

EKONOMİK ÖZGÜRLÜK ENDEKSİ BORSA İLİŞKİSİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ: MIST ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR ARAŐTIRMA¹

EVALUATION OF THE RELATIONSHIP OF THE ECONOMIC FREEDOM INDEX EXCHANGE: THE RESEARCH ON MIST COUNTRIES

Ahmet ŐİT 

*Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 11.02.2022
Kabul Tarihi: 31.03.2022*

Öz

Bu çalışmanın amacı ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla MIST Ülke grubunda yer alan Ülkelerin 1996-2021 dönemi verileri kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak, ülkelerde en fazla işlem gören şirketlerin yer aldığı borsa endeksleri, bağımsız değişken olarak da Heritage Vakfı tarafından ülkelere belirlenen ekonomik özgürlük endeksi kullanılmıştır. Çalışmada yöntem olarak Kao ve Pedroni eşbütünleşme testleri, MGE, CCE ve DOLS katsayı tahminçileri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde çok etkili olduğu görülmektedir. Ülkelerin borsalarının gelişiminde ekonomik özgürlük endeksi skorlarının etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Özgürlük Endeksi, Borsa, MIST Ülkeleri, Eşbütünleşme Testi, Katsayı Tahminçileri.

JEL Sınıflaması: F30, G14

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of the economic freedom index on the stock market. For this purpose, the data of the countries in the MIST Country group for the period 1996-2021 were used. In the study, the stock market indices, which include the most traded companies in the countries, were used as the dependent variable, and the economic freedom index determined by the Heritage Foundation for the countries was used as the independent variable. Kao and Pedroni cointegration tests, MGE and CCE coefficient estimators were used as methods in the study. As a result of the analysis, it is seen that the economic freedom index is very effective on the stock market at the 1% significance level. It has been concluded that the economic freedom index scores are important in the development of the stock markets of the countries.

Keywords: Economic Freedom Index, Stock Market, MIST Countries, Cointegration Test, Coefficient Estimators.

JEL Classification: F30, G14

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2022; 7(1) , 94-102 / DOI: 10.29106/fesa.1072209

* Dr. Öğr. Üyesi, Malatya Turgut Özal Üniversitesi SBBF, ahmet.sit@ozal.edu.tr, Malatya – Türkiye, ORCID: 0000-0002-0257-9023

1. Giriş

Ülkelerin gelişmiş ÷lke sınıfında yer almaları için şüphesiz bazı parametleri sağlamaları gerekmektedir. Büyümek isteyen ÷lkelerin finansal piyasalarının gelişmesi de kaçınılmaz olacaktır. Zira ekonomik büyüme ile finansal piyasaların özellikle borsaların arasında ilişki olduğu bilinmektedir (Elitaş, şenkardeşler ve Doğan, 2018; s.814). Bu amaçla ÷lkelerin borsalarının geliştirilmesi için kısa, orta ve uzun vadeli politikalar geliştirmeleri beklenmektedir.

Kaynakların etkin şekilde tahsisi, finansal piyasaların işlevselliğinin göstergesi olarak kabul edilebilir. Bireyler, fon ihtiyacı olan şirketlerin pay senetlerine yatırım yaparak hem tasarruf sağlamış hem de fon fazlalıklarını yatırıma yönlendirmiş olurlar. Gelir dağılımı eşitsizliğinin de önlenmesi anlamında sermayenin ve kar kazancının tabana yayılması önem arz etmektedir. Diğer yandan şirketlerin de ihtiyaç duyduğu fonlara erişim sağlayabilmesi gerekir. Bunu olanaklı kılabilmek adına borsaların sisteme yeni kaynaklar bulması gerekir. Söz konusu kaynak, mevcut yatırımcıların fonlarının korunması ve artırılmasına bağlı olduğu kadar yeni yatırımcıların da sisteme fon aktarmalarını özendirici tedbirler alınmasına bağlıdır. Bu nedenle borsaların şeffaf, denetlenebilir... vb. özelliklere sahip olması gerekirken özgür de olması kaçınılmazdır.

Özgürlük kelimesinin genel olarak ortak kabul görür bir tanımı olmamakla birlikte kendi içerisinde bir çok alt başlıktan oluşmaktadır. Ancak Türk Dil Kurumu'na göre özgürlük; bir kısıtlama, zorlama olmadan düşünme ve davranma, dışarıdan bir müdahale olmaksızın bağımsız karar verme yetkisine sahip olmaktır (Türk Dil Kurumu, 2022). Ekonomik özgürlük ise, bireysel tercih, özel mülkiyet ve mübadele özgürlüğünün varlığı olarak ifade edilmektedir (Taşar, 2007; s.150).

1995 yılında Heritage Vakfı ve The Wall Street Journal Adam Smith'ten esinlenerek Ekonomik Özgürlük Endeksi isimli bir endeks türetmişlerdir. Teorilere göre oluşturulan bu endekste 0 ile 100 puan verilmektedir. Skoru 100'e yaklařtıķça ÷lkelerin ekonomik açıdan daha özgür olduğu, 0'a yaklařtıķça ekonomik özgürlükten uzaklaştığı anlaşılmaktadır (Kangallı, Uyar, Buyrukoğlu, 2014; s.95; Sofuoğlu, Kızılkaya ve Uysal, 2019; s.344).

Bu çalışmada ÷lkelerin ekonomik özgürlük endeksinin borsaları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada örneklem ÷lke grubu olarak MIST ÷lkeleri ele alınmıştır. Çalışmanın dönemi 1996-2021'dir. Çalışmada bağımlı değişken olarak ÷lkelerde en fazla payların işlem gördüğü borsa endeksleri, bağımsız değişken olarak da ÷lkelerin ekonomik özgürlük endeksleri kullanılmıştır. Çalışmada yöntem olarak Kao ve Pedroni eşbütünleşme testleri, MGE, CCE ve DOLS katsayı tahminicileri kullanılmıştır.

2. Literatür Taraması

Konuyla ilgili ilk dönemde yapılan çalışmalardan Santa-Clara ve Valkanov (2003); finansal değişkenler, politik değişkenler ve kontrol değişkenleri olarak kategorize ettiği değişkenler için 1927:01–1998:12 döneminde 864 aylık gözlem kullanmıştır. Bu veri aralığı 18 ABD başkanlık seçiminde 10 Demokrat ve 8 Cumhuriyetçi başkan içermiştir. Panel regresyon analizinin yapıldığı çalışma sonucunda; ABD'de Demokrat başkanlık dönemlerinde Cumhuriyetçi başkanlıklara göre hisse senedi piyasasındaki getirinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Değer ağırlıklı portföy ve eşit ağırlıklı portföy arasındaki fark daha yüksek reel hisse senedi getirilerinden ve daha düşük reel faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. Başkanlıklar arasında hisse senedi piyasasının riskliliği açısından bir risk primini haklı çıkarabilecek hiçbir fark olmamıştır.

Stocker (2005); ekonomik özgürlüğün ÷lkeden ÷lkeye büyük ölçüde değiştiği bir ortamda, küresel hisse senedi piyasalarındaki yatırımcıların cazip yatırım fırsatlarını belirlemek için çalıştığını belirtmiştir. Bu tür yatırımların özelliklerini daha iyi anlamak için öncelikle ekonomik özgürlük ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki üzerine önceki araştırmaları gözden geçirmiştir. Ayrıca ekonomik özgürlüğü öz sermaye yatırım getirileriyle ilişkilendiren bir yapı ortaya konmuştur. Gözlemlenen hisse senedi piyasası getirileri ile ekonomik özgürlük arasındaki ilişkiyi tanımlayan korelasyon analizleri sunulmuştur. Sonuçlar, ekonomik özgürlükteki artış oranının doğrudan öz sermaye getirileri ile ilişkili olduğunu ve ekonomik özgürlüğe dayalı bir yatırım stratejisinin cazip yatırım getirileri sağladığını göstermiştir. Son olarak, ekonomik özgürlüğe dayalı küresel bir yatırım portföyü oluşturmak için bir yatırım stratejisi önerilmiştir.

Li ve Born (2006); politik sonuçların borsa üzerindeki etkisine dair önemli kanıtlar bulmuştur. Bir ABD başkanlık seçiminin sonucuyla ilgili belirsizliğin seçim öncesi hisse senedi getirilerine yansımaları gerektiğini varsaymıştır. Seçim belirsizliğinin bir ölçüsünü oluşturmak için aday tercihi (yani yoklama) verilerini kullanmıştır. Seçimde baskın veya özgürlükçü olmayan lider olmadığında borsa oynaklığının (risk) ve ortalama getirilerin arttığı görülmüştür.

Chen ve Huang (2009); ekonomik Özgürlük Endeksi, hisse senedi piyasası performansı ve oynaklığı arasındaki ilişkileri araştırmıştır. Makale, bir ÷lkenin borsa performansı ve dalgalanması için ekonomik özgürlük seviyesinin önemli olup olmadığını incelemiştir. Regresyon sonuçları, düzeltilmiş hisse senedi getirilerinin ekonomik özgürlük ile çok az ilişkisi olduğunu göstermiştir. Öte yandan, ekonomik özgürlük, daha düşük borsa oynaklığı ile

ilişkilidir. Sonuçlar, daha fazla ekonomik zgrlge sahip bir ülkenin yatırımcılara daha iyi ortalama varyans yatırım verimliliği sağladığını göstermiştir.

Smimou ve Karabegovic (2010) makalesinin amacını, bir dizi kontrol değişkenini hesaba kattıktan sonra ekonomik özgürlük endeksi ile hisse senedi piyasası getirileri arasındaki ilişkiyi incelemek olarak belirtmiştir. Ampirik kanıtlar, ekonomik özgürlükteki değişikliklerin, hisse senedi piyasası getirileri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ve en önemli etkinin yasal yapının ve mülkiyet haklarının güvenliğinin olduğunu göstermiştir.

Andrianaivo ve Yartey (2010); makalesinde bankacılık sistemleri ve hisse senedi piyasaları üzerinde durarak Afrika'daki finansal piyasa gelişiminin belirleyicilerini ampirik olarak incelemiştir. Makalede Arellano ve Bond, dinamik panel modeli tarafından ima edilen ve doğrusal moment kısıtlamalarından en iyi şekilde yararlanan GMM metodolojisine dayalı bir dinamik panel veri tahmincisi kullanmıştır. Sonuçlar, Afrika'da bankacılık sektörünün gelişiminin ana belirleyicilerinin gelir düzeyi, alacaklı haklarının korunması, finansal baskı ve siyasi risk olduğunu göstermiştir. Hisse senedi piyasasının ana belirleyicilerinin ise borsa likiditesi, yurtiçi tasarruflar, bankacılık sektörü gelişimi ve politik risk olarak belirlenmiştir. Ayrıca, sermaye hesabının serbestleştirilmesinin yalnızca yüksek gelirli, iyi gelişmiş kurumlara veya her ikisine sahip ülkelerde finansal piyasa gelişimini desteklediğini bulmuşlardır. Siyasi riskin ekonomik özgürlüğü kısıtladığından ötürü hem bankacılık sektörü hem de borsa gelişimi üzerinde güçlü etkileri olduğu belirtilmiştir. Siyasi riskin zlmesinin Afrika finans piyasalarının gelişimi için önemli olabileceği düşünülmektedir.

