

Finansal Gelişme ve Finansal Küreselleşmenin Finansal Piyasalara Etkileri: Türkiye Örneği

Özet

Hisse senedi fiyatları üzerinde çok sayıda faktör etkili olmaktadır. Sınırların ortadan kalktığı ve ekonomilerin iç içe geçtiği küreselleşen sermaye piyasaları çağında, kalkınma ve küreselleşme, hisse senedi fiyatlarının ve finansal getirilerin şekillenmesinde önemli unsurlar olarak ortaya çıkmıştır. 1980 yılında Türkiye'de alınan kararlarla ithal ikamesine yönelik politikalarla vazgeçilerek liberalleşme ve küreselleşme çabalarına öncelik verilmesi bu bağlamda Türkiye'deki sermaye piyasası getirilerinin özellikle kalkınma ve küreselleşme bağlamında incelenmesi önemli bir girişimdir. Bu çalışmada, 1997-2021 dönemini kapsayan kapsamlı bir ekonometrik analiz ile İMKB Tüm Hisseler Kapanış Fiyatları, Finansal Gelişmişlik Endeksi ve Finansal Küreselleşme Endeksi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, birinci farklarında durağan hale gelen değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi değerlendiren bir metodoloji olan Johansen Eşbütünleşme Testi kullanılmış ve araştırma hipotezi "Türkiye'de hisse senedi fiyatları küreselleşme ve kalkınmadan etkilenmektedir" şeklinde oluşturulmuştur. Bu çalışmanın bulguları, bağımlı değişken olan İMKB Tüm Hisse Senetleri Kapanış Fiyatları ile bağımsız değişkenler olan Finansal Küreselleşme ve Finansal Gelişme Endeksleri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olmadığını ortaya koymuştur. Bununla birlikte, Finansal Gelişme Endeksi ve İMKB Tüm Hisse Senetleri Kapanış Fiyatlarından Finansal Küreselleşme Endeksine doğru uzun dönemli bir nedensellik tespit edilmiştir.

Effects of Financial Development and Financial Globalization on Stock Market Prices: The Case of Türkiye

Abstract

A multitude of factors exert influence on stock prices. In this era of globalized capital markets, characterized by the absence of borders and the interpenetration of economies, development and globalization have emerged as pivotal elements in shaping stock prices and financial returns. Noteworthy is the decision made in 1980 in Turkey, wherein policies aimed at import substitution were relinquished, and efforts toward liberalization and globalization were prioritized. In this context, a crucial undertaking entails the examination of capital market returns within Turkey, particularly in the context of development and globalization. This study utilizes a comprehensive econometric analysis, encompassing the period from 1997 to 2021, in order to examine the relationship between the ISE All Shares Closing Prices, Financial Development Index, and Financial Globalization Index. The study employs the Johansen Cointegration Test, a methodology that assesses the long-term relationship between variables that become stationary at the first difference. The research hypothesis posits that stock prices in Türkiye are influenced by globalization and development. The findings of this study did not reveal a cointegration relationship between the dependent variable, ISE All Shares Closing Prices, and the independent variables, Financial Globalization and Financial Development Indices. However, a long-term causality was identified from the Financial Development Index and ISE All Shares Closing Prices to the Financial Globalization Index.

Ferhat Kaya (Istanbul Beykent University, Istanbul, Türkiye)

ORCID: 0000-0001-5029-6514 E-mail: ferhatkaya@beykent.edu.tr

1 Giriş

İkinci Dünya savaşı resmi olarak sona ermeden önce, savaşın galibi devletlerin (özellikle ABD ve İngiltere) öncülüğünde uluslararası ticaret ve refahı sağlamak gayesiyle Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF), Dünya Bankası (World Bank) ve sonrasında Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization-WTO) olarak bilinen uluslararası finansal kuruluşlar kurulmuştur. Bu uluslararası finansal kuruluşlar dünyanın küreselleşmesinin önünü açmışlardır (Mishkin, 2007).

1980'li yıllarda küreselleşen dünyada artan rekabet koşulları hükümetlerin liberal ekonomilere dönüşmelerinde büyük rol oynamıştır. Ülkelerin küreselleşmeye yönelik adımları ekonomik kalkınma yolunda atılmış ve sermaye akışlarına engel oluşturan uygulamalar terkedilmiştir (Aydın vd., 2014).

1980 sonrası dönemde küreselleşmenin hız kazanması ile Türkiye de küresel dünya sistemine ayak uydurabilmek amacıyla liberal politikalara adım atmıştır. 24 Ocak 1980 tarihinde Türkiye'nin ekonomi politikasının yönelimi büyük bir değişim geçirmiştir. Ekonominin yönü ithal ikameci politikalardan ihracat teşvikine yönelik dışa dönük politikalara çevrilmiştir (Saraçoğlu, 1987).

Uluslararası yatırım çekebilmek için küreselleşme çabalarının yanında gelişmiş piyasalara sahip olmak da önem arz etmektedir. Uluslararası yatırımcılar için cazip hale gelmek finansal piyasaların gelişmesindeki en önemli unsurların başında gelmektedir. Finansal piyasaların gelişmiş olması daha fazla yatırımcının dikkatini çekecek ve ülkeye doğru sermaye akımlarının gelmesini sağlayacaktır.

Bu bağlamda çalışma giriş bölümü dahil olmak üzere toplam dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışmaya temel oluşturmak amacıyla giriş yapılmaktadır. İkinci bölümde, literatürde konuyla alakalı çalışmalara yer verilmektedir. Üçüncü bölümde çalışmada kullanılan veriler tanıtılmakta, çalışmanın ampirik bulgularına yer verilmekte ve değerlendirilmektedir. Son bölümde çalışmanın sonucu ve politika çıkarımları sunulmaktadır.

2 Literatür Araştırması

Finansal gelişmişlik ve finansal küreselleşme üzerine yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır fakat bu çalışmaların hisse senedi piyasaları üzerine olanları oldukça azdır. Literatür araştırmasında sunulan çalışmalar, bu çalışmanın konusuyla direkt alakalı olmaları dolayısıyla sunulmuştur.

Topçu ve Öztekin (2021), yaptıkları çalışmada 1990-2017 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren farklı üç sektörden firmaların özkaynak ve aktif kârlılıklarıyla finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi nedensellik analizi ile incelemişlerdir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik analizinin kullanıldığı çalışmada finansal gelişmişlik endeksinin firma performansını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Dellas ve Hess (2005) tarafından yapılan çalışmada 1980-1999 döneminde finansal gelişme ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki 49 ülke üzerinden incelenmiştir. Çalışmada kullanılan özel sektör kredileri (% GSYİH), ticari banka varlıkları (ticari banka varlıkları ile merkez bankası varlıklarının toplamına oranı), Likit yükümlülükler (% GSYİH), Sermaye Piyasalarının Değeri (% GSYİH), Borsa Devir Hızı bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, bankacılık sisteminin kalitesi arttıkça hisse senedi getirilerindeki volatilité azalmakta, ulusal ve uluslararası getiri hareketlerinin senkronizasyonu daha iyi sağlanmaktadır. Uluslararası senkronizasyonun artması hisse senedi piyasalarının likiditesini de artırmaktadır.

Esqueda vd. (2012) tarafından yapılan çalışma finansal küreselleşme ile hisse senedi getirilerinin riski arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Finansal küreselleşmeyi temsil etmesi açısından finansal bütünleşme ve finansal açıklık verileri kullanılmaktadır. Çalışmanın bulgularına göre, finansal piyasaların bütünleşmesi arttıkça volatilitesi düşmektedir.

3 Bulgular

Çalışmanın bu bölümü, Borsa İstanbul Tüm Endeksi (XUTUM), finansal küreselleşme endeksi (KOFFIGI) ve finansal gelişim endeksi (FDI) arasında bir eşbütünleşme ve nedensellik olup olmadığının sınanmasına yönelik ekonometrik analiz ve bulgulardan oluşmaktadır. Analiz 1997-2021 dönemini kapsamaktadır. XUTUM bağımlı değişken, KOFFIGI ve FDI ise bağımsız değişkenler olmak üzere, ekonometrik analiz için kurulan denklem aşağıdaki şekildedir:

$$XUTUM_t = \beta_0 + \beta_1 KOFFIGI_t + \beta_2 FDI_t + \varepsilon_t$$

Kurulan modelin değişkenlerine ait kullanılan tarih aralığı ve kaynakları Tablo 1'de sunulmaktadır.

Değişken Kodu	Değişken Adı	Dönem	Kaynak
XUTUM	Bist Tüm Endeksi	1997-2021	LSEG
FDI	Finansal Gelişmişlik Endeksi	1997-2021	IMF
KOFFIGI	KOF Küreselleşme Endeksi	1997-2021	ETH Zürich KOF

Tablo 1. Değişkenler

XUTUM, Borsa İstanbul bünyesinde işlem gören bütün şirketlerden oluşan endekstir. 530 farklı şirketi bünyesinde barındıran endeks Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçmiştir (Borsa İstanbul, 2024).

KOFFIGI, İsviçre KOF Ekonomik Araştırmalar Enstitüsü tarafından yayımlanmaktadır. 2002 yılında Axel Dreher tarafından literatüre kazandırılan endeks, 1970 yılından itibaren verilerine ulaşılabilen her ülke için yayımlanmaktadır. Endeks değerleri en düşük sınır olan 1'den başlar ve en yüksek sınır olan 100'e kadar çıkabilmektedir. Değer yükseldikçe ülkelerin küreselleşme seviyesinin arttığı şeklinde yorum yapılabilmektedir. Endeksin içinde birden fazla küreselleşme hesaplanırsa da bu çalışma için finansal küreselleşme endeksi kullanılacaktır. Finansal Küreselleşme Endeksi'nin hesaplanmasında kullanılan parametreler Tablo 2'de sunulmaktadır.

De facto/Fiili	Doğrudan Yabancı Yatırım
	Portföy Yatırımları
	Uluslararası Borç
	Uluslararası Rezerv
	Uluslararası Gelir Ödemeleri
De jure/Hukuki	Yatırım Kısıtlamaları
	Sermaye Hesabı Açıklığı
	Uluslararası Yatırım Sözleşmeleri

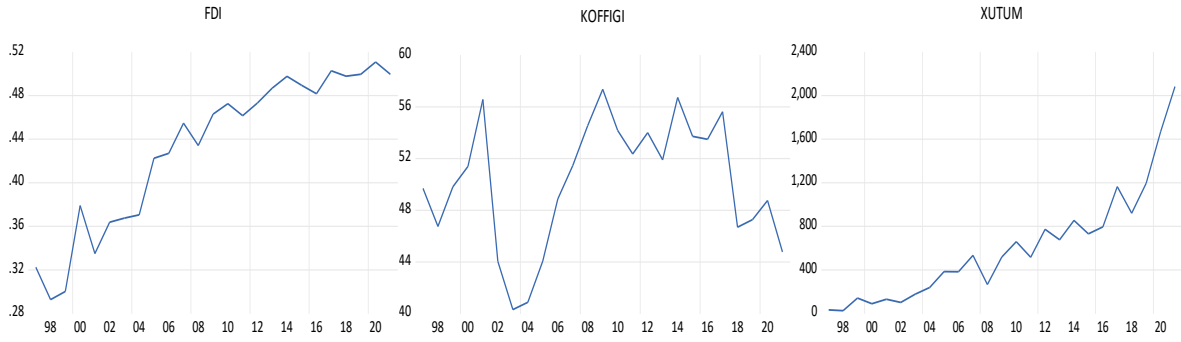
Tablo 2. Finansal Küreselleşme Endeksi Kaynak: ETH Zürich, 2024

FDI, IMF tarafından geliştirilmiş bir endeks olup 20 farklı alt bileşenden oluşmaktadır. Finansal Gelişmişlik Endeksi finansal kurumlar ve finansal piyasalar olmak üzere iki farklı alt boyuttan oluşmakta ve her bir alt boyut derinlik, erişim ve etkinlik olmak üzere üç farklı kategoride sınıflandırılmaktadır. Finansal Gelişmişlik Endeksi'nin hesaplanmasında kullanılan alt boyutlar Tablo 3'te sunulmaktadır.

Finansal Kurumlar	
Derinlik	Özel sektör kredileri (% GSYİH)
	Emeklilik fonu varlıkları (% GSYİH)
	Yatırım fonu varlıkları (%GSYİH)
	Sigorta primleri (% GSYİH)
Erişim	100.000 yetişkin başına banka şubesi sayısı
	100.000 yetişkin başına ATM sayısı
Etkinlik	Net faiz marjı
	Kredi-Mevduat faiz farkı
	Faiz dışı gelirlerin toplam gelirler içindeki payı
	Genel giderlerin toplam varlıklara oranı
	Aktif Karlılığı
Özkaynak karlılığı	
Finansal Piyasalar	
Derinlik	Borsa piyasa değeri (%GSYİH)
	İşlem gören hisse senetleri (%GSYİH)
	Devlet dış borçlanma araçları (%GSYİH)
	Finansal kurumların toplam borçlanma araçları (%GSYİH)
	Finans dışı kurumların toplam borçlanma araçları (%GSYİH)
Erişim	En büyük 10 şirketin dışındaki firmaların piyasa değerlerinin toplam piyasaya oranı
	Borç verenlerin toplam sayısı (yerli, yabancı, finansal ve finans dışı kurumlar)
Etkinlik	Borsa devir hızı (işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerine oranı)

Tablo 3. Finansal Gelişmişlik Endeksi Kaynak: International Money Fund, 2024

Çalışmada kullanılan değişkenlerin 1997-2021 yılları arasındaki değişimi grafik halinde Şekil 1'de sunulmaktadır. İncelenen dönemde XUTUM ve FDI grafiklerinin yükseliş trendinde olduğu, KOFFIGI grafiğinin ise oldukça oynak bir eksenle hareket ettiği gözlemlenmektedir.



Şekil 1. FDI, KOFFIGI ve XUTUM Değişkenlerinin Grafiği

	XUTUM	FDI	KOFFIGI
Ortalama	602,2912	0,432242	50,21380
Medyan	518,3100	0,461560	51,39120
Maksimum	2083,580	0,510864	57,35841
Minimum	25,13000	0,292711	40,32169
Standart Sapma	516,4697	0,069875	4,886033
Skewness	1,198696	-0,693512	-0,426518
Kurtosis	4,181559	2,100888	2,229105
Jarque-Bera	7,441221	2,846082	1,377030
Olasılık	0,024219	0,240980	0,502322
Gözlem Sayısı	25	25	25

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

Modelin değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4'te sunulmaktadır. Değişkenlerin durağan olmadığı durumlarda yapılacak analizlerde bulgularda sapmalar yaşanabilmektedir. Ayrıca Eşbütünleşme analizi yapabilmek amacıyla değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan hale gelmeleri gerekmektedir. Değişkenlerin durağanlıklarını sınamak amacıyla birim kök testlerinden Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleri kullanılmıştır. Tablo 5'te birim kök sınamalarının sonuçlarına yer verilmektedir.

		XUTUM	FDI	KOFFIGI	Δ XUTUM	Δ FDI	Δ KOFFIGI
ADF	Sabit	(0,9999) [1]	(0,2678) [1]	(0,2349) [0]	(0,0003) *** [0]	(0,0000) *** [0]	-(0,0007) *** [0]
	Trend ve Sabit	(0,9581) [0]	(0,8231) [1]	(0,5642) [0]	(0,0003) *** [0]	(0,0000) *** [0]	(0,0035) *** [0]
Philips Perron	Sabit	(0,9999) [6]	(0,4653) [23]	(0,2111) [1]	(0,0003) *** [0]	(0,0000) *** [2]	(0,0007) *** [1]
	Trend ve Sabit	(0,9854) [1]	(0,3318) [0]	(0,5212) [1]	(0,0003) *** [2]	(0,0000) *** [20]	(0,0035) *** [1]

[] Gecikme uzunluğunu ve bant genişliğini, () olasılık değerlerini göstermektedir.

*, **, *** sırasıyla %10, 5 ve 1 aralıklarını belirtmektedir.

Tablo 5. Birim Kök Testi Bulguları

Birim kök sınaması gerçekleştirilen değişkenlerin düzeyde birim kök içerdikleri ve birinci farkları alındığında durağanlaştıkları Tablo 5'te görülmektedir. Bu sonuçlar neticesinde değişkenlerin kullanılacağı modelde eşbütünleşme analizi yapmak mümkün hale gelmektedir.

Eşbütünleşme analizinin yapılabilmesi için öncelikle gecikme uzunluğunun tespit edilebilmesi amacıyla VAR analizi uygulanmaktadır. VAR modeli ile belirlenen gecikme uzunluklarının tespitine ilişkin bulgular Tablo 6'da sunulmaktadır. Bütün göstergelerin gecikme uzunluğu olarak 2 gecikme belirledikleri gözlemlenmektedir.

Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	6488,339	17,29118	17,44039	17,32356
1	76,40157	173,2280	13,65411	14,25098	13,78365
2	31,40014*	46,25620*	12,26839*	13,31291*	12,49507*
3	9,334497	55,39222	12,27694	13,76911	12,60078
4	5,247119	98,59598	12,47819	14,41802	12,89918

Tablo 6. Gecikme Uzunluklarının Tespiti

Eşbütünleşme Sayısı	Özdeğer	İz İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık Değeri	Maksimum Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık Değeri
Hiç (0)	0,390487	19,84775	29,79707	0,4332	11,88229	21,13162	0,5593
En Çok 1	0,227708	7,965456	15,49471	0,4691	6,201414	14,26460	0,5875
En Çok 2	0,070865	1,764042	3,841465	0,1841	1,764042	3,841465	0,1841

Tablo 7. Johansen Eşbütünleşme Testi Bulguları

Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığını tespit etmede uygulanan yöntemlerden birisi Johansen Eşbütünleşme Testidir. Kurulan model için tahmin edilen eşbütünleşme değerleri Tablo 7'de sunulmaktadır. Buna göre modelde eşbütünleşme denklemi bulunmamaktadır. XUTUM değişkeninin modelde kullanılan bağımsız değişkenlerle uzun dönemli ilişki içinde olduğunu ifade etmek mümkün değildir.

	XUTUM	FDI	KOFFIGI
XUTUM	-	0,9846 (-0,030984)	0,0018*** (12,62427)
FDI	0,5078 (1,355412)	-	0,0472** (6,104806)
KOFFIGI	0,2793 (2,550726)	0,3317 (2,206917)	-
ECT	0,2550 (5,331156)	0,6412 (2,519052)	0,0050*** (14,86158)

***, **, * sırasıyla %10, %5 ve %1 aralıklarını belirtmektedir.

Tablo 8. Uzun Dönemli Nedensellik Bulguları

Eşbütünleşme varlığı elde edilemediği için uzun dönemli nedensellik test edilmiştir. Uzun dönemli nedensellik bulguları Tablo 8'de sunulmaktadır ve sırasıyla olasılık değeri ve istatistik değerleri gösterilmektedir. FDI ve XUTUM yönünden KOFFIGI yönüne doğru uzun dönemli bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bir başka ifadeyle, finansal gelişmişlik ve finansal piyasalarda meydana gelen fiyat değişimleri finansal küreselleşmenin yolunu açmaktadır.

4 Sonuç

Finansal varlıkların fiyatları yatırımcılar için önem arz etmekte ve finans literatürünün önemli bir kısmını temsil etmektedir. Finansal varlık fiyatlarına etki eden faktörlerin doğru bir şekilde belirlenebilmesi de fiyatların belirlenmesi noktasında yatırımcılara destek sunmaktadır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olmak ve küresel sermayeye erişim imkânı daha etkin piyasa sistemi sağlamaktadır.

Finansal gelişmişliğin artmasının yatırımcıda uyandıracığı güven duygusu ile borsa endeksinin seyrinde artış olması kaçınılmaz bir durum olarak ön plana çıkmaktadır. Finansal gelişmişlik seviyesinin artması sadece finansal yatırımların seviyesini artırmakla değil, aynı zamanda topyekûn ekonomiyi kalkındıracak bir gösterge olarak kullanılmakla ilişkilendirilebilir.

Finansal küreselleşmenin, yabancı yatırımcının kolaylıkla sermaye akışlarına konu olabilmesi sayesinde sermaye piyasalarını doğrudan etkileyebilmekte ve sermaye piyasalarından doğrudan etkilenebilmektedir. Küreselleşme ile birlikte uluslararası yatırımcıların tasarruflarına erişim imkânı bulunmaktadır. Küreselleşmenin avantajları yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Az gelişmiş ülkeler için küreselleşmeden kaynaklı yaşanacak rekabete uyum sağlanamaması durumunda krizlerin ortaya çıkması kaçınılmaz olmaktadır.

Bu bağlamda Borsa İstanbul Endeksi fiyatları ile Finansal Küreselleşme ve Finansal Gelişmişlik Endeksleri arasındaki ilişki Johansen Eşbütünleşme Testi ile belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz bulgularına göre, Borsa İstanbul Endeksinin fiyat oluşumunda Finansal Küreselleşme ve Finansal Gelişmişlik Endekslerinin uzun dönemli ilişki içinde olmadıkları gözlemlenmektedir. Buna karşın Borsa İstanbul Tüm Endeksinin fiyat seviyesi ile Finansal Gelişmişlik Endeksi yönünden Finansal Küreselleşme yönüne uzun dönemli nedensellik gözlemlenmektedir. Bir başka ifadeyle, Türkiye'de borsa endeksinin fiyat hareketleri ve finansal gelişmişlik seviyesinin finansal küreselleşmeyi etkilediği bulgusuna ulaşılmaktadır.

Küreselleşme ile borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi veya gelişmişlikle borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışmaya literatürde ulaşmak mümkündür. Küreselleşmeyi ve gelişmişliği bir arada kullanan çalışmaya ise rastlanamamıştır. Bu açıdan literatürde önemli olduğu düşünülen bir açığı kapatan çalışma, politika yapıcılar için istikrarlı finansal piyasaların sağlanmasının ve finansal gelişmişliği artıracak adımlar atmanın küreselleşmeyi ve ülkeye girecek sermaye akışlarını artıracaklarını savunmaktadır.

Kaynakça

- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2014). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık.
- Borsa İstanbul (2024). BIST TUM. <https://www.borsaistanbul.com/tr/endeks-detay/18/bist-tum>
- Dellas, H., & Hess, M. (2005). Financial Development and Stock Returns: A Cross-Country Analysis, *Journal of International Money and Finance*, **24**, 891-912.
- Dreher, A. (2006). Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization, *Applied Economics*, **38**(10), 1091-1110.
- Dumitrescu, E. I., & Hurlin, C. (2012). Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. *Economic Modelling*, **29**, 1450-1460.
- Esqueda, O. A., Assefa, T. A. & Mollick, A. V. (2012). Financial Globalization and Stock Market Risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, **22**, 87-102.
- Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., & Sturm, J. E. (2019). The KOF Globalisation Index-revisited, *Review of International Organizations*, **14**(3), 543-574.
- ETH Zürich (2024). KOF Globalisation Index. <https://kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>.
- International Money Fund (2024). Financial Development Index Database. <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b&sid=1480712464593>
- Mishkin, F. S. (2007). Is Financial Globalization Beneficial? *Journal of Money, Credit and Banking*, **39**(2-3), 259-284.
- Mishkin, F. S. (2009). Globalization and Financial Development. *Journal of Development Economics*, **89**(2), 164-169.
- Saracoglu, R. (1987). Economic Stabilization and Structural Adjustment: The Case of Turkey, Paper Presented in IMF-World Bank Symposium on Growth-oriented Adjustment Strategies, February 1987.
- Topçu, M. & Öztekin, B. S. (2021). Finansal Gelişme ile Firma Performansı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Sektörel Bir Uygulama. *Maliye ve Finans Yazıları*, **116**, 37-56.