



## KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL GELİŞME ARASINDAKİ ETKİLEŞİMİN TÜRKİYE VE BRICS ÜLKELERİ İÇİN İNCELENMESİ

### EXAMINING THE INTERACTION BETWEEN GLOBALIZATION AND FINANCIAL DEVELOPMENT FOR TURKEY AND BRICS COUNTRIES

Yeşim HELHEL<sup>1</sup>

#### Öz

*Bu çalışmada, BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ile Türkiye'yi kapsayan yükselen piyasa ekonomileri için küreselleşme indeksinin finansal gelişmişlik düzeyini gösteren değişkenlerle ilişkisi panel veri analizi yöntemi uygulanarak 2002-2015 dönemi için incelenmiştir. Analizde, finansal gelişmenin göstergesi olarak bankacılığa ilişkin üç temel parametre (özel sektöre verilen krediler, M3 para arzı ve bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi hacmi) ve sermaye piyasasının bir alt piyasası olan hisse senedi piyasasına ilişkin üç temel parametre (borsa kapitalizasyon oranı, hisselerin dönüş oranı ve hisselerin işlem değeri) kullanılmıştır. Küreselleşmenin ölçütü olarak ise politik, sosyal ve ekonomik alt indekslerden oluşan KOF küreselleşme indeksi dikkate alınmıştır. Analiz sonucunda küreselleşmenin, özel sektöre verilen krediler, hisselerin dönüş oranı ve işlem değeri ile çift taraflı pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır. İlaveten, ülkelerin küreselleşme düzeyine yaptıkları katkılar karşılığında, küreselleşmenin de finansal sistemin gelişmesine sınırlı alanlarda katkıda bulunduğu tespit edilmiştir.*

**Anahtar Kelimeler:** Küreselleşme, Finansal Gelişme, Panel Veri Analizi

#### Abstract

*In this study, the causality relationship is examined between variables indicating financial development level and globalization index in the emerging market economies including BRICS countries (Brazil, Russia, India, China and South Africa) and Turkey by applying panel data analysis for the period 2002-2015. Indicators of financial development including three banking parameters (private sector credit, M3 money supply and domestic credit provided by banking sector), three*

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, yhelhel@akdeniz.edu.tr

*parameters of stock market which is a subcategory of capital market (stock market capitalization ratio, turnover ratio and traded value of stocks), and as a globalization parameter, KOF globalization index which consists of political, social and economic sub-indices are used in analysis. As a result of the analysis, it has been revealed that there are positive and statistically significant bilateral relationships between globalization and private sector credit, turnover ratio and traded value of stocks. In addition, it has been found that globalization contributes to the development of the financial system in limited areas in consideration of the contributions of the countries to the globalization level.*

**Keywords: Globalization, Financial Development, Panel Data Analysis**

## 1. GİRİŞ

20. yüzyılın son çeyreği ile birlikte ekonomi politikalarına yön verenler arasında, finansal piyasalardaki liberalleşme politikasının ekonomik büyüme ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal gelişmişlikleri üzerine olumlu katkıları olacağı konusunda fikir birliği oluşmuş ve sermayenin serbest dolaşımı hızlanmıştır. Ancak bu uygulamalara dâhil olup ekonomik kalkınmalarını daha hızlı gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin sürece uyumunda çeşitli sorunlar yaşaması ve zaman zaman sınırsız liberalleşmeye bağlı ekonomik risk ve kırılmaların artması, finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeye katkısı konusundaki düşüncelerin sorgulanmasına neden olmuştur. Dolayısıyla, finansal piyasalardaki bu yapısal dönüşümün başını çektiği küreselleşme süreci ile ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişki akademisyenlerin temel inceleme konuları arasına girmiştir.

Yaqup küreselleşmeyi “bilgi birikimi ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen ilerlemeler sonucu gezegenimizi etkileyen ve toplamda dünyayı büyük bir köye dönüştüren muazzam bir ilerleme ve değişim süreci” olarak tanımlar (Yaqup, 2003: 1). Bu süreç ile ilgili genel kabul görmüş yaklaşım; küreselleşme sürecinin uluslar arası iktisadi faaliyetlere olan katılımın artmasını teşvik ederek ekonomik büyümeye bir ivme kazandırdığıdır. Washington Uzlaşısı olarak ta bilinen IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen bu görüş genel itibariyle; küreselleşmenin, serbest ticaret, teknolojik gelişme, sermaye akımları ve tasarruf hareketliliğini artırarak ulusal hâsıla ve istihdamı artırdığı, işlem ve sermaye maliyetlerini azalttığı, dolayısıyla yoksulluk seviyesini düşürdüğünü ileri sürmektedir. Küreselleşme sadece fiziki sermayenin değil, beşeri sermayenin de evrensel dolaşımını kolaylaştırmış, toplumsal tabanda başlayan ekonomik etkileşim, beraberinde kültürel, sosyal, siyasal etkileşimi de destekleyerek aynı coğrafi bölgelerde güç birliklerinin oluşmasına neden olmuştur. Tüm bu hareketliliğin, toplumsal yaşamın her alanında yaşanan değişimi tetikleyeceği, toplumları geliştirici ve bütünleştirici bir etkisinin olacağı açıktır (Agenor, 2003: 4). Baldwin ve Forslid, küreselleşmeyle birlikte piyasaya giren yabancı bankalar ile yerel bankaların rekabeti sonucunda, iç faiz oranlarının yatırımcı lehine olumlu etkilendiği, dolayısıyla krediye erişimin kolaylaştığını savunmaktadır (Baldwin ve Forslid, 1996:5). Bunun dolaylı anlamı ise yatırım maliyetlerinin düşmesi ve ülkenin kalkınmasıdır (O'Rourke, 2001: 21). Bununla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelere küreselleşmenin finansal boyutu konusunda tam bir mutabakat sağlanamamıştır. Prasad v.d

gelişmekte olan ülkelerde yaşanan özellikle döviz tabanlı finansal krizlerin suçlusunun küreselleşme olduğunu savunmaktadır. Uluslararası yatırımcılar tasarruflarını maksimum kar elde edebilecekleri, ekonomik ve politik temelleri sağlam olmayan ülkelere yönlendirebilir ve bu ülkelerde spekülasyon ataklarda bulunarak yerel para biriminin istikrarsız olarak değer kaybetmesine ve bu sendromun aynı potada yer alan diğer ülkelere de bulaşmasına sebep olabilirler. Yapılan son araştırmalar gelişmekte olan bazı ülkelerin, finansal küreselleşmenin etkisiyle kolaylıkla dış borç bulabildiğini, fakat bu borçların sürdürülemez boyuta ulaştığını ve dış şokların etkisiyle ekonomik krizlerin sık sık yaşandığını göstermiştir (Prasad v.d, 2003).

Küreselleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, teknolojik transferler ve sermaye akımları gibi konulardaki gelişmelere paralel olarak, küreselleşme, ekonomik kalkınma için en önemli kavramlardan biri olarak kabul edilmektedir. Doğrudan sermaye girişleri biçiminde olan sermaye akımlarının büyümeyi olumlu etkilediği ancak borçlanma türünden olan dolaylı sermaye girişlerinin büyümeyi olumsuz etkileyebileceği, tartışılan ve üzerinde çokça ortak fikir birliği oluşmuş bir konudur (Sever v.d, 2010). Kandil v.d, 1989 -2012 dönemi verilerini kullanarak, gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 32 ülke için küreselleşmenin finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Elde edilen bulgulara göre, küreselleşmenin finansal gelişme ve büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğu, fakat eşzamanlılık olmadığı, finansal gelişmenin ise büyümeyi ve küreselleşmeyi pozitif etkilediği, panel eş-bütünleşme ve VAR yöntemini kullanılarak tespit edilmiştir (Kandil v.d, 2015).