Pastor ve Veronesi (2012); hükümet politikasındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediğini analiz etmiştir. Genel denge modeli, hükümet politikası ve kararlarının hem ekonomik hem de ekonomik olmayan nedenleri olan bir hükümet hakkındaki belirsizliği içermiştir. Model çok sayıda ampirik tahminde bulunmuştur. Hisse senedi fiyatları, ortalama olarak bir politika değişikliği duyurulduğunda düşmüştür. Hkmet politikasıyla ilgili belirsizlik büyükse ve ayrıca politika değişikliğinden önce kısa veya sığ bir ekonomik gerileme geliyorsa, fiyat düşüşü daha fazla olmuştur. Politika değişiklikleri, hisse senetleri arasındaki oynaklıkları ve korelasyonları artırmıştır.

Blau vd. (2014) ise; ekonomik özgürlük ile bireysel menkul kıymetlerin fiyat istikrarı arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Analizde 327 Amerikan Mevduat Makbuzu (ADR) rneğini kullanılarak, ADR'lerin yatırım yapan ülkelerin ekonomik özgürlüğü ile ADR'nin fiyat oynaklığı arasında ters bir ilişki bulunmuştur. Bu negatif korelasyon, öncelikle, mülkiyet hakkının korunması, paranın sağlamlığı ve yatırım yapan ülke'deki serbest ticaret düzeyi gibi ekonomik özgürlüğün belirli bileşenleri tarafından yönlendirilmiştir. Bu ülkelerdeki piyasalar üzerinde daha az düzenleme ve daha az hükümet denetiminin daha istikrarlı ADR fiyatlarına yol açtığına dair kanıtlar bulunmuştur.

Luo (2014); makalesinde finansal krizin etkilerini dikkate alarak, 1995-2010 döneminde 22 gelişmekte olan ülke için hisse senedi piyasası oynaklığının Ekonomik zgrlk Endeksi ile ilişkisini araştırmıştır. Teoriyle tutarlı olarak, genel ekonomik özgürlük endeksi bulunmuş ve bileşenlerinin hisse senedi piyasası oynaklığı üzerinde önemli etkiler oluşturduğu tespit edilmiştir. Spesifik olarak, düzenleyici etkinlik (işletme özgürlüğü ve parasal özgürlük gibi) ve sınırlı devlet (mali özgürlük ve devlet harcamaları) kategorilerindeki endeks bileşenleri, borsa oynaklıkları için güçlü ve anlamlı istatistikler içermiştir. Ancak hukukun üstünlüğü ve açık piyasalar kategorilerinde yer alan diğer endeks bileşenleri (lke döviz krizi, enflasyon krizi, borsa okş, i borç krizi, dış devlet borcu krizi veya bankacılık krizi) istatistiksel olarak önemli değildir.

Eldomyaty vd. (2016); "Bir hükümet düşük maliyetli öz sermaye finansmanını sağlamaya nasıl yardımcı olabilir?" sorusuna cevap aradığı çalışmasında bir hkmetin, ekonomik özgürlük politikaları, düşük zsermaye oynaklığı ve dolayısıyla düşük maliyetli öz sermaye finansmanı ile sonuçlanacak şekilde iyi kurumsallaştırıldığı zaman, sürdürülebilir ekonomik ilerlemeyi güvence altına alabileceğine dair bir cevap sunmuştur. Bu alışma, Ekonomik zgrlk Endeksi (bu çalışmada kurumsal kalitenin bir vekili olarak ele alınmaktadır) unsurları ile borsa oynaklığı arasındaki nicel ve ampirik ilişkileri incelemiştir. Yazarlar kurumsal kaliteyi yüksek, orta ve düşük olmak üzere üç düzeyde sınıflandırmıştır. Veriler MENA lkeleri için 1996–2014 yıllarını kapsamıştır. Sonuçlar, ekonomik özgürlük yasalarının etkin bir şekilde uygulandığı ve verimli düzenlemeler ile ilişkilendirildiğinde borsa oynaklığının azaltılabileceğini göstermiştir. Bununla birlikte, yolsuzluktan yüksek oranda kurtulma, yüksek volatilite ile bağlantılı olan aktif hisse senedi ticareti ile sonuçlanmış ve bu da yüksek öz sermaye finansmanı maliyetine yol açmıştır. Çalışma, politika yapıcıların öz sermaye oynaklığını ve dolayısıyla öz sermaye finansmanının maliyetini azaltmak için geliştirmesi gereken ekonomik özgürlüğün temelleri hakkında pratik bilgiler sunmuştur.

Üre vd. (2019) alışmalarında ekonomik özgürlük endeksi ve borsa arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın dönemi 1996 ile 2017 olup yöntem olarak Granger nedensellik testi kullanmışlardır. Çalışmada bağımlı değişken olarak borsa endeksi, bağımsız değişkenler olarak da ekonomik özgürlük endeksinin alt bileşenleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, borsa endekslerinin finansal özgürlükleri ve ticaret özgürlükleri arasında çift taraflı, finansal özgürlüklerle ilgili ticari özgürlükleri arasında çift taraflı nedensellik olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Burnie (2021); dünya genelinde 87 borsanın performansını Aralık 1995 ile Haziran 2016 arasındaki dönemde incelemiştir. Piyasaların demokrasi veya diktatörlüğe tepkileri ve çeşitli ekonomik özgürlük önlemleri tahmin edilmiştir. Demokrasi/diktatörlük önlemleri Cheibub, Gandhi ve Vreeland veri sistemine dayanmıştır. Ekonomik özgürlük, mülkiyet hakları ve yolsuzluk önlemleri verileri Heritage Foundation endekslerinden alınmıştır. Veriler, yeni bilgilere herhangi bir yanıtı yakalamak için ilk farklar olarak kullanılmıştır. Demokrasi/diktatörlüğün getiriler üzerinde önemli bir etkisi olduğu ve eklenen riskin daha yüksek bir getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Borsalar, ekonomik özgürlük endeksi verilerinin açıklanmasına olumlu tepki vermiştir. Ekonomik özgürlük puanlamasındaki ve yolsuzluktaki düzeltilmiş değişiklikler, piyasa getirileri üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir, ancak mülkiyet hakları için herhangi bir etki bulunmamıştır. Daha düşük yolsuzluk (yolsuzluktan daha yüksek bir özgürlük puanı), daha iyi borsa getirilerine yol açmıştır. Çalışmanın temel sonuçları řu şekildedir; bir demokratik ülkede gerekli yatırım tazminatı bir diktatörlükten daha düşüktür, yolsuzluktaki azalma, getirilerin artmasıyla ilişkilidir, dünyanın borsa endeksinin bulunduğu bölge önemlidir ve ekonomik özgürlük ile piyasa getirisi değişikliği pozitif ilişkilidir.

Kılıcı'ya (2019) göre; Heritage Foundation Ekonomik Özgürlük Endeksinde Türkiye, toplam 65,4 puanla bölge ortalamasının altında görünmektedir. Öte yandan BİST 100 endeksi son dokuz aylık performansı dışında 2016'dan 2017'ye %20'ye yakın bir artışla iyi bir performans sergilemiştir. Kılıcı çalışmasında 1995-2018 döneminde Ekonomik Özgürlük Endeksi ile BİST 100 arasındaki nedensellik ilişkisini Fourier KPSS Testi ve Fourier Granger Nedensellik Testi kullanarak analiz etmiştir. Çalışmanın sonuçları, 1995-2018 döneminde Türkiye'de ekonomik özgürlük endeksi ile borsa endeksleri arasında nedensellik ilişkisi olmadığını desteklemiştir.

Le ve Kim (2020); makalesinde, ekonomik özgürlüğün Vietnam'daki firma yatırımlarını nasıl etkilediğini incelemiştir. Sermaye özgürlüğü ve yerel kredi özgürlüğü gibi ekonomik özgürlükteki iyileştirmeler, firmaların dış finansmana daha kolay erişmesine izin vermektedir. Böylece firmanın yatırımı iç nakit akışına daha az bağlıdır. Gelişmekte olan bir ülkede, dezavantajlar konusunda, hükümet herhangi bir sübvansiyon vermezse, birçok küçük ve orta ölçekli firma muhtemelen daha fazla zorlukla karşılaşacaktır. Yazara göre; daha yüksek özgürlük seviyesi, daha az rekabetçi firmaların finansman kısıtlamalarını şiddetlendirebilir. İki büyük borsada işlem gören firmaları ve Halka Açık Şirketler Pazarı'nda listelenmemiş şirketleri içeren 2006'dan 2016'ya kadar firma düzeyinde verileri analiz etmiştir. Makale ayrıca ekonomik özgürlüğün küçük firmaları ve büyük firmaları nasıl farklı şekilde etkilediğini de ele almıştır. Sonuçlar, sermaye özgürlüğü ve yerli kredi özgürlüğünün Vietnam firmaları için yatırımlarda önemli bir rol oynadığını göstermiştir. Ancak, genel ekonomik özgürlüğün firmalar üzerindeki mali kısıtlamaları gevşettiğine dair kanıt bulunamamıştır. Ek olarak, hükümet sermaye hareketinden ve yerel kredi piyasasından kısıtlamaları kaldırdığında, küçük firmaların dış finansmana erişimde büyük firmalara göre daha fazla avantaj elde etme ihtimalinin yüksek olduğunu önermişlerdir.

Pala (2020) ise; çalışmasında 33 gelişmekte olan ülkenin 2019 yılı verilerinden yararlanarak ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünü araştırmıştır. Çalışmada söz konusu ilişki yapısal Eşitlik Modeli (YEM) ile tahmin edilmiştir. Ampirik bulgular ekonomik özgürlük endeksi ile borsa performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir. Ayrıca ekonomik özgürlüğün borsa performansı üzerindeki etkisinde demokrasi indeksinin aracı rolünün olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yanında ekonomik özgürlük ile demokrasi endeksi arasında ise anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Khan vd. (2021); "Gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik özgürlük finans için önemli mi?" isimli makalesinde panel eşik analizi yapmıştır. Nispeten yeni bir finans ölçüsü kullanarak, yüksek özgürlük ortamının gelişmekte olan ekonomilerde finansmanı teşvik ettiğini bulmuşlardır. Gelişmiş panel eşik tahmincisi, ilişkinin pozitif ve döndüğünü ve ekonomik özgürlük endeksinde eşik değerin 4.282 olduğunu göstermiştir. Yazar, politika yapıcıların yüksek özgürlük ortamı sağlayarak optimal finansal faydalar elde etmeleri gerektiğini önermiştir.

Blau ve diğerlerinin (2014) belirttiği gibi genelde literatürdeki çalışmalar ekonomik faaliyetler üzerindeki kısıtlamaların veya ekonomik özgürlük eksikliğinin, finansal piyasalarda daha fazla oynaklığa yol açan belirsizlik oluşturduğunu öne sürmektedir. Ayrıca bazı çalışmalar ekonomik özgürlüğün daha fazla siyasi istikrar oluşturduğunu ve bunun da daha istikrarlı hisse senedi fiyatlarına yol açtığını iddia etmektedir.

Literatür taraması sonucunda özellikle bu konuda daha çok uluslararası çalışmalar olduğu görülmektedir. Çalışmanın döneminin 2001 bankacılık krizi, 2008 küresel finansal kriz, 2020 pandemi dönemini içermesi bakımından önem arz etmektedir. Ayrıca çalışmanın MIST ülkeleri üzerine yapılması çalışmanın özgünlüğünü ortaya çıkarmaktadır. Çalışmanın bu yönleriyle literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

3. Metodoloji

Çalışmada MIST Ülkelerinin ekonomik özgürlük endeksi ile Borsaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın dönemi 1996-2021'dir. Çalışmanın döneminin Türkiye açısından 2001 Krizini içermesi, küresel anlamda da 2008 Finans Krizini ve 2020 yılında başlayan pandemi dönemini içermesi açısından önem arz etmektedir. Çalışmada kullanılan değerler şunlardır;

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

	Kısaltma	Değişken Adı	Kaynağı
Bağımlı Değ.	LOGEXC	Borsa endekslerinin logaritmik değeri	https://www.heritage.org
Bağımsız Değ.	EF	Ekonomik Özgürlük Endeksi	TR Investing, Trading View

Çalışmada bağımlı değişken olarak ülkelerin borsa endeksleri (Exchange), bağımsız değişken olarak da ekonomik özgürlük endeksi (Economic Freedom Index) kullanılmıştır. Ülkelerin borsa değerlerinde farklılık oluşturması verilerde anormal dağılıma sebep olabilmesi nedeniyle ülkelerin borsa değerlerinin logaritması alınarak analize dahil edilmiştir. Ekonomik özgürlük endeksi tarifelerin düzeyi, sermaye girişlerine ve yabancı yatırımlara ilişkin kısıtlamalar, karaborsa oluşumu, vergileme, ekonominin içerisinde kamu kesiminin ağırlığı, ortalama enflasyon, bankacılık sektörünün bağımsızlığı, ücret ve fiyat kontrolleri, düzenlemeler ve mülkiyet haklarını içeren bir endekstir (Tunçsiper ve Biçen, 2014: 29). Çalışmada yer alan ülkeler şunlardır:

Tablo 2. Çalışmada Yer Alan Örneklem Ülkeler ve Borsalar

Ülkeler	Ülkeler İçin Kullanılan Borsa Endeksleri	Kaynak
Meksika	S&P/BMV IPC	TR Investing, Trading View
Endonezya	IDX Composite (JKSE)	
Güney Kore	KOSPI	
Türkiye	BIST-100	

Çalışmada örneklem olarak MIST Ülkelerinin kullanılma nedeni, bu ülkelerin gerek jeopolitik gerek ekonomik gerekse de nüfus açısından yer aldıkları kıtalarda ve dünya genelinde önemli bir güç olarak değerlendirilmesidir. Bu 4 ülkenin yüzölçümleri, konumları, pazarlarının büyüklüğü, büyüme hızları ve kalifiye işgücü açısından önem kazandıkları bilinmektedir. Son olarak da bu ülkelerin tamamının G-20 üyesi ülkeler olması ve Endonezya dışında Türkiye, Meksika ve Güney Kore'nin OECD üyesi olmaları ülkelerin uluslararası piyasalarda da aktif olabilmesinin önünü açmıştır (Güllü ve Yakışık, 2017; Elbasan, 2011).

Çalışmanın modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\text{LOGEXC}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{EF}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Denklemden LOGEXC_{it} çalışmanın bağımlı değişkeni olan ülkelerin borsa endekslerinin logaritmik hali, EF_{it} çalışmanın bağımsız değişkeni ekonomik özgürlük endeksini, ε_{it} ise hata payını ifade etmektedir.

Çalışmada değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı sorunu olması nedeniyle ikinci nesil analizler kullanılmıştır. Değişkenlerin durağanlığı CADF birim kök testi ile araştırılmıştır. Bu test ADF birim kök testinin gecikmeli yatay kesit ortalamaları ile genişletilmiş halidir (Pesaran, 2006: 269). Değişkenlerin homojen ya da heterojen bir yapıya sahip olduğunun belirlenmesi için de Slope delta testi kullanılmıştır. Bu test zaman kesitinin ülke kesitinden büyük olduğu durumlarda kullanılabilirdiği gibi ülke boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda da kullanılmaktadır (Pesaran ve Yamamata, 2008:51).

Değişkenler arasında uzun vadede ilişkinin varlığı farklı eşbütünleşme yöntemleri ile araştırılmaktadır. Bu yöntemler bazıları da Kao ve Pedroni eşbütünleşme testidir. Bu iki yöntem de heterojenliğe izin veren yöntemlerdir. Pedroni eşbütünleşme testinin birden fazla regresöre (açıklayıcı) izin vermesi, eşbütünleşme vektörünün panelin farklı kısımları boyunca çeşitlenmesi avantajları ile Kao testinden ayrılmaktadır (Asteriou ve Hall, 2007: 374)

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olması durumunda genellikle ya nedensellik testi kullanılarak değişkenler arasındaki nedenselliğin yönü belirlenir ya da katsayı tahmincileri ile ilişkinin katsayısı tahmin edilmektedir. Bu katsayı tahmincilerinden MGE tekniği kullanılarak ortalaması alınan parametre tahminleri tutarlı olmaktadır (Özcan ve Özer, 2018:203). CCE tahminci testi ise, yatay kesit bağımlılığını dikkate alırken serilerdeki zaman ve ülke kesitini dikkate almamaktadır. Bu yöntemde yatay kesitlerin ayrı ayrı uzun dönem denge değerleri hesaplanabilir, değişkenler asimtotik normal dağılım gösteren sonuçlar üretebilen bir tahmincidir (Pesaran ve Yamagata, 2008: 50).

Son olarak da DOLS tahminci tekniği ise, çalışmanın modeline dinamik unsurları da dahil etmektedir. Böylece durağan regresyonda içsellik sorunundan kaynaklanabilecek sapmaları giderecek bir özelliğe sahiptir (Kök ve diğ., 2010:8).

4. Bulgular

Çalışmada öncelikle değişkenlerin frekans değerleri aşağıdaki gibidir:

Tablo 3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
LOGEXC	104	3.282341	0.7818545	0.8477782	4.694495
EF	104	63.30192	5.975744	50.6	74.3

Frekans değerlerine bakıldığında ekonomik özgürlük endeksinin 50-74 aralığında olduğu görülmektedir. Borsa değişkeninin minimum ve maksimum değerleri arasında bu kadar fark olması ise ülkelerin borsa etkinliğini göstermektedir. Ayrıca bazı ülkelerde endeks değerinden rakamların çıkarılması ile fark oluşabilir. Mesela Türkiye’de BIST endekslerinde 3 basamağın çıkarılması gibi.

Tablo 4. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

	Panel	LOGEXC	EF
CD Test (Pesaran, 2004)	9.721	11.65	3.80
Olasılık Değeri	0.0000	0.000	0.000

Tablo 4’te görüldüğü üzere olasılık değerinin %5 ‘in altında çıkması değişkenler arasında Yatay kesit bağımlılığı sorunu olduğunu göstermektedir. Bu nedenle çalışmada ikinci nesil testler kullanılacaktır. Analiz yapılmadan önce değişkenlerin durağanlığının araştırılması için CADF birim kök test uygulanmıştır ve sonuçları aşağıdadır:

Tablo 5. CADF Birim Kök Testi Sonuçları

	CADF İst.	Olasılık	Gecikme	Cv10	Cv5	Cv1
LOGEXC	-2.342	0.115	2	-2.210	-2.330	-2.570
EF	- 2.724	0.023	2	-2.210	-2.330	-2.570

Değişkenlerin durağanlığının araştırılması için yapılan CADF Birim kök test sonuçlarına göre LOGEXC değişkeninin düzeyde durağan olmadığı yani birim kök taşıdığı, EF değişkeninin ise düzeyde durağan olduğu yani birim kök taşımadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Analize geçilmeden değişkenlerin homojen/heterojen yapıya sahip olmasının araştırılması için Pesaran ve Yamamata (208) tarafından geliştirilen Slope test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 6. Delta Test Sonuçları

	Test İstatistiği	Olasılık
Δ	3.336	0.001
Δ_{adj}	3.547	0.000

Delta test sonuçlarına göre olasılık değerlerinin %5 ‘in altında " Değişkenler homojendir " hipotezini reddetmiştir. Yani değişkenler heterojendir. Değişkenler arasında uzun vadeli eşbütünleşme ilişkisinin test edilmesi için Pedroni eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Ve test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 7. Eşbütünleşme Test Sonuçları

	KAO			PEDRONI	
	İstatistik	Olasılık		İstatistik	Olasılık
Modified Dickey-Fuller t	-0.4913	0.3116	Modified Phillips-Perron t	0.5470	0.2922
Dickey-Fuller t	-1.9765	0.0240 **			
Augmented Dickey-Fuller t	-3.2712	0.0005 ***	Phillips-Perron t	-1.7571	0.0395 **
Unadjusted modified Dickey-Fuller t	-0.4913	0.3116	Augmented Dickey-Fuller t	0.3807	0.3517
Unadjusted Dickey-Fuller t	-1.9765	0.0240 **			

*** ve ** sırayla %1 ve %5 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Gecikme uzunluğu olarak Bartlett Newey-West dikkate alınmıştır.

Tablo 7’de görüldüğü üzere hem Kao hem de Pedroni eşbütünleşme test sonuçlarına göre değişkenler arasında uzun vadeli eşbütünleşik ilişki olduğu görülmektedir. Yani uzun vadede Ekonomik özgürlük endeksi ve ülkelerin borsaları arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Değişkenler arasındaki uzun vadeli eşbütünleşik ilişkinin yönünü belirleyebilmek için yapılan katsayı tahminci sonuçları tablo 7’de gösterilmektedir.

Tablo 8. Katsayı Tahminci Sonuçları (Panel Geneli)

Bağımlı Değ: LOGEXC	MGE			CCE			DOLS MG	
	Katsayı	Std.Sapma	Olasılık	Katsayı	Std. Sapma	Olasılık	Beta	T İst.
EF	0.0598867	0.0162966	0.000 ***	0.0030157	0.0008492	0.000 ***	0.03437	4.554 ***
sabit	-0.5066391	0.8618628	0.557	-0.0108003	0.755536	0.989		
Wald Değeri	13.50			12.61				
Olasılık	0.0002			0.0004				

*** %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 8'e bakıldığında hem Ortalama Grup Tahminci (Mean Group Estimator) hem de CCE Tahminci (Common Correlated Effects) hem de DOLS (Dynamic OLS) yöntemlerine göre ekonomik özgürlük endeksinin ülkelerin borsaları üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde etkili oldukları görülmektedir. Yani bir ülkenin ekonomik özgürlük endeksindeki 1 birimlik artışın MGE tahminci sonuçlarına göre ülkelerin borsalarında yaklaşık %6, CCE tahminci sonuçlarına göre yaklaşık %03 'lük artışa, DOLS tahminci sonuçlarına göre ise yaklaşık %3 'lük artışa neden olduğu görülmektedir. Bu ilişkinin hangi ülkeler arasında olduğunun görülebilmesi açısından bu ilişkinin ülke bazlı sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 9. Ülke Bazlı Katsayı Tahminci Sonuçları

Bağımlı Değ: LOGEXC	MGE			CCE			DOLS	
	Katsayı	Std. Sapma	Olasılık	Katsayı	Std. Sapma	Olasılık	Beta	T İst.
Meksika	0.1037762	0.0165984	0.000 ***	0.0026877	0.0045334	0.553	0.008552	4.339 ***
Endonezya	0.0337724	0.0178247	0.058 *	0.0009534	0.0085864	0.912	0.007392	0.7647
Güney Kore	0.0364954	0.0198106	0.065 *	0.0033636	0.0166861	0.840	0.1247	4.247 ***
Türkiye	0.0655027	0.0244159	0.007 ***	0.0050581	0.012746	0.691	-0.00314	4.554 ***

*** ve * sırayla %1 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Ekonomik özgürlük endeksi borsa ilişkisine ülke bazlı bakıldığında; MGE Tahminci sonuçlarına göre Meksika ve Türkiye'de ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerine %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir etkisi olduğu, Endonezya ve Güney Kore'de ise ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerine %10 anlamlılık düzeyinde zayıf bir etkisi olduğu görülmektedir. Yani ülkelerin Türkiye ve Meksika'da ülke borsaları ekonomik özgürlük endeksinden daha fazla etkilenirken Endonezya ve Güney Kore'de ülke borsaları ekonomik özgürlük endeksinden daha az etkilendiği sonucu ortaya çıkmaktadır. DOLS tahminci sonuçlarına göre ise Meksika, Güney Kore ve Türkiye'de ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerine %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir etkisi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. CCE tahminci sonuçlarına göre ise panel genelinde ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerinde güçlü bir etkisi olduğu görülürken ülke bazlı bir etki görülmemektedir.

5. Sonuç

Bu çalışmada MIST ülke grubunda yer alan ülkelerin (Meksika, Endonezya, Nijerya ve Türkiye) ekonomik özgürlük endeksi skorunun borsaları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ülkelerin en fazla işlem göre firmaların yer aldığı endeksler, bağımsız değişken olarak da Heritage Vakfi tarafından her bir ülke için belirlenen endeksler kullanılmıştır. Çalışmada 1996-2021 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Yöntem olarak da Kao ve Pedroni eşbütünlük testleri kullanılmıştır. Ayrıca katsayı tahmincisi olarak da MGE, CCE ve DOLS katsayı tahmincilerinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Analiz sonucunda ekonomik özgürlük endeksi ile borsa arasında uzun vadeli eşbütünlük ilişki vardır. Bu eşbütünlük ilişkinin yönünün belirlenmesi için yapılan katsayı tahmincileri sonucunda ise, her üç tahminci yöntemine göre ekonomik özgürlük endeksinin ülkelerin borsaları üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir etkisi olduğu görülmektedir. Ülkelerin ekonomik özgürlük endeksinde 1 birimlik artış ülkelerin borsalarında MGE tahminci sonuçlarına göre yaklaşık %6, CCE tahminci sonuçlarına göre yaklaşık %03, DOLS tahminci sonuçlarına göre ise yaklaşık %3'lük artışa neden olmaktadır.

Tahminci sonuçları ülke bazlı incelendiğinde ise; MGE Tahminci sonuçlarına göre Meksika ve Türkiye'de ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerine %1 anlamlılık düzeyinde güçlü, Endonezya ve Güney Kore'de ise ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerine %10 anlamlılık düzeyinde zayıf bir etkisi olduğu görülmektedir. DOLS tahminci sonuçlarına göre ise Meksika, Güney Kore ve Türkiye'de ekonomik özgürlük endeksinin borsa

üzerine %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir etkisi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. CCE tahminci sonuçlarına göre ise panel genelinde ekonomik özgürlük endeksinin borsa üzerinde güçlü bir etkisi olduğu görülmektedir. Yani ülkelerin Türkiye ve Meksika’da ülke borsaları ekonomik özgürlük endeksinden daha fazla etkilenirken Endonezya ve Güney Kore’de ülke borsaları ekonomik özgürlük endeksinden daha az etkilendiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Genel olarak Meksika, Güney Kore ve Türkiye’de ülkelerin borsaları ekonomik özgürlük endeksinden daha fazla etkilenirken Endonezya için aynı sonuç söz konusu değildir. Bu durum da ülkelerin ekonomik, politik, hukuki açıdan ülkelerin gelişmişlik farkından kaynaklanabilir. Bu durumda ülkeler ekonomik özgürlüklerini geliştirmelidir. Ülkelere yapılacak özellikle portföy giriş ve çıkışlarına herhangi bir yaptırım olmaksızın yatırımcıların serbest giriş çıkışlarının sağlanması gerekmektedir. Finansal ve reel piyasalarında oluşacak spekülative ve manipülatif hareketlerin önüne geçilmesi, liberal ekonomiyi benimseme, fiyat istikrarını sağlaması ekonomik özgürlüklerini geliştirecektir. Bankacılık sektöründe bağımsızlığı sağlamaları, fiyat kontrolleri ve denetimleri sağlamaları, serbest piyasada fiyat oluşumunun piyasa şartlarına göre belirlenmesi ve bireysel mülkiyet haklarının korunması ile ülkelerin artan ekonomik özgürlük endeksleri borsalarını iyileştirecektir.

Çalışmada elde edilen sonuçlar Stocker (2005), Smimou ve Karabegovic (2010), Luo (2014) çalışmalarıyla eş yönlü; Chen ve Huang (2009), Blau vd. (2014) çalışmalarıyla ters yönlü sonuçlar vermiştir. Çalışmanın sadece MIST Ülkelerine üzerine uygulanması çalışmanın kısıtı olarak ifade edilebilir. Çalışma farklı ülkelere uygulanarak ve farklı yöntemler kullanılarak geliştirilebilir.

Kaynakça

- ANDRIANAIVO, M. ve YARTEY, C. A. (2010). Understanding The Growth Of African Financial Markets. *African Development Review*, 22(3), 394-418.
- ASTERIOU, D. ve HALL, S.G. (2007). *Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit Revisited Edition*, Palgra ve Macmillan, Newyork.
- BLAU, B. M., BROUGH, T. J. ve THOMAS, D. W. (2014). Economic Freedom and The Stability Of Stock Prices: A Cross-Country Analysis. *Journal of International Money and Finance*, 41, 182-196.
- BURNİE, D. A. (2021). Democracy, Dictatorship and Economic Freedom Signals In Stock Market. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 375-390.
- CHEN, C. R. ve HUANG, Y. S. (2009). Economic Freedom, Equity Performance and Market Volatility. *International Journal of Accounting & Information Management*, 17(2), 189-197.
- ELBASAN, P. (2011). *Yeni Bir Uluslararası Oluşum: MIST*. Bilgesam, Bilge Adamlar Stratejik Araştırmalar Merkezi, 18 Kasım 2011.
- ELDOMIATY, T. I., AL QASSEMI, T. B. F., MABROUK, A. F. ve ABDELGHANY, L. S. (2016). Institutional Quality, Economic Freedom And Stock Market Volatility In The MENA Region. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(3), 262-283.
- ELİTAŞ, B. L., ŞENKARDEŞLER, F. R. A. ve DOĞAN, M. (2018). Ekonomik Büyüme ile Borsa Performansı Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(4), 807-819.
- GÜLLÜ, M. Ve YAKIŞIK, H. (2017). Karbon Emisyonu ve Enerji Tüketiminin Büyüme Üzerindeki Etkileri: MIST Ülkeleri Karşılaştırması. *Sosyoekonomi*, 25(32), 239-253.
- HERITAGE FOUNDATION (2021). *Index of Economic Freedom*. <https://www.heritage.org/index/explore>, 11.01.2022.
- KANGALLI, S., UYAR, U. ve BUYRUKOĞLU, S. (2014). OECD Ülkelerinde Ekonomik Özgürlük: Bir Kümeleme Analizi. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 6(3), 95-109.
- KHAN, M. A., ISLAM, M. A. ve AKBAR, U. (2021). Do Economic Freedom Matters For Finance In Developing Economies: A Panel Threshold Analysis. *Applied Economics Letters*, 28(10), 840-843.
- KILCI, E. N. (2019). Analysis Of The Relationship Between Economic Freedom Index and Stock Market Indices; Evidence From Turkey. *Maliye ve Finans Yazıları*, (111), 117-134.
- KÖK, R., İSPİR, M.S. ve ARI, A.A. (2010). Zengin Ülkelerden Azgelişmiş Ülkelere Kaynak Aktarma Mekanizmasının Gerekliği ve Evrensel Bölüşüm Parametresi Üzerine Bir Deneme. *Uluslararası Ekonomi Konferansı, Türkiye Ekonomi Kurumu*, Kıbrıs, http://kisi.deu.edu.tr/recep.kok/Zengin_ispir.pdf.
- LE, A. H. ve KIM, T. (2020). The Effects Of Economic Freedom On Firm Investment In Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(3), 9-15.
- LI, J. ve BORN, J.A. (2006), Presidential Election Uncertainty and Common Stock Returns In The United States. *Journal of Financial Research*, 29, 609-622. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2006.00197.x>
- LUO, Y. (2014). Economic Freedom, Financial Crisis and Stock Volatilities In Emerging Markets. *International Journal of Financial Management*, 4(1), 1-10.
- ÖZCAN, S. E. ve ÖZER, P. (2018). Araştırma ve Geliştirme Harcamalarının Patent Başvuru Sayıları Üzerindeki

- Etkisi: Seçili OECD Ülkeleