye piyasasının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında ilişkinin olup olmadığı araştırılmakta ve son olarak sonuç ve öneriler yer almaktadır.

## 1. LİTERATÜR TARAMASI

Finansal kalkınmanın ekonomik büyümeye etkisi tartışmaları, 1960'lı yıllarda, bir çok yazarı bu ilişkiyi deneysel olarak test etmeye yöneltmiş. Bu konudaki ilk çalışmayı yapan, 35 ülke için yaklaşık 100 yıllık bir dönem kapsayacak şekilde zaman serileri analizini

kullanan Goldsmith (1969) olmuştur. Bu çalışmaya göre, ülkelerin çoğu aynı finansal kalkınma aşamalarını takip etmişlerdir. Bu çalışmaların diğer sonuçları şunlardır: İlk önce, ekonomideki reel sektör büyüdükçe finansal kalkınma da gerçekleşmektedir. İkinci aşamada, finansal kurumların varlıkları, tasarrufların ve yatırımların kurumlaşmasının bir göstergesi olarak artmaktadır. Üçüncü olarak, kalkınmanın başlangıç aşamasında bankacılık sektörünün önemi oldukça büyüktür. Sonraki aşamalarda bankaların önemi daha uzmanlaşmış kurumların ortaya çıkmasıyla düşebilir. (Goldsmith, 1969) çalışmasını finansal kalkınma ile ekonomik büyümenin bilimsel olarak ilişkili olduğu şeklinde sonuçlandırmaktadır (Kar, 1999).

Patrick (1966), sermaye piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünü tanımlamak için 'talebin takip ettiği (demand-following)' ve 'arzın öncülük ettiği (supply-leading)' terminolojisini geliştirmiştir. 'Talebin takip ettiği' durum, reel sektördeki bir gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan talebi karşılamak için finansal sektördeki gelişmeyi, yeni finansal kurum ve enstrümanları ifade etmektedir. Diğer taraftan 'arzın öncülük ettiği' durum, finansal kalkınmanın öncülük ettiği, yeni kurumların ve enstrümanların geliştiği ve bu sektördeki gelişmenin ekonomik büyüme sürecini uyardığı şeklinde tanımlanmaktadır (Kar, 1999).

Ekonomistler finansal kalkınma olgusunun ekonomik büyüme sürecindeki önemini kabul etmelerine rağmen, bunun ampirik olarak test edildiği çalışmalarda ilişkinin yönü konusunda ortak bir görüşe varamamaktadırlar. Finansal kalkınma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünü test eden çalışmalar şunlardır: (Gupta, 1984), Jung (1986), Odedokun (1989), St.Hill (1992), Wood (1993), Murinde ve Eng (1994a ve 1994b), Lyons ve Murinde (1994) ve son olarak Demetriades ve Hussein (1996). Bu çalışmalarda finansal kalkınma için geliştirilen en yaygın değişkenler genellikle para arzları (M1 ve M2), para arzlarının gelire oranları, kredi hacmi, banka mevduat yükümlülüklerinin gelire oranı, ve bankaların özel sektörden alacaklarının gelire oranı olmuştur. Ekonomik büyüme için kişi başına reel GSMH, ve reel GSMH değişkenleri kullanılmıştır. Son üç çalışma hariç, diğerleri zaman serilerinin özelliklerini dikkate almamışlar ve standart nedensellik testleri uygulamışlardır. Son üç çalışmada ise ekonometri alanındaki yeni gelişmelerin ışığında, zaman serilerinin durağanlık (stationarity) özellikleri göz önüne alınmış ve yine zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkilerin kurulmasında oldukça yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanılan ko-integrasyon (Engle and Granger, 1987; Johansen, 1988) analizi uygulanmıştır. Türkiye sadece iki çalışmada yer almış bulunmaktadır (Jung, 1986; Demetriades and Hussein, 1996).