Mishkin küreselleşmenin bir ekonomideki kurumsal yapıyı güçlendirerek finansal gelişme ve ekonomik büyümeye nasıl katkıda bulunduğunu araştırmıştır. Finansal liberalleşme politikası uygulayan bir ülkede, üretken yatırım projelerinin daha düşük maliyetli kredilerle desteklenebileceğini, serbest dış ticaretin yaygınlaşmasıyla reel sektörün performansını ve kalitesini artırabileceğini tespit etmiştir. Reel sektörün güçlendiği bir piyasada finansal kalkınmanın hızlanacağı ve kurumların da bu kalkınma hamlesine ayak uydurarak reformları harekete geçirme zorunluluğunu ifade etmiştir(Mishkin, 2009). Garcia kullandığı parametreler itibari ile kabul görmüş yaklaşımın aksine, küreselleşmenin Latin Amerika ülkeleri için finansal gelişmeyi olumsuz etkilediğini göstermiştir (Garcia, 2012). Falahaty ve Law PVAR ve FMOLS yöntemlerini kullanarak MENA ülkelerinin küreselleşme ve finansal gelişme arasındaki ilişkilerini 1991-2007 dönemi için incelemiştir. Analiz sonucunda, küreselleşmenin, finansal gelişmeyi ve ekonomik büyümeyi tetikleyen kurumsal kalite üzerinde bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. MENA ülkelerinin hükümet politikalarının, küreselleşmeden elde edilecek kazanımları artıran ekonomik reform ve politikaların tasarlanmasına dönük olması gerektiği vurgulanmıştır (Falahaty ve Law, 2012).

Law ve Demetriades dinamik panel veri analizi yöntemini kullanarak 43 gelişmekte olan ülkede, serbest dış ticaret ve yabancı sermaye akımının finansal gelişmeye katkısını 1980-2001 dönemi verilerini kullanarak araştırmışlardır. Serbest dış ticaretin, özellikle kurumsallaşmanın

nispeten oturduğu orta gelirli gelişmekte olan ülkelerde, finansal gelişmeye daha fazla katkıda bulunduğu tespit edilmiştir (Law ve Demetriades, 2006).

Baltagi vd. finansal özgürlük ve liberalleşme politikaları ile birlikte serbest dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasının, özellikle son yıllarda ülkeler arasındaki finansal gelişme farkının nedenini açıklamada etkili olup olmadığını araştırmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin verileri kullanılarak yapılan dinamik panel veri analizi sonuçlarına göre, serbest dış ticaret ve finansal özgürlük politikalarının, bankacılık sektörünün gelişimi için istatistikî olarak anlamlı ve pozitif etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Özellikle kapalı ekonomiye sahip ülkelerde, yabancı sermaye akımı veya serbest ticaret değişkenlerinden birinin olması durumunda da bankacılık sektörü gelişiminin olumlu etkilendiği, bu sonucun finansal gelişme için her iki değişkenin gerekliliğini şart koşan Rajan ve Zingales'in hipoteziyle çeliştiği vurgulanmıştır(Baltagi vd. ,2008: 14-15).

Ahn küreselleşmenin doğal sonucu olarak ortaya çıkan serbest sermaye akımının finansman işlemlerinde çeşitliliği ve karmaşıklığı artırdığını, bu durumun risk ölçümünü zorlaştırdığını vurgulamıştır. Araştırmacı, finansal gelişimini tamamlayamamış veya finansman açığı bulunan ülkelerde, küreselleşmenin etkisiyle, kontrol edilemeyen krizlerin yaşanabileceği gerçeğini ortaya koymuştur (Ahn, 2008: 310).

Sever v.d yaptıkları çalışmada 1985-2008 yılları arasındaki verileri kullanarak Brezilya, Güney Kore ve Türkiye örneğinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve krizlerin ekonomik büyüme sürecine etkilerini incelemiştir. İncelenen ülkelerde portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmaya dâhil olan her ülke için elde edilen bu ortak sonuca karşın, her ülkede farklı bir parametrenin daha baskın olduğu sonucu çıkmıştır (Sever v.d , 2010).

Akıncı v.d tarafından, iktisadi küreselleşme ile finansal özgürlükler arasındaki ilişki 1995-2012 döneminde gelişmiş, gelişmekte ve az gelişmiş ülkeler için panel veri analizi kullanılarak araştırılmıştır. Analiz sonuçları, finansal özgürlükler ile iktisadi küreselleşme arasında bir eş-bütünleşme ve nedensellik ilişkisi olduğunu, ülkelerin gelişmişlik seviyelerinin yükselmesine bağlı olarak iktisadi küreselleşme düzeyinin finansal özgürlükleri artıracağını ve yüksek küreselleşme olgusunun mali özgürlükleri daha hızlı bir boyutta harekete geçireceğini göstermiştir (Akıncı v.d, 2013).

Law v.d sekiz Doğu Asya ülkesinde ekonomik küreselleşmenin finansal gelişmedeki rolünü heterojen panel eş-bütünleşme testini kullanarak araştırmıştır. Analiz sonucunda ekonomik küreselleşme, kişi başına düşen milli gelir, kurumsallaşma ve finansal reformlar arasında uzun dönemli bir bütünleşmenin olduğu ortaya çıkmıştır. Granger nedensellik testi sonuçları, küreselleşmenin kurumsal kalite üzerinde belirgin bir nedensellik etkisinin olduğunu ve kurumsal reformların özellikle bankacılık sektörünün gelişimini kolaylaştırdığını ve desteklediğini göstermiştir.

Ayrıca, küreselleşmenin kurumsal kalite etkisi olmadan hisse senedi piyasası üzerinde de olumlu nedensellik etkisinin olduğu tespit edilmiştir (Law v.d, 2014).

Nasreen v.d 1989-2014 yılları arasındaki verileri kullanarak 23 Avrupa ülkesinden oluşan panelde küreselleşme indeksi, finansal gelişme, kişisel özgürlük ve politik haklardan oluşan kurumsallık indeksi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi hem VAR modeli hem de Granger nedensellik testi kullanarak kısa ve uzun dönem için araştırmıştır. Analiz sonuçları bu değişkenler arasında uzun dönemli ve güçlü etkileşimin olduğunu göstermektedir. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliğin olduğu, küreselleşmenin dış faktörlerin etkisiyle ekonomik büyümeyi hızlandırdığı, kurumsallaşmanın ekonomik etkinliği artırarak ekonomik büyümeyi tetiklediği yapılan analizin temel sonuçlarıdır. Ekonomik büyüme uzun vadede finansal gelişme, kurumsallaşma ve küreselleşmenin etkilerine tepki vererek bir dengeye ulaşmaktadır. Kısa vadeli analiz sonuçları ise çok net olmamakla birlikte, büyümenin bazı finansal gelişme değişkenlerine tepki verdiği tespit edilmiştir (Nasreen v.d, 2015).

Law v.d küreselleşme, kurumsal reformlar ve finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisini 1984-2008 yılları arasındaki verileri kullanarak Doğu Asya ülkeleri için Westerlund panel eş-bütünleşme testini kullanarak araştırmıştır. Bulgular her üç değişken arasında uzun soluklu bir güçlü ilişkinin olduğunu göstermiştir. Uzun vadede, küreselleşme sermaye piyasasının gelişimini doğrudan tetiklemekte, bankacılık sektörünün gelişimini de kurumsal reformlar vasıtasıyla dolaylı olarak olumlu etkilemektedir. Kısa vadeli analiz için kullanılan Granger nedensellik testi küreselleşmeden kurumsallaşmaya doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiş, buna mukabil finansal piyasa içinde yer alan kurumların da geliştiği tespit edilmiştir. Ampirik sonuçlar Mishkin'in, küreselleşmenin bankacılık ve sermaye piyasası temelli finansal sistem faaliyetlerini teşvik eden kurumsal sistem kalitesinin artırılmasının önemli bir faktör olduğu savını desteklemektedir (Law v.d, 2015).

Muye ve Muye küreselleşme, kurumsallaşma ve finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisini birkaç analiz tekniği kullanarak 1984-2013 dönemi için incelemiştir. Pedroni eş-bütünleşme testi, Kao ve Chiang tarafından geliştirilen DOLS ve FMOLS testleri, Peseran'ın PMG tekniği ve VECM nedensellik testlerinin uygulandığı çalışmada değişkenler arasında koentegrasyon olduğu kanıtlanmıştır. Granger nedensellik testine göre, BRICS ve MINT ülkelerinde küreselleşmeden kurumsallaşmaya bir nedensellik olduğu, kurumsallaşmadan da bankacılık temelli finansal gelişmeye doğru bir nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir. Küreselleşmeden, kurumsallaşma etkisi olmadan, sermaye piyasası temelli finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisinin de olduğu ortaya çıkmıştır. PMG, DOLS ve FMOLS testleri de çıkan bu sonuçları destekler tarzda sonuçlar vermiştir (Muye ve Muye, 2017).

Bu çalışmanın amacı, BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ve Türkiye'nin küreselleşme ile finansal gelişme düzeyi arasındaki ilişkinin panel veri analizi yöntemiyle

2002-2015 dönemi için incelenmesidir. Çalışmada, dönem itibariyle benzer ekonomik karakterlere sahip BRICS ülkeleri ile Türkiye'nin finansal gelişme parametrelerinin seyri ve pozitif ya da negatif olarak ayrıştığı noktaları tespit etmek de amaçlanmıştır. BRICS ülkelerinin incelenen dönem itibariyle yaşadıkları ekonomik krizlere karşın küresel ekonomide çok fazla adlarından söz ettirmeleri, özellikle iş, ticaret ve yatırım özgürlüğü hususunda önemli bir ivme kaydetmeleri, Türkiye'nin de içinde bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerinde itici bir güç olma çabaları, çalışmaya, bu ülkelerin dâhil edilme sebepleri olarak sayılabilir. Çalışma Kandil v.d tarafından yapılan makalenin Türkiye ve benzeri ekonomik karakterlere sahip BRICS ülkelerini kapsayan yükselen piyasa ekonomilerinin, farklı analiz teknikleri kullanılarak güncel veriler üzerinden uyarlanmış şeklidir (Kandil v.d, 2015).

## **2. VERİLER, EKONOMETRİK MODEL VE BULGULAR**

### **2.1. Veriler**

Çalışmada; BRICS ülkeleri ve Türkiye'ye ilişkin finansal gelişme ile küreselleşme indeksi arasında bir ilişki olup olmadığı, eğer varsa bu ilişkinin yönü ve derecesi (pozitif veya negatif) 2002-2015 dönemi için panel veri analizi yardımıyla araştırılmıştır. Finansal gelişmeyi gösteren değişkenler temel iki gruba ayrılmaktadır. Bunlar; para ve kredi büyüklüğüne ilişkin değişkenler ve sermaye piyasasına ilişkin değişkenlerdir. Dolayısıyla kullanılan değişkenler her iki gruptan belirlenmiştir. Parasal ve kredi büyüklüğüne ilişkin değişkenler ve tanımları şu şekildedir:

PC= Özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı

DCB= Bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı

M3=M2 para arzına (kâğıt para+ufaklık para+vadesiz mevduat+vadeli mevduat) ilaveten bankalardaki resmi mevduat ve merkez bankasındaki diğer mevduatları içeren en geniş para arzının milli gelire oranı

Sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyinden bahsedilirken çoğunlukla kastedilen hisse senedi piyasası olduğu için bu piyasaya ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Değişkenler ve tanımları şu şekildedir:

MC=Yurtiçi borsalarda işlem gören seçilmiş yerli firmaların piyasa değeri toplamının milli gelire oranı

ST= Yurtiçi borsalarda işlem gören yerli ve yabancı hisselerin işlem değerlerinin milli gelire oranı

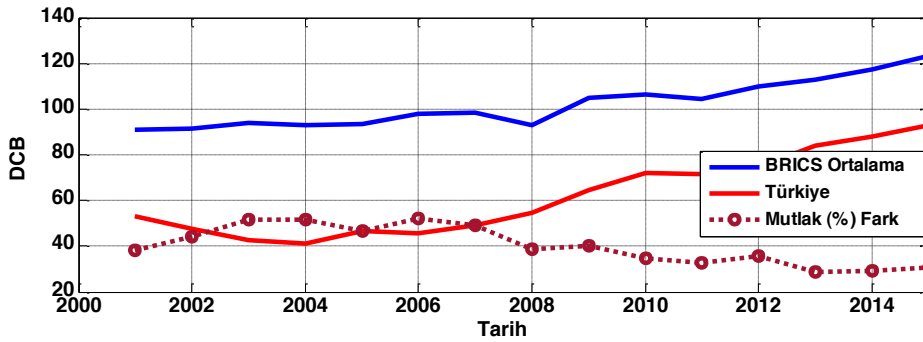
TR= Yurtiçi borsalarda alınıp satılan hisselerin işlem hacminin borsaya kayıtlı toplam hisse değerine (piyasa kapitalizasyonu) oranı

Diğer veri Zürih Enstitüsü tarafından hazırlanan "KOF Globalization Index" olarak isimlendirilen küreselleşme indeksidir (GI). Küreselleşme indeksi 0-100 arasında değişen bir skala

yardımıyla ölçülmektedir. Skalaya göre 100 indeks değerine yaklaşıldıkça küreselleşme düzeyi artmakta, sıfır indeks değerine yaklaşıldıkça küreselleşme düzeyi azalmaktadır. Küreselleşme indeksi politik, ekonomik ve sosyal boyutlu üç temel ölçüğe sahiptir. Bu ölçekler ticari açıklık, yabancı sermaye teşvikleri, ekonomik ve ticari bariyerler, internet kullanımı, kültürel paylaşım, uluslar arası turizm faaliyetleri, yabancı oturma izni, uluslararası organizasyonlara üyelik, yabancı ülke temsilcilikleri vb alt kategorileri içermektedir. İndeks, çalışmaya yıllar itibariyle rakamların birbirine çok yakın olması nedeniyle doğal logaritmaları alınarak dâhil edilmiş ve “LGI” olarak ifade edilmiştir.

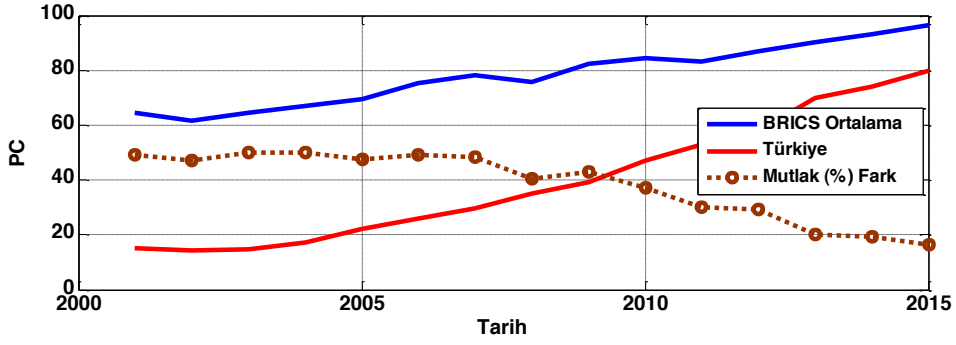
Analizlerde kullanılan finansal gelişme değişkenleri Dünya Bankası'nın veri bankası ve The Globaleconomy.com tarafından hazırlanan ve akademik çalışmalara sunulan açık kaynak verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır. Finansal gelişme değişkenlerinin BRICS ve Türkiye için karşılaştırmalı gelişim trendi grafiklerle incelenmiştir.

Şekil 1’de 1999-2015 dönemi boyunca “bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı” gösterilmektedir. Şekilde de görüldüğü gibi Türkiye ile BRICS ülkeleri arasında başlangıçtaki mutlak %50 olan fark giderek azalmış, 2015 yılı sonunda %30 değerine kadar düşmüştür. Bu durum bankacılık sektörü tarafından sağlanan yerel kredilerin Türkiye lehine arttığı anlamına gelmektedir.



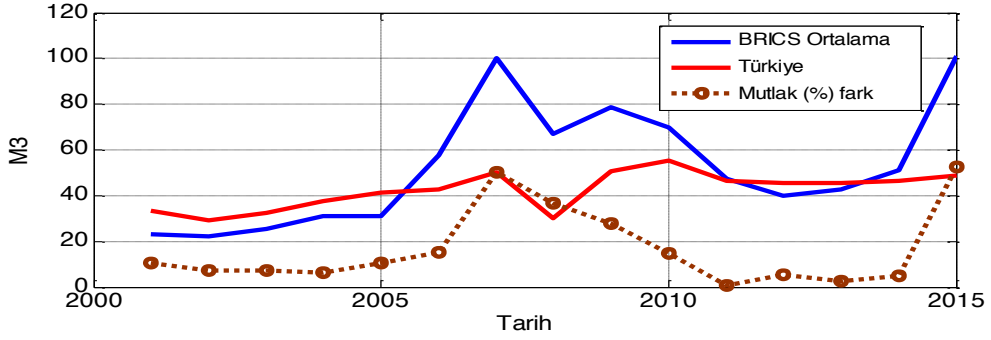
Şekil1. Bankacılık sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı

Özel sektör kredilerinin milli gelire oranını gösteren Şekil 2’de ise, 2001 yılı başında BRICS ülkeleri ile Türkiye arasındaki mutlak fark %50 civarında iken, bu gün için bu değer BRICS ülkelerinin ortalamasına yaklaşmış ve fark %15 civarına kadar inmiştir.



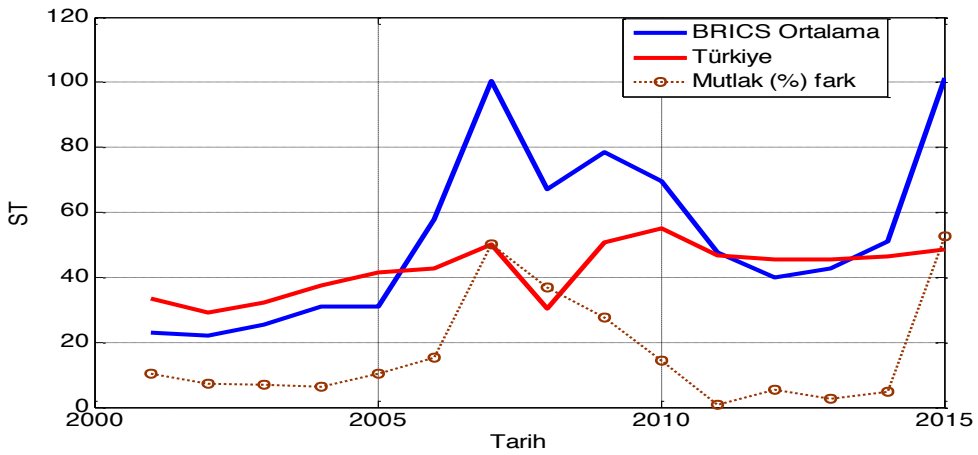
Şekil 2. Özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı

M3 para arzının milli gelire oranının seyrini gösteren Şekil 3'te Türkiye'nin, BRICS ülkelerinin ortalama değeri ile mukayese edildiğinde dalgalı bir seyir izlediği, son yıllar itibariyle mutlak farkın %40 civarında olduğu görülmektedir.



Şekil 3. M3 para arzının milli gelire oranı

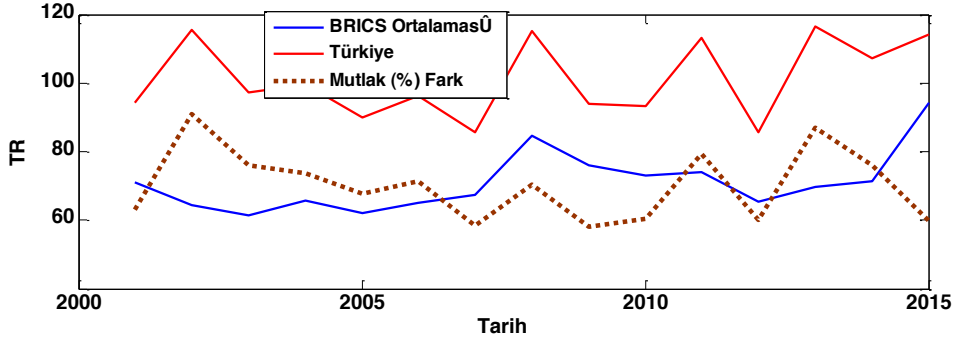
Şekil 4'de genellikle piyasanın likiditesini yansıtan bir ölçü olarak ta kullanılan hisselerin işlem değeri oranı karşılaştırıldığında, Türkiye 2011-2014 yılları arasında BRICS ülkelerini yakalamış olmakla birlikte 2015 yılı itibariyle ciddi bir ayrışma göstermektedir.



Şekil 4. Hisselerin işlem değerinin milli gelire oranı

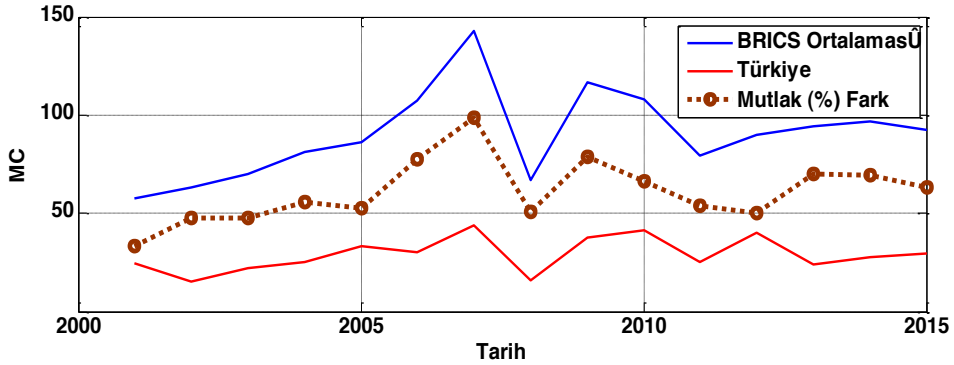


Şekil 5’de görüldüğü üzere sermaye piyasasının diğer bir likidite göstergesi olan hisselerin işlem hacmi (piyasa dönüş oranı) değeri sürekli bir dalgalanma göstermektedir. Türkiye’nin seyri BRICS ülkelerinin ortalama değerinin çok üzerindedir. Uzun dönem ortalamalarına bakıldığında Türkiye, BRICS ülkelerinden mutlak değer olarak % 60 daha yüksek piyasa dönüş oranına sahiptir.



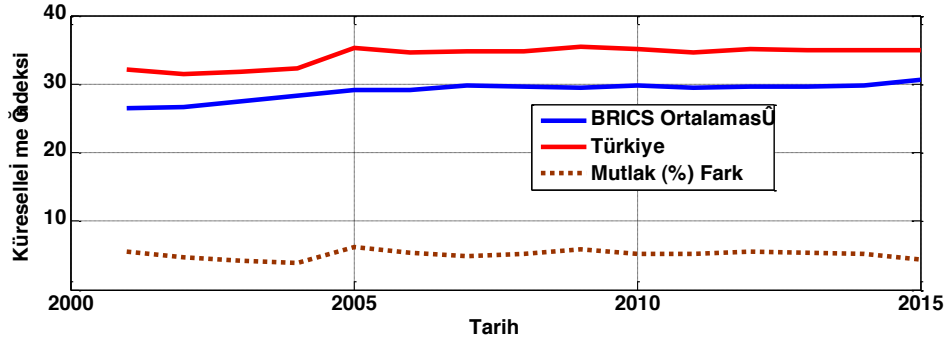
Şekil5. Hisselerin işlem hacminin toplam hisse değerine (piyasa dönüş oranı) oranı

Hisse senedi piyasalarını temsil eden parametreler içinde yer alan “borsa kapitalizasyon oranı” Türkiye ve BRICS ülkeleri için karşılaştırıldığında, 2001-2015 dönemi boyunca Türkiye’nin, BRICS ortalamasının çok altında olduğu, hatta uzun dönem ortalamalarına bakıldığında mutlak değer olarak bu farkın %50’nin altına düşmediği Şekil 6’da görülmektedir.



Şekil 6. Hisselerin piyasa değerinin milli gelire oranı

Şekil 7’de 2001-2015 dönemi için BRICS ülkeleri küreselleşme indeksi ile Türkiye’nin küreselleşme indeksi birlikte verilmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere Türkiye’nin küreselleşme indeksi, BRICS ülkeleri uzun dönem ortalamasının kabaca %10 üzerinde bir değere sahiptir.



Şekil 7. Küreselleşme indeksi

## 2.2. Ekonometrik Model ve Bulgular

Ekonometrik çalışmalarda üç tür veri kullanılmaktadır. Bunlar; zaman serisi verileri, kesit verileri, zaman serisi ve kesit verilerinin birleşmesinden oluşan karma verilerdir. Eğer aynı kesit birimi (birey, ülke, işletme) zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri adı verilir (Çemrek ve Burhan 2014: 50). Bu yöntemin zaman serisi ve yatay kesit analizi yöntemlerine göre en önemli avantajı; zaman serisi yönteminde tek bir ülke veya ülkeler grubu analiz edilebilmekteyken, panel veri yönteminde çok sayıda ülke bir arada incelenebilmektedir (Saygılı v.d., 2006: 90). Öte yandan, çapraz kesit yönteminde ülkeler arasındaki yapı farklılıkları kontrol edilemez, ancak panel veri yöntemi ile bu sorun giderilebilmektedir (Gülmez ve Yardımcıoğlu, 2012:341). Panel veri regresyon modeli Denklem (1) ile ifade edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + e_{it} \quad (1)$$

$i=1,2,\dots,N$  ve  $t=1,2,\dots,T$  olmak üzere burada  $N$  birimleri,  $t$  ise zamanı göstermektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37).

Çalışmada serilerin durağanlığı panel veri modellerinde yaygın olarak kullanılan Levin, Lin ve Chu (LLC) ve Im, Pesaran ve Shin (IPS) tarafından geliştirilen panel birim kök testleri ile tespit edilmiştir. Paneldeki her bir ülke aynı özelliklere sahip olmayabilir. Levin, Lin ve Chu (LLC) testinde ortak birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmekte iken, Im, Pesaran ve Shin (IPS) testinde bireysel birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmektedir (Korkmaz vd. 2010:100). Tablo 1 ve Tablo 2'de LLC ve IPS testleri kullanılarak sabitli (intercept), sabitli ve eğilim (intercept & trend) durağanlık test sonuçları verilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde; bazı değişkenlerin düzey seviyelerinde, bazısının ise 1.fark seviyesinde durağan olduğu görülmektedir. Her iki tabloda yer alan değerler dikkate alındığında değişkenlerin tümünün 1.dereceden farkının alınarak durağanlaştırılması, yani  $I(1)$  seviyesinde analize dâhil edilmesi uygun bulunmuştur.

Tablo 1. Sabitli (Intercept) Birim Kök Test Sonuçları

	LLC $t$ İstatistiği	IPS $W$ İstatistiği
--	---------------------	---------------------

Değişken	Düzye Değerleri	Birinci Farkları	Düzye Değerleri	Birinci Farkları
DCB	1.865(0.969)	-5.917(0.000)*	3.663(0.999)	-4.121(0.000)*
PC	-1.351(0.912)	-6.022(0.000)*	-2.523(0.994)	-4.529(0.000)*
M3	-0.655(0.092)***	-6.074(0.000)*	-0.655(0.256)	-6.880(0.000)*
MC	-6.079(0.000)*		-3.962(0.000)*	
ST	-1.097(0.136)	-7.962(0.000)*	-0.260(0.397)	-5.161(0.000)*
TR	-2.749(0.003)*	-8.881(0.000)*	-1.857(0.031)**	-6.954(0.000)*
LGI	-3.998(0.000)*		-2.675(0.003)*	

Not: \*, \*\* ve \*\*\* % 1, % 5 ve % 10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu belirlenmesinde SIC ölçütü dikkate alınmış, Bartlett ve Newey-West bant genişliği ölçütlerinden yararlanılmıştır.

Tablo 2. Sabitli ve eğilimli (intercept&trend) birim kök test sonuçları

Değişken	LLC <i>t</i> İstatistiği		IPS <i>W</i> İstatistiği	
	Düzye Değerleri	Birinci Farkları	Düzye Değerleri	Birinci Farkları
DCB	-2.417((0.008)*	-6.692(0.000)*	0.208(0.582)	-3.468(0.000)*
PC	-2.633(0.004)*	-6.354(0.000)*	-0.271(0.393)	-3.493(0.000)*
M3	-2.730(0.003)*	-6.729(0.000)*	-2.276(0.011)**	-5.032(0.000)*
MC	-4.599(0.000)*	-8.985(0.000)*	-1.145(0.126)	-6.838(0.000)*
ST	-0.956(0.169)	-6.760(0.000)*	0.603(0.727)	-3.588(0.000)*
TR	-4.069(0.000)*	-6.532(0.000)*	-3.174(0.000)*	-5.223(0.000)*
LGI	-2.045(0.020)**	-6.809(0.000)*	-0.640(0.261)	-4.557(0.000)*

Not: \*, \*\* ve \*\*\* % 1, % 5 ve % 10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu belirlenmesinde SIC ölçütü dikkate alınmış, Bartlett ve Newey-West bant genişliği ölçütlerinden yararlanılmıştır.

Panel veri analizlerinde uzun dönemde karşılıklı bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmek amacıyla Pedroni, Kao ve Johansen Fisher eş-bütünleşme testlerinden yararlanılmaktadır. Pedroni, heterojen yatay kesitler için seriler arasındaki eş-bütünleşmenin varlığını test etmeye yönelik bir panel eş-bütünleşme testidir. Testin boş hipotezi “seriler arasında eş-bütünleşme yok” şeklindedir (Göçer, 2013:130). Pedroni eş-bütünleşme testi, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımı altında, 7 farklı test ile panel verilerinin eş-bütünleşik olup olmadığının sınanmasında kullanılır. Bu 7 farklı testin 4 tanesi, grup içi (within-dimension) tahmincisini; 3 tanesi ise, gruplar arası (between-dimension) tahmincisini kullanarak tahminde bulunmaktadır (Hepaktan ve Çınar 2011: 145). Pedroni eşbütünleşme analizi Denklem (2) ile ifade edilebilir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta_i t_i + \beta_i X_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Burada  $\alpha_i$  ve  $\delta_i$  parametreleri yatay kesitlere ait bireysel ve eğilim etkilerini,  $X$  ve  $Y$  birinci farklarında durağanlaşan değişkenleri,  $e_{it}$  ise hata terimini ifade etmektedir.

Tablo 3 Pedroni eş-bütünleşme test sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre değişkenler arasında eş-bütünleşmenin olduğu, dolayısıyla boş hipotez olan “seriler arasında eş-bütünleşme yoktur” reddedilmiştir. Pedroni testinde kullanılan 7 istatistikten çoğunluğunun anlamlı çıktığı Tablo 3 incelendiğinde açıkça görülmektedir.

**Tablo 3. Pedroni eş-bütünleşme test sonuçları**

Test	ΔLGI-ΔDCB		ΔLGI-ΔPC		ΔLGI-ΔM3	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
Panel $\nu$	1.062003	0.1441	4.161668*	0.0000	0.161264	0.4359
Panelrho	-2.362724*	0.0091	-3.372010*	0.0004	-3.990095*	0.0000
Panel $PP$	-4.886424*	0.0000	-3.433657*	0.0003	-9.087008*	0.0000
Panel $ADF$	-4.726363*	0.0000	-3.542362*	0.0002	-6.183967*	0.0000
Gruprho	-0.484384	0.3141	-2.149501**	0.0158	-1.588831***	0.0560
Grup $PP$	-4.631441*	0.0000	-9.440319*	0.0000	-7.431692*	0.0000
Grup $ADF$	-3.302702*	0.0005	-6.335933*	0.0000	-5.687219*	0.0000
Test	ΔLGI-ΔMC		ΔLGI-ΔST		ΔLGI-ΔTR	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
Panel $\nu$	-1.212173	0.8873	1.269031	0.1022	3.294228*	0.0005
Panelrho	-4.230370*	0.0000	-4.212848*	0.0000	-4.230276*	0.0000
Panel $PP$	-16.05684*	0.0000	-6.641455*	0.0000	-5.908960*	0.0000
Panel $ADF$	-8.928534*	0.0000	-6.563919*	0.0000	-5.863207*	0.0000
Gruprho	-3.114818*	0.0009	-2.050276**	0.0202	-1.928803**	0.0269
Grup $PP$	-22.12715*	0.0000	-7.562545*	0.0000	-10.39152*	0.0000
Grup $ADF$	-10.92599*	0.0000	-6.591252*	0.0000	-6.642050*	0.0000

**Not:**Δ terimi, değişkenin 1.dereceden farkı\*, \*\* ve \*\*\* % 1, % 5 ve % 10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu belirlenmesinde SIC ölçütü dikkate alınmış, Bartlett ve Newey-West bant genişliği kıstaslarından yararlanılmıştır.

Diğer bir eş-bütünleşme testi olan Kao eş-bütünleşme testi, Schwarz ölçütü ve uzun dönem varyansı bulmaya dönük olarak Newey-West tahmincileri kullanılarak tahmin edilmektedir. Kao eş-bütünleşme testi Denklem (3) ile ifade edilebilir (Akıncı vd. 2014: 63).

$$y_{it} = \chi_{it}'\beta + Z_{it}'\gamma + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Bu denklem ifade edilirken  $y_{it}$  ve  $\chi_{it}$ ,  $I(1)$  seviyesinde durağandır ve eş-bütünleşik bir ilişkinin gerçekleşmediği varsayılmaktadır.

Kao eş-bütünleşme testi panel veriye uygulanmış ve analiz sonuçları Tablo 4'de sunulmuştur. Test sonuçlarına göre MC ve M3 değişkenleri hariç, diğer değişkenler için boş hipotez olan “seriler

arasında eş-bütünleşme ilişkisi yoktur” reddedilmiş, alternatif hipotez olan “seriler arasında eş-bütünleşme ilişkisi vardır” kabul edilmiştir.

**Tablo 4. Kao eş-bütünleşme test sonuçları**

Test	$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{DCB}$		$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{PC}$		$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{M3}$	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
<i>Kao-ADF</i>	-3.298987*	0.0005	-3.214277*	0.0007	<b>0.108131</b>	0.4569
Test	$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{MC}$		$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{ST}$		$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{TR}$	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
<i>Kao-ADF</i>	<b>-0.512424</b>	0.3042	-5.254448*	0.0000	-5.278647*	0.0000

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir. Eş-bütünleşme testinde Barlett-Kernel metodu kullanılmış ve bant genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

Üçüncü test olan Fisher eş-bütünleşme testi klasik Johansen eş-bütünleşme testini temel almakta olup, her bir ülkeye teker teker uygulanan klasik Johansen eş-bütünleşme testinin iz(trace) ve/veya maksimum istatistiklerinin olasılık değerlerinin toplulaştırılması ile elde edilmektedir. Fisher eş-bütünleşme testi Denklem (4) kullanılarak hesaplanmaktadır. (Büberkökü, 2014:123).

$$-2 \sum_{i=1}^N \log(\Pi_i) \rightarrow \chi^2_{2N} \quad (4)$$

Bu denklemde  $\chi^2$  değeri MacKinnon –Haug-Micheils olasılık değerlerine göre hesaplanan değerleri göstermektedir.

Kao eş-bütünleşme testi sonuçlarına göre boş hipotezin reddedilemediği MC ve M3 değişkenleri için yapılan Fisher eş-bütünleşme testinin sonuçları Tablo 5’te görülmektedir. Test sonuçlarına göre her iki değişken için de eş-bütünleşme olduğu açıkça görülmektedir.

**Tablo 5. Fisher eş-bütünleşme test sonuçları**

Test	$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{MC}$		$\Delta\text{LGI}-\Delta\text{M3}$	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
Yok (İz testi)	71.66*	0.0000	82.17*	0.0000
En çok 1(İz Testi)	53.97*	0.0000	53.61*	0.0000
Yok(Max.özdeğer testi)	47.25*	0.0000	59.88*	0.0000
En çok 1(Max.özdeğer testi)	53.97*	0.0000	53.61*	0.0000

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Eş-bütünleşme testi sonucunda eğer uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu tespit edilirse, nedensellik analizinin hata düzeltme modeliyle (VECM) yapılması uygundur. İki değişken arasında sebep sonuç ilişkisini gösteren 5 ve 6 numaralı denklemler şu şekilde ifade edilebilir (Akıncı vd. 2014: 68):

$$Y_{it} = \sum_{i=1}^n \alpha_{it} Y_{i,t-k} + \sum_{i=1}^n \beta_{it} X_{i,t-k} + EC_{it-1} + U_{1it} \quad (5)$$

$$X_{it} = \sum_{i=1}^n \alpha_{it} X_{i,t-k} + \sum_{i=1}^n \beta_{it} Y_{i,t-k} + EC_{it-1} + U_{2it} \quad (6)$$

Bu ifadelerde  $U_{1it}$  ve  $U_{2it}$  terimlerinin ilişkisiz olduğu varsayımından hareket edilmiştir. EC, değişkenler arasında eş-bütünleşme ilişkisinden kaynaklanan hata kalıntıları göstermektedir.

Tablo 6 VECM modeli yardımıyla değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini göstermektedir. Tablo incelendiğinde finansal değişkenlerle küreselleşme indeksi arasında en azından tek yönlü bir nedensellik ve sonuç ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Küreselleşme indeksi (LGI) ile bankacılık sektörü tarafından verilen yurtiçi krediler (DCB) ve özel sektörün kullandığı toplam krediler (PC) arasında çift yönlü ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo 6.VECM nedensellik testi sonuçları**

Değişkenler	Nedenselliğin Yönü	p-değeri	ECT
$\Delta DCB - \Delta LGI$	→	0.000*	-0.746
$\Delta LGI - \Delta DCB$	→	0.086***	-0.162
$\Delta M3 - \Delta LGI$	-	0.954	0.001
$\Delta LGI - \Delta M3$	→	0.000*	-2.725
$\Delta MC - \Delta LGI$	-	0.161	-0.236
$\Delta LGI - \Delta MC$	→	0.000*	-2.065
$\Delta PC - \Delta LGI$	→	0.000*	-0.796
$\Delta LGI - \Delta PC$	→	0.049**	-0.022
$\Delta ST - \Delta LGI$	-	0.000*	-1.021
$\Delta LGI - \Delta ST$	→	0.073***	-0.518
$\Delta TR - \Delta LGI$	→	0.000*	-0.973
$\Delta LGI - \Delta TR$	-	0.357	-0.078

**Not:**  $\Delta$  terimi, değişkenin 1.dereceden farkını göstermektedir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri ilgili istatistik değerlerinin sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduklarını yansıtmaktadır. ECT eş-bütünleşme denkleminde elde edilen hata düzeltme terimi katsayısını ifade etmektedir.

Panel veri analizi içeren çalışmalarda birimlere veya birim ve zamana göre oluşan farklılıklardan kaynaklanan değişimler “sabit etkili model” veya “rassal etkili model” kullanılarak

incelenebilir. İki model arasında seçim yapabilmek için Hausman test istatistiği kullanılmaktadır (Helhel 2016: 504). Hausman testinde hipotezler şu şekilde kurulmaktadır:

$$H_0 = \text{Rassal etkiler vardır}$$

$$H_1 = \text{Rassal etkiler yoktur}$$

Sıfır hipotezi rassal etkiler modelinin var olduğu biçiminde kurulmuş olup, Hausman testi sonucunda, eğer ki-kare değerinin olasılığı %1'den küçük ise sabit etkiler modelinin geçerli olduğu sonucuna varılmaktadır (Çetin, 2013: 43). Çalışmamızda küreselleşme indeksi bağımlı değişken olarak varsayıldığında gerçekleştirilen Hausman testinin sonuçları Tablo 7'de görülmektedir. Tablo 7 incelendiğinde "rassal etkiler vardır"  $H_0$  hipotezinin % 1 anlamlılık düzeyinde kabul edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmış ve panel regresyon analizinde rassal etkili model tahmin edilmiştir.

**Tablo 7: Hausman test istatistiği (bağımlı değişken  $\Delta LGI$ )**

Bağımlı Değişken	$\Delta LGI$
Ki-kare Değeri	2.401
Olasılık Değeri	0.3011

Tablo 8 rassal etkili model sonuçlarını göstermektedir. Finansal gelişme düzeyini belirleyen değişkenlerden özel sektöre verilen krediler (PC), borsada işlem gören hisse senetlerinin işlem değeri (ST) ve toplam işlem hacimleri (TR) küreselleşmeyi pozitif ve istatistikî olarak anlamlı etkilemektedir. Analiz sonuçları ST değişkeni hariç, VECM nedensellik testinin sonuçlarıyla örtüşmektedir. Ülke yönetimleri reel sektörün üretim kapasitesini arttırmaya dönük olarak kredilere ulaşımı kolaylaştırma ve sermaye piyasasını güçlendirip birikimleri yatırıma aktarma konusunda ne derece başarılı olurlarsa, küresel sisteme uyum sağlama süreci o derece başarılı olacaktır.

**Tablo 8. Rassal etkili model sonuçları**

	Bağımlı Değişken		
	$\Delta LGI$		
	Katsayı	t-istatistiği	Olasılık değeri
C	0.145	3.8529	0.000
$\Delta DCB$	0.0931	1.2580	0.212
$\Delta PC$	0.0358	-3.1629*	0.002
$\Delta M3$	-0.0199	-0.6278	0.532
$\Delta MC$	-0.0221	-1.5068	0.135
$\Delta ST$	0.0529	4.6621*	0.000
$\Delta TR$	0.0318	3.5557*	0.000
$R^2=0.671$	F-stat=7.345	F-prob=0.000	DW=2.231

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Küreselleşme indeksinin bağımsız değişken olması halinde yapılan Hausman testi sonuçları Tablo 9’da görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen %1’in üzerindeki olasılık değerleri  $H_0$  hipotezinin reddedilemeyeceğini, yani rassal etkili modelin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu nedenle tüm finansal değişkenler için rassal etkili model oluşturulmuştur.

**Tablo 9.Hausman test istatistiği (bağımsız değişken  $\Delta LGI$ )**

	Bağımsız Değişken	
	$\Delta LGI$	
	Ki-kare Değeri	Olasılık değeri
$\Delta DCB$	0.6704	0.413
$\Delta PC$	0.000	0.990
$\Delta M3$	0.253	0.615
$\Delta MC$	0.050	0.821
$\Delta ST$	1.160	0.281
$\Delta TR$	0.738	0.390

Tablo 10’daki sonuçlara göre küreselleşme özel sektörün dış finansman erişimine yardımcı olduğundan, özel sektör kredileri (PC) değişkeni ile istatistikî olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Küreselleşmeyle birlikte, artan yabancı sermaye girişi ve uluslararası ekonomik bütünleşme, borsalar arası koordinasyonu artırmış ve sermaye piyasasının önemli iki değişkeni olan, işlem gören hisselerin değeri (ST) ve işlem hacmini (TR) istatistikî olarak anlamlı etkilemiştir. Tüm sonuçlara bakıldığında; küreselleşmenin finansal özgürlükleri artırarak, reel sektörün kredi kaynaklarına erişimi ve sermaye piyasasının derinlik kazanması konularında katkıda bulunduğu görülmektedir. İlaveten, çalışmaya dâhil ülke grubunun kendi çapında küreselleşme düzeyine yaptığı katkılar nispetinde, küreselleşme düzeyinin de finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunduğu söylenebilir. Fakat küreselleşme düzeyiyle finansal gelişme arasındaki etkileşim, modelde yer alan diğer finansal değişkenler olan bankacılık sektörünün özel sektöre kullandığı yurtiçi krediler (DCB), M3 para arzı ve borsa kapitalizasyonu (MC) için bulunamamıştır.



**Tablo 10.Rassal etkili model sonuçları (bağımsız değişken LNGI)**

	Bağımsız Değişken			$R^2$	F-Stat	Prob (F-Stat)	D-W
	ΔLGI						
	Katsayı	t-istatistiği	Olasılık değeri				
C	-0.6205	-1.0187	0.311				
ΔDCB	0.3134	1.0427	0.2103	0.6711	31.833	0.000	1.771
ΔPC	0.652	-3.1111*	0.0026	0.6746	32.342	0.000	1.573
ΔM3	-0.2616	-0.3349	0.7385	0.6205	32.059	0.011	2.739
ΔMC	-0.4061	-0.3179	0.7514	0.6550	13.811	0.000	2.891
ΔST	0.3181	2.2151*	0.0297	0.6650	30.984	0.000	2.322
ΔTR	0.0873	4.022*	0.000	0.6470	8.314	0.000	2.230

Not: \* %1 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

### 3. YORUM VE ÖNERİLER

Finansal gelişme düzeyi ile küreselleşme indeksi arasındaki ilişki, yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan BRICS ülkeleri ve Türkiye için 2002-2015 dönemi verileri ele alınarak panel eş-bütünleşme testi, hata düzeltme modeli (VECM) ve Hausman testi yöntemiyle belirlenen rassal test istatistiği kullanılarak incelenmiştir. Oluşturulan modele istinaden ulaşılan bulgular kısaca şu şekilde özetlenebilir:

- i. Küreselleşme indeksi ile kredi büyüklüğü ve sermaye piyasası değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır (eş-bütünleşme). Law v.d ile Muye ve Muye'de yaptıkları çalışmalarda finansal gelişme ve küreselleşme arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğunu tespit etmişlerdir (Law v.d, 2014; Law v.d, 2015; Muye ve Muye, 2017). Kandil vd. söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur (Kandil vd., 2015).
- ii. VECM nedensellik testi sonuçlarına göre; finansal değişkenler ve küreselleşme indeksi (LGI) arasında en azından tek yönlü bir nedensellik ve sonuç ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir.
- iii. Küreselleşme indeksi (LGI) ile bankacılık sektörü tarafından verilen yurtiçi krediler (DCB) ve özel sektörün kullandığı toplam krediler (PC) arasında çift yönlü ilişkinin olduğu VECM nedensellik testi sonucu tespit edilmiştir. Nasreen v.d benzer şekilde küreselleşme ve yurtiçi krediler (DCB) arasında çift yönlü ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır (Nasreen v.d, 2015). Bu sonuç Mishkin'in savını desteklemekte, fakat literatürde yer alan diğer çalışmaların sonuçlarıyla bire bir örtüşmemektedir. Law v.d ile Muye ve Muye küreselleşmeden banka temelli finansal gelişim parametrelerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir (Law v.d, 2014; Law v.d, 2015; Muye ve Muye, 2017). Kandil v.d ise

- küreselleşmenin özellikle yurtiçi kredilere(DCB) negatif yönde nedensellik teşkil ettiğini kanıtlamıştır (Kandil v.d, 2015).
- iv. Küreselleşme indeksinden(LGI), banka büyüklüğü değişkenlerinden para arzına (M3), sermaye piyasası değişkenlerinden borsa kapitalizasyon oranı (MC) ve borsada alınıp satılan hisselerin işlem değerlerine (ST) doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu sonuç değerlendirilirse; özellikle sermaye piyasası temelli parametrelerin küreselleşmeden biraz daha fazla etkilendiğini söylemek yanlış olmaz.
  - v. Borsalarda alınıp satılan hisselerin işlem hacminden (TR) küreselleşme indeksine (LGI) doğru tek yönlü ilişki söz konusudur. Nasreen vd.'nin analiz sonucuyla örtüşmektedir (Nasreen vd., 2015) .
  - vi. Bağımlı değişken olarak küreselleşme indeksi (LGI) alındığında; finansal gelişme düzeyini belirleyen değişkenlerden özel sektöre verilen krediler (PC), borsada işlem gören hisse senetlerinin işlem değeri (ST) ve toplam işlem hacimleri(TR) küreselleşmeyi pozitif ve istatistikî olarak anlamlı etkilemektedir. Rassal etkili model uygulanarak ulaşılan bulgular hisse senetlerinin işlem değeri (ST) hariç, diğer iki değişken için VECM nedensellik testi sonuçlarıyla örtüşmektedir. Kandil v.d finansal gelişme parametrelerinden özellikle sermaye piyasası değişkenlerinin küreselleşmeyi etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Nasreen benzer bir sonuç olarak hisse senetlerinin işlem değerinden(ST) küreselleşmeye, farklı olarak ta borsa kapitalizasyon oranından (MC) küreselleşmeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermiştir (Kandil v.d, 2015).
  - vii. Küreselleşme indeksi (LGI) bağımsız değişken olarak ele alınarak oluşturulan rassal etkili model bulgularına göre; özel sektöre verilen krediler (PC), borsada işlem gören hisse senetlerinin işlem değeri (ST) ve toplam işlem hacimleri(TR) küreselleşmeden pozitif ve istatistikî olarak anlamlı etkilenmektedir. Bulgular toplam işlem hacmi değişkeni (TR) hariç, diğer iki değişken için VECM nedensellik testi sonuçlarıyla örtüşmektedir.
  - viii. Rassal etkili model sonucu ortaya çıkan özel sektöre verilen krediler (PC) ile küreselleşme indeksi (LGI) arasındaki çift yönlü ilişki VECM nedensellik testi sonucu ile örtüşmektedir.

Çalışmadan elde edilen bulgulara istinaden bir değerlendirme yapıldığında; küreselleşme düzeyinin finansal gelişmeyi, üç değişkenle sınırlı olmak üzere pozitif ve istatistikî olarak anlamlı etkilediği ortaya çıkmıştır. Özellikle bankacılık sektörünü ilgilendiren değişkenlerden ziyade, hisse senedi piyasasının daha çok etkilendiği söylenebilir. Law v.d ile Muye ve Muye küreselleşmenin sermaye temelli piyasa değişkenlerini doğrudan, bankacılık temelli piyasa değişkenlerini de dolaylı (kurumsal reformlar aracılığıyla) etkilediğini uyguladıkları analizlerle kanıtlamışlardır (Law v.d, 2014; Law v.d, 2015; Muye ve Muye, 2017). Sonuç itibarıyla, dünya ile bütünleşmenin finansal piyasaların en önemli işlevi olarak kabul edilen kredilendirme sürecine ve kredi sağlayan kurumların gelişimine pek bir katkısı bulunmamaktadır. Sadece özel sektöre sağlanan finansal özgürlükle kredi kaynaklarına ulaşımın kolaylaşması ve küreselleşmenin de karşılıklı olarak dışa açık politikaları

destekleyerek özel sektörün ulaşabileceği finansal kaynaklara daha rahat ulaşabilme imkânı sunması ampirik olarak ispatlanmıştır. Sermaye piyasası değişkenlerinden borsada işlem gören hisse senetlerinin işlem değeri (ST) ve toplam işlem hacminin (TR) küreselleşme indeksi (LGI) ile çift yönlü ilişkisi, finansal liberalleşme ve serbestleşme politikasının küresel bütünleşmeye ciddi bir ivme kazandırdığını, yüksek küreselleşme olgusunun da hisse senedi piyasasını daha aktif hale getirdiği gerçeğini kanıtlamaktadır. Bu durum çalışmaya dâhil olan ülkeler grubunda, küresel bütünleşme etkisiyle birlikte daha kırılğan bir ortamın oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Ülkelerin uluslararası piyasalarla bütünleşme sürecinin daha başarılı olabilmesi için kurumların güçlendirilmesi ve hisse senedi piyasalarına yapılan yatırımların büyüme odaklı üretim ve sanayileşme politikalarına dönüştürülmesi gerekmektedir.

#### **KAYNAKÇA**

- Agènor Pierre-Richard (2003), “Does Globalization Hurt the Poor?”, World Bank, Policy Research Working Papers, Mimeo, Washington, Sayı.2004/1, (1-31).
- Ahn, Byung Chan (2008), “Capital Flows and Effects on Financial Markets in Korea: Developments and Policy Responses”, BIS Papers, Sayı.44, (305-320).
- Akıncı, Gönül Yüce - Akıncı, Merter - Yılmaz, Ömer (2014), “Finansal Kalkınma Sürecinin Ar-Ge Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Schumpeter Haklı mıydı?”, Maliye Dergisi, Sayı.166, (56-74).
- Akıncı, Gönül Yüce - Akıncı, Merter - Yılmaz, Ömer (2013), “İktisadi Küreselleşme ve Finansal Özgürlükler Arasındaki İlişki: Bir Panel Veri Analizi”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt.3,Sayı. 9,(80-99).
- Baldwin, Richard - Forslid, Rikard (1996), “Trade Liberalization and Endogenous Growth: Aq-Theory Approach”, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Sayı. 5549, (1-29).
- Baltagi, Badi- Demitriades, Panicos - Law, Siong Hook (2007). “Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data”, Syracuse University, Centre for Policy Research, NewYork, (1-31).
- Büberkökü, Ömer (2014), “Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Uluslararası Satın Alma Gücü Paritesi: Panel Koentegrasyon Testlerinden Kanıtlar”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt.8, Sayı.1, (117-139).
- Çemrek, Fatih - Burhan, Emine (2014), ”Petrol Tüketiminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi: Avrupa Birliği Ülkeleri Ve Türkiye Örneği”, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt.6, Sayı.3, (47-58).

- Çetin, Rahmi (2013), "Ekonomik Özgürlüğün Gelir Düzeyi Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi Yöntemiyle İncelenmesi", Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt.8, Sayı.2, (37-47).
- Falahaty, Manizheh – Law, Siong Hook (2012), "The Effects of Globalization on Financial Development in The MENA Region", Transition Studies Review, Cilt.19, Sayı.2, (205-223).
- García, Edgar Demetrio Tovar (2012), "Financial Globalization and Financial Development in Transition Countries", Cuadernos de Economía, Cilt.31, Sayı.57, (155-178).
- Göçer, İsmet (2013), "Teknolojik İlerlemenin Belirleyicileri: NIC Ülkeleri İçin Panel Eşbütünleşme ve Panel Nedensellik Analizleri", Maliye Finans Yazıları, Sayı.100, (116-141).
- Gülmez, Ahmet - Yardımcıoğlu, Fatih (2012), "OECD Ülkelerinde Ar-Ge Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Eşbütünleşme ve Panel Nedensellik Analizi (1990-2010)", Maliye Dergisi, Sayı.163, (335-353).
- Helhel Yeşim (2014), "Evaluating the Performance of the Commercial Banks in Georgia", Research Journal of Finance and Accounting, Cilt.5, Sayı.22, (146-162).
- Helhel, Yeşim (2016), "E7 Ülkelerinde Finansal Gelişmenin Ar-Ge Faaliyetleri Üzerindeki Etkisi ", İşletme Araştırmaları Dergisi, Cilt.8, Sayı.1, (500-517).
- Hepaktan, Erdem - Çınar, Serkan (2011), "OECD Ülkeleri Vergi Sistemi Esnekliğinin Panel Eşbütünleşme Testleri İle Analizi", Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt.4, Sayı.2, (133-153).
- Kandil, Magda – Shahbaz, Muhammad – Nasreen, Samia (2015), "The Interaction Between Globalization and Financial Development: New Evidence from Panel Co-integration and Causality Analysis", EmpirEcon, Sayı.49, (1317–1339).
- Kıran, Burcu (2007), "Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi", Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt. XXII, Sayı.1, (269-283).
- Korkmaz, Turhan - Yıldız, Berk - Gökbulut, İlker (2010), "FVFM'nin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki Geçerliliğinin Panel Veri Analizi ile Test Edilmesi", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt.39, Sayı.1, (95-105).
- Law, Siong\_Hook - Demetriades, Panikos (2006), "Openness, Institutions and Financial Development", World Economy Finance Research Programme, Birkbeck, University of London, Malet Street, London, WC1E7HX.
- Law, Siong Hook – Azman, Saini, - Tan, Hui Bon (2014), "Economic Globalization and Financial Development in East Asia: A Panel Co-integration and Causality Analysis", Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.50, Sayı.1, (210-225).
- Law, Siong Hook - Tan, Hui Bon - Azman-Saini, (2015), "Globalization, Institutional Reforms and Financial Development in East Asian Economies", The World Economy, doi:10.1111/twec.12168 , (379-398).

- Mishkin, Frederic (2009), “Globalization and Financial Development”, *Journal of Development Economics*, Cilt. 89, Sayı.2, (164-169).
- Muye, İbrahim Muhammed - Muye, İbrahim Yusuf (2017), “Testing for Causality among Globalization, Institution and Financial Development: Further Evidence from Three Economic Blocs”, *Borsa Istanbul Review*, Cilt.17, Sayı.2, (117-132).
- Nasreen, Sharmin - Mahalik, Mantu Kumar - Shahbaz, Muhammed (2015). “The Interaction Between Financial development, Globalization, Institutions and Growth: The Statistical Experience from 23 European Countries”, *COMSATS, Department of Management Sciences, Working Paper*, Sayı. 2015-011.
- O’Rourke, Kevin (2001), “Globalization and Inequality: Historical Trends”, *NBER Working Paper*, *National Bureau of Economic Research*, Sayı. 8339, (1-44).
- Pazarlıoğlu, Vedat - Gürler, Özlem Kiran (2007). “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt.44, Sayı.508, (35-43).
- Prasad, Eswar - Rogoff, Kenneth - Wei, Shang Jin - Kose, Ayhan (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, *IMF Occasional Paper*, Sayı.220, (1-46).
- Saygılı, Ş., Cihan, C. ve Yavan, Z.A.(2006). “Eğitim ve Sürdürülebilir Büyüme Türkiye Deneyimi, Riskler ve Fırsatlar”, *TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi*, Cilt.7, Yayın No: TÜSİAD-t/2006-06-420, İstanbul
- Sever, Erşan - Özdemir, Zekai - Mızırak, Zekeriya (2010), “Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde Bir İnceleme”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt.2, Sayı.3, (45-64).
- Yaqub, Nuhu (2003), “Review of the 2000/2001 National Human Development Report”, *In the Nigerian Social Scientists*, Cilt.6, Sayı.1, (1-57).
- Yardımcıoğlu, Fatih - Gülmez, Ahmet (2013), “Türk Cumhuriyetlerinde İhracat ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Eşbütünlük ve Panel Nedensellik Analizi”, *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, Cilt.8, Sayı.1, (145-161).