Demetriades ve Hussein, Türkiye örneğinde, ilişkinin yönünün büyümeden finansal kalkınmaya doğru olduğunu göstermişlerdir. Bir diğer ifade ile, 'talebin takip ettiği' bir durum söz konusudur (Kar, 1999)

Ekonomistlerin, hisse senedi piyasaları ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi anlamak için halen çalışmakta oldukları ve henüz kesin bir sonuca varamadıkları söylenilmektedir (Esen, Seyrek, 1998). King ve Levine tarafından 1993'te yapılan ve olaya özellikle sermaye piyasası açısından bakılan araştırmaya göre, iki temel görüş bulunmaktadır. Birinci görüş geleneksel görüşü ifade etmektedir. Bu görüşe göre, sermaye piyasası, endüstri tarafından oluşturulmaktadır. Başka bir deyişle, geleneksel organizasyonlar bireylerin tasarruflarını pasif bir şekilde işletme yatırımlarına aktarırlar. Bu nedenle, finansal sistem kendi başına reel ekonomiyi etkilemez. Bununla birlikte, son ekonomik çalışmalar bunun aksine görüş ileri sürmektedir. Bu yeni finans görüşüne göre, finansal sistemdeki organizasyonlar, ekonomik büyüme ve gelişme üzerinde rol oynamaktadırlar. Bu yüzden, güçlü bir finansal sisteme sahip olan ülkeler, finansman açısından, yenilikleri ve teşebbüsleri daha iyi değerlendirecekler ve tasarrufların daha etkin kullanımını sağlayacaklardır (Esen ve Seyrek, 1998).

Yapılan teorik ve kantitatif çalışmaların çoğu, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmektedir (Levine, 1997). Menkul kıymetler borsası, ekonomik büyümeyi artıran hizmetleri sağlar. Genel olarak menkul kıymetler piyasasındaki gelişme ile uzun dönem ekonomik gelişme arasında güçlü bir korelasyon bulunmaktadır (Esen ve Seyrek, 1998).

Bekaert and Harvey, (2001), yaptıkları çalışmada finansal liberalleşmenin finansal piyasa ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlar. Finansal liberalleşmenin finansal piyasa gelişmesinin bir sonucu olduğunu ve ekonomik büyümenin %30'unun finansal liberalleşmeden kaynaklandığı sonucuna varmışlar.

Bir başka çalışmada, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmak için Graff (2001), finansal gelişme göstergeleri olarak, kişi başına düşen banka ve şubelerin sayısını, finansal sistemde istihdam edilen insan gücü oranını ve gayrisafi milli hasıla içerisinde finansal sistemin oranını kullanmış. Araştırma sonucunda, arza dayalı finansal gelişmenin, ekonomik büyüme için uygun bir davranış olabileceğini ileri sürmüştür.

Yine, King ve Levine (1993b), 1960-89 dönemini kapsayan 80 ülke için cross-section veriler kullanarak yaptıkları çalışmada, kişi başına reel gelir ile likit yükümlülüklerin gayri safi milli hasılaya oranı arasında oldukça büyük ve olumlu bir ilişkinin olduğu sonucuna varmışlardır. (Auerbach and Siddiki, 2004).

İkincil piyasalarla ilgili olarak literatürde kullanılan finansal gelişme göstergeleri genel olarak aşağıdaki kriterlerden oluşmaktadır (Stulz, 2000);

- Borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı
- Piyasa dönüş (turnover) oranı (işlem hacminin piyasa kapitalizasyonuna oranı)
- İşlem Değeri (işlem hacminin GSYİH'ya oranı)
- Yabancı fon girişi oranı

Caporale and Howells (2004), yaptıkları çalışmada hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye etkisinin olup olmadığını araştırmak için, hisse senedi piyasası gelişimi, finansal piyasa gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler. Araştırmada, 1977-1998 dönemine ait 7 ülkenin verileri kullanılmış. Hisse senedi piyasasının gelişme göstergeleri olarak, piyasa kapitalizasyon oranı (piyasadaki hisse senetlerinin toplam değeri/GSYİH), ve işlem hacmi oranı (hisse senedi piyasasında işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri/GSYİH) kullanılmış. Bankacılıktaki büyüme göstergeleri için, banka mevduat yükümlülüklerinin nominal GSYİH'ya oranı ve özel sektör içindeki bankacılık payının nominal GSYİH'ya oranı kullanılmış. Ekonomik büyüme göstergesi olarak ise, GSYİH kullanılmış. Araştırmada "casualty test" yöntemi kullanılmış ve hisse senedi piyasasının ekonomik gelişmeye önemli derecede etkisinin olduğu sonucuna varılmış.

Yine, Alövsat (1998), yaptığı çalışmada 20 ülkenin 1981-94 dönemine ait verilerini kullanarak hisse senedi piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiş. Hisse senedi piyasası gelişmişlik göstergelerinin, likidite, işlem hacmi, bilgi yeterliliği, yoğunluk derecesi, değişkenlik, derinlik, yasal, kurumsal ve diğer faktörleri yansıtması gerektiğini belirtmiş. Ekonomik büyüme göstergesi olarak, kişi başına gayri safi milli hasıla kullanılmış. Hisse senedi piyasası gelişmişlik göstergeleri olarak ise, toplam kapitalizasyon/GSYİH, işlem hacmi/GSYİH ve işlem hacmi/toplam kapitalizasyon oranları kullanılmış. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası ile reel ekonomik göstergeler arasında kuvvetli bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmış.

Görüldüğü gibi, sermaye piyasasının gelişimini analiz etmeye yönelik yapılan araştırmalarda genel olarak, piyasanın büyüklüğünü, likidite derecesini ve risk durumunu yansıtan göstergeler kullanılmaktadır. Yine, sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığına yönelik yapılan araştırmalarda, güçlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmakta ancak ilişkinin yönü konusunda yani sermaye piyasasındaki gelişmenin mi ekonomik büyümeyi desteklediği yoksa ekonomik büyümenin mi sermaye piyasası gelişimini desteklediği konusunda net bir sonuca varılamamıştır.

## 2. TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ GELİŞİM TRENDİ

Gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişen hisse senedi piyasaları ve gelişen tahvil piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Türkiye'de özel kesim tahvil piyasası pek gelişme gösteremediği için, bu çalışma hisse senedi piyasası üzerine yoğunlaşmıştır. Dolayısıyla Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinden bahsederken çoğunlukla kastedilen hisse senedi piyasası yani İMKB'dir. Bu bölümde, İMKB'nin gelişim trendi analiz edilecektir.

### 2.1. İMKB'nin Gelişim Trendi

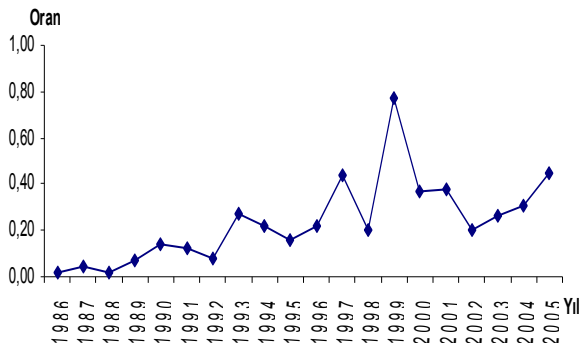
Mevcut modellerde, hisse senedi piyasalarının gelişmesi birden çok faktöre dayanmaktadır. Bunların başlıcaları; pazar büyüklüğü, pazarın likiditesi ve dünya sermaye piyasalarıyla bütünleşmesidir (Demirgüç-Kunt, Levine, 1996).

#### 2.1.1 Büyüklük

Bu çalışmada kullanılan piyasa büyüklüğü göstergesi için, yurtiçi piyasalarda alınıp satılan hisselerin toplam değerini ifade eden piyasa kapitalizasyonu GSYİH'ya bölünmektedir. Yaptığımız hesaplamalarda cari değerler kullanılmıştır. Aşağıda 1986-2005 dönemi için piyasa kapitalizasyonu / GSYİH oranı grafik ile gösterilmektedir.

Grafikte, İMKB borsasına ait kapitalizasyon / GSYİH oranına baktığımız zaman, 1986-2005 döneminde bir artış trendi olduğunu görüyoruz. Özellikle 90 lı yılların sonlarında bu artış daha büyük oranlarda olmuştur. 2000 ve 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizler nedeniyle piyasada büyük bir dalgalanma ve düşüş olduğu görülmektedir.

**Grafik 1: Piyasa Kapitalizasyonu / GSYİH Oranı**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İMKB.

Sermaye piyasasının büyüklüğünü gösteren bu orana bakarak, Türk sermaye piyasasının kriz yılları hariç sürekli büyüme trendine sahip olduğunu ancak bu trendin eğiminin istenilen derecede olmadığını söyleyebiliriz. Kısaca, İMKB'nin istenilen seviyede olmasa da sürekli gelişme gösterdiğini söyleyebiliriz.

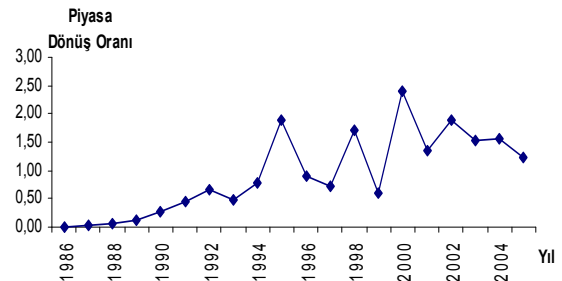
#### 2.1.2 Likidite

Piyasanın likiditesini ölçmek için, Piyasa Dönüş Oranı "Turnover" ve İşlem Değeri "Value Traded" göstergeleri kullanılmıştır. Piyasa dönüş oranı, yurt içi borsada alınıp satılan yurt içi hisselerin toplam değeri, borsaya kayıtlı toplam hisse değerine bölünerek bulunmakta ve yurtiçi borsada işlem gören hisselerin toplam pazar içerisindeki oranını göstermektedir. Bu oranın yüksek olması, pazarın likiditesinin yüksek olduğunu ve işlem maliyetinin düşük olduğunu gösterir. Pazarın büyük olması likit olduğu anlamına gelmez. Çünkü, büyük fakat aktif olamayan pazarlar, büyük kapitalizasyon / GSYİH oranına sahip olurken, küçük piyasa dönüş oranına sahip olurlar ve bu da piyasanın likit olmadığını gösterir.

##### 2.1.2.1. Piyasa Dönüş Oranı

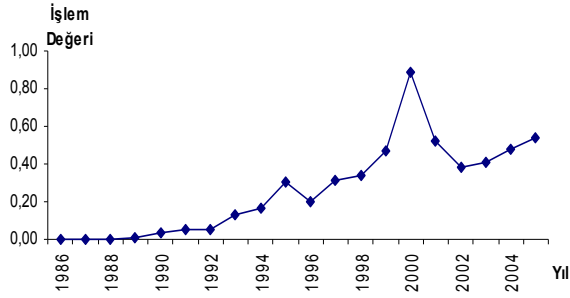
1986-2005 dönemine ait cari değerlerle piyasa dönüş oranı aşağıdaki grafik ile gösterilmektedir. Grafiğe baktığımızda, piyasanın likidite göstergesi olan piyasa dönüş oranı, 1992 yılına kadar yükselme trendi içerisindeydi. 1992-2000 döneminde yükselme trendi devam etmekle birlikte sürekli dalgalanma yaşanmıştır ve daha sonra azalma trendine dönüşmüştür. Dolayısı ile, Türkiye sermaye piyasası likiditesinin artış trendi içerisinde olduğunu, 1999 yılında ve 2000-2001 kriz dönemlerinde çok dalgalanma gösterdiğini ve son yıllarda olumsuz bir gelişme gösterdiğini söyleyebiliriz. Son yıllardaki likidite düşüklüğü, İMKB'de kayıtlı şirketlerin sayısının artışı ve dolayısı ile sermaye piyasasındaki hızlı büyümeden kaynaklanmaktadır.

**Grafik 2: Piyasa Dönüş Oranı**



**Kaynak:** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İMKB

**Grafik 3: İşlem Değeri**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri, İMKB.

### 2.1.2.2. İşlem Değeri (Value Traded)

Likidite ölçümünde kullanılan işlem değeri “value traded” ise, yurtiçi borsalarda işlem gören hisselerin toplam değeri GSYİH’ya bölünerek bulunmuştur. İşlem değeri, ulusal üretimin bir oranı olarak işlem değerini ölçtüğü için, ekonomik alandaki likiditeyi yansıtmaktadır. Küçük ve likit bir pazar yüksek piyasa dönüş oranı ve düşük işlem değerine sahip olacaktır (Levine, Zervos,t.y.).

1986-2005 yıllarına ait İMKB’nin cari verilerle işlem değeri grafik 3 ile gösterilmektedir.

Piyasa likiditesinin ölçümünde kullanılan işlem değeri (işlem hacmi / GSYİH), yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi, 1986-2005 döneminde artış trendine sahip ve 2000-2001 kriz döneminde büyük ölçüde dalgalanmaktadır. Bu göstereye göre, genel olarak, piyasa likiditesinin artış trendi içinde olduğunu ve likidite açısından İMKB’nin sürekli gelişme gösterdiğini söyleyebiliriz.

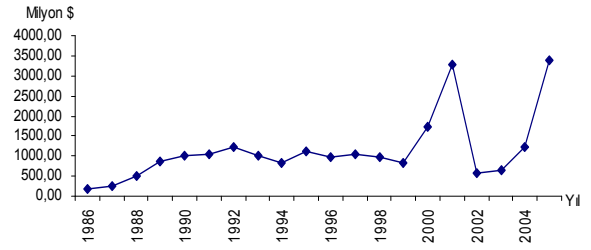
### 2.1.3. Uluslararası Entegrasyon

Uluslar arası entegrasyon ile piyasanın riskliliği ölçülmektedir. Uluslar arası entegrasyonu tam olan piyasalarda sermaye akımı olacağı için riskin fiyatı eşitlenecektir. Bu çalışmada entegrasyon (piyasanın riskliliği) göstergesi olarak, yabancı sermaye girişi dikkate alınmıştır.

1986-2005 yılları arasında yabancı sermaye girişi dolar olarak grafik 4 ile gösterilmektedir.

1986-2005 yılları arasında yabancı sermaye girişi dolar bazında incelendiğinde, 1986-1992 yılları arasında artış olduğu,1992 yılından sonra pek değişmediği, 2000-2001 kriz dönemlerinde büyük dalgalanma gösterdiği ve 2002 yılından sonra ise sürekli ve büyük oranda bir artış gösterdiği görülmektedir.

**Grafik 4: Yabancı Sermaye Girişi**



**Kaynak:** Hazine İstatistikleri.

Yabancı sermaye girişi ve bunun sonucunda sağlanan uluslar arası entegrasyon ölçüsüne baktığımız zaman, Türkiye sermaye piyasasının uluslararası piyasalar ile entegrasyon açısından gelişme trendini yakalayamadığını ve dolayısı ile riskliliğinin azalmadığını ancak son yıllarda bu konuda bir gelişme olduğunu söyleyebiliriz.

## 3. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASININ EKONOMİK BÜYÜME İLE İLİŞKİSİ

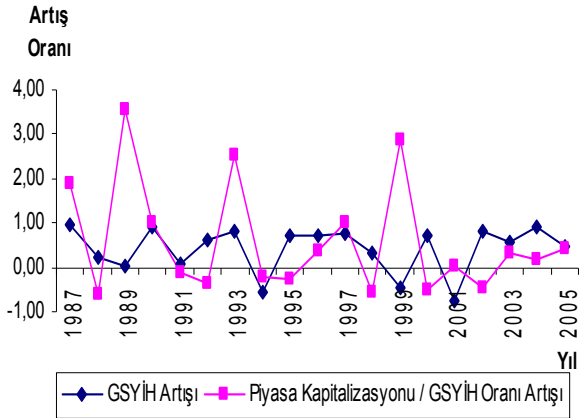
Ekonomik büyüme ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi ölçmek ve değerlendirmek için; 1) hisse senedi piyasasının likiditesi, büyüklüğü, değişkenliği ve uluslararası sermaye piyasaları ile entegre olma göstergeleriyle, 2) ekonomik büyüme göstergelerine bakmak gerekmektedir (Levine and Zervos,t.y.).

Sermaye piyasasının ekonomi üzerindeki etkisini görebilmek için, ekonomik büyüme göstergelerinden olan GSYİH, daha önce açıklanan piyasa gelişmişlik göstergeleri ile grafik üzerinde karşılaştırılmaktadırlar. Grafik üzerinde daha kolay bir karşılaştırma yapabilmek için, GSYİH artış oranı 10 ile çarpılarak büyütülmüştür ve 1987 fiyatları ile GSYİH verileri kullanılmıştır.

### 3.1. GSYİH ile Piyasa Kapitalizasyonu İlişkisi

1986-2005 yılları arasında GSYİH ile piyasa kapitalizasyonu ilişkisi grafik 5 ile gösterilmektedir.

**Grafik 5: GSYİH ile Piyasa Kapitalizasyonu İlişkisi**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri, İMKB

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi, incelenen 1986-2000 dönemi için, Türkiye’de piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı artışı ile GSYİH artışı arasında genel olarak doğru bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısı ile sermaye piyasasındaki gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur. Yani sermaye piyasasının gelişimi ve ekonomik büyüme birbirlerini olumlu olarak etkilemektedirler. Ancak bu etkinin yönü pek açık değildir. Yani sermaye piyasasındaki gelişmenin mi ekonomik büyümeyi desteklediği yoksa, ekonomik büyümenin mi sermaye piyasasındaki gelişmeyi desteklediği açık değildir. Bununla birlikte, 2001 yılından sonra sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyümeyi takip ettiği açık olarak görülmektedir. Dolayısı ile şu tahmin yapılabilir; 2005 yılında ekonomik büyüme oranı azaldığı için, 2006 yılında sermaye piyasasındaki gelişme de azalacaktır. Yani, 2006 yılında hisse senedi piyasası 2005 yılına göre daha az kazandıracaktır. Çünkü, 2001 yılından sonra, sermaye piyasasındaki gelişme, ekonomik büyümeyi bir yıl gecikmeli olarak takip etmektedir.

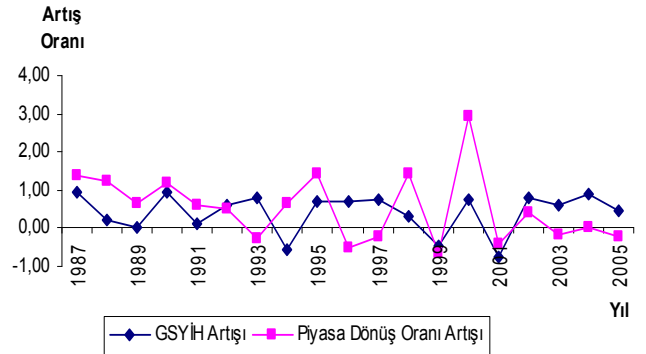
### 3.2. GSYİH ile Piyasa Dönüş Oranı İlişkisi

1986-2005 yılları arasında GSYİH ile Piyasa Dönüş Oranı ilişkisi grafik 6 ile gösterilmektedir. Grafikte GSYİH ile piyasa dönüş oranı arasında genel olarak doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Yani sermaye piyasasının likidite derecesi ile ekonomik büyüme arasında çok yüksek ve doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Ancak ilişkinin yönü açık değildir.

### 3.3. GSYİH ile İşlem Değeri İlişkisi

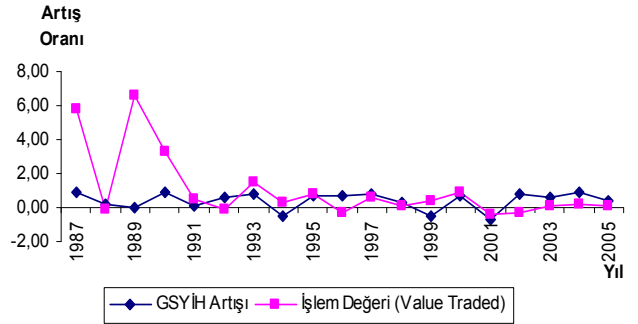
1986-2005 yılları arasında GSYİH ile İşlem Değeri ilişkisi grafik 7 ile gösterilmektedir.

**Grafik 6: GSYİH ile Piyasa Dönüş Oranı İlişkisi**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri, İMKB.

**Grafik 7: GSYİH ile İşlem Değeri İlişkisi**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri, İMKB.

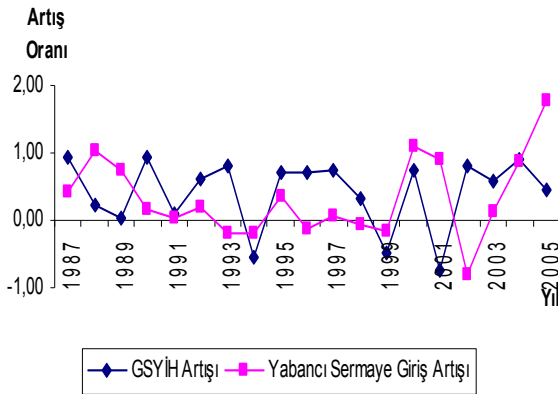
Grafikten görüldüğü gibi, işlem değeri (piyasa işlem hacmi / GSYİH) ile GSYİH arasında doğru orantılı bir ilişki bulunmaktadır. Ancak, ilişkinin yönü burada da açık değildir. İncelenen dönemde piyasanın likidite durumunun gelişme göstermesi (işlem değeri oranının kriz dönemlerinin haricinde çoğunlukla pozitif olması), ekonomik büyümeyi olumlu olarak etkilemiştir veya ekonomik büyümeden olumlu olarak etkilenmiştir diyebiliriz.

### 3.4. GSYİH ile Yabancı Sermaye Girişi İlişkisi

1986-2003 yılları arasında GSYİH ile Sermaye Girişi ilişkisi grafik 8 ile gösterilmektedir. Şekilde görüldüğü gibi, incelenen 1986-2005 döneminde, yabancı sermaye girişi ile GSYİH arasında doğru ve gecikmeli bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki özellikle 1999 yılından sonra daha açık olarak ortaya çıkmaktadır.

Yabancı sermaye girişinin sürekli dalgalanma gösterdiğini, düz bir trend izlediğini, ekonomik büyümeye gecikmeli olarak yansıdığını söyleyebiliriz. Ancak son yıllarda artış trendinde olduğunu ve ekonomiye olumlu katkı sağladığını söyleyebiliriz.

**Grafik 8: GSYİH ile Yabancı Sermaye İlişkisi**



**Kaynak:** HM, Hazine İstatistikleri.

### SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Sermaye piyasasının gelişim trendinin ve sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyüme ile ilişkisinin, 1986-2005 dönemi yıllık verileri kullanılarak, trend analizi ile incelenmesi sonucunda;

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (İMKB) büyüklüğünün dalgalanma göstermekle birlikte artış trendi içinde olduğu, dolayısı ile Türkiye sermaye piyasasının gelişme gösterdiği görülmüştür.

Likidite göstergeleri olan piyasa dönüş oranı ve işlem değeri oranlarının incelenmesi sonucunda, İMKB'nin likiditesi dalgalanmakla beraber artış trendi göstermiştir. Kriz yıllarının haricinde İMKB'nin likiditesinin arttığı söylenebilir.

Yine, yabancı sermaye girişinin dolar bazında, 1986-1992 yılları arasında arttığı görülmektedir. 1992 yılından sonra pek değişmemekte ve 2000-2001 kriz dönemlerinde büyük dalgalanma yaşanmaktadır. 2001 yılından sonra ise artış olmaktadır. Dolayısı ile, Türkiye sermaye piyasasının, uluslar arası piyasalar ile entegrasyon açısından, gelişme trendini yakalayamadığı ve riskliliğinin azalmadığı söylenebilir.

GSYİH ile piyasa kapitalizasyonu arasında pozitif ve doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak ilişkinin yönü yani, sermaye piyasası gelişmesinin mi ekonomik büyümeyi desteklediği yoksa, ekonomik büyümenin mi sermaye piyasasının gelişmesini desteklediği pek açık değildir. Bununla beraber, özellikle 2001 yılından sonra sermaye piyasasındaki gelişmenin ekonomik büyümeyi takip ettiği görülmektedir.

GSYİH ile sermaye piyasasının likiditesi arasında genel olarak doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Ancak burada da ilişkinin yönü açık değildir.

İncelenen dönemde, yabancı sermaye girişi ile GSYİH arasında doğru ve gecikmeli bir ilişki

bulunmaktadır. Yani ekonomik büyüme yabancı sermaye girişini takip etmektedir. Bu ilişki özellikle 1999 yılından sonra daha açık olarak ortaya çıkmaktadır.

Sonuç olarak, 1986-2005 döneminde, İMKB'nin dolayısı ile Türkiye sermaye piyasasının büyüklük ve likidite olarak gelişme gösterdiği, riskliliğinde pek gelişme olmadığı görülmektedir. Yine, sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında doğrusal ve güçlü bir ilişkinin olduğu ancak ilişkinin, yönünün pek açık olmadığı görülmektedir. Ancak, 2001 yılından sonra, ekonomik büyümenin sermaye piyasasındaki gelişmeyi desteklediği görülmektedir.

Bu çalışma, aylık veya 3 aylık veriler ve gelişmiş ilişki analiz yöntemleri kullanılarak yapılabilecek araştırmalar için bir ön çalışma niteliği arz etmektedir.

### KAYNAKÇA

- ALÖVSAT, Müslümov, January 1998, "Stock Markets And Economic Growth :A Causality Test", *Boğaziçi University*.
- AUERBACH, Paul, SİDDİKİ, Jalal Uddin, 2004, "Financial Liberalisation And Economic Development: An Assessment", *Journal Of Economic Surveys*, Vol. 18, No. 3
- BECK, Thoresten, DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, LEVINE, Ross, MAKSİMOVIC, Vojislav, June 14, 2000, "Financial Structure And Economic Development:Firm Industry, And Country Evidence."
- BEKAERT, Geert, R. HARVEY, Campbell, March 8, 2001, "Economic Growth and Financial Liberalization", Duke University, Durham, NC and Research Associate in the NBER's Program on Asset Pricing.
- CAPORALE, Guglielmo Maria, HOWELLS, Peter G. A, SOLİMAN, Alaa M. , June 2004, "Stock Market Development And Economic Growth: The Casual Linkage", *Journal Of Economic Development*, Volume 29, Number 1.
- CELASUN, Oya, DENİZER, Cevdet, "Capital Flows, Macroeconomic Managements, And The Financial System: The Turkish Case,1989-97", *International Finance Corporation, World Bank*.
- CHOI, Andy, SHERİDAN, Titman, WEI, K.C., Jhon, January 18, 2000, "Corporate Groups, Financial Liberalization And Growth:The Case Of Indonesia".
- DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, LEVİNE, Ross, June 1999, "Bank-Based And Market-Based Financial Systems, Cross Country Comparisons".

- ESEN, A., SEYREK, I.**, Ekim 1998, “*The Role of Capital Market in the Development Experience of Turkey*”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, cilt.16, s.3.
- GALLEGE, Francisgo, LEAYZA, Noman**, February 2000, “*Financial Structure in Chila: Macroeconomic Developments And Microeconomics Effects*”, *Central Bank of Chila*.
- GRAFF, Michael**, September 20, 2001, “*Financial Development and Economic Growth in Corporatist and Liberal Market Economies*”, *Prepared for presentation at the 30th Annual Conference of Economists Perth, September 24th*.
- Hazine Müsteşarlığı**, Hazine İstatistikleri, Temel Ekonomik Göstergeler, 1980-2003.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, Veriler.
- KAR, Muhsin, TUNÇER, Mehmet**, Ekim 1999, “*Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme, Teorik Görüşler, Ampirik sonuçlar ve yeni gelişmeler*”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, cilt.17,s.3.
- LEVİNE, Ross, ZERVOS, Sara**, ty., “*Stock Makets, Banks, And Economic Growth.*”.
- MUNDACA, B. Gabriela**, September 6th, 2005, “*Can remittances enhance economic growth? The role of financial markets development*”, *Department of Economics University of Oslo*.
- STULZ, Rene M.**, January 24, 2000, “*Does Financial Structure Matter For Economic Growth? A Corporate Finance Perspective.*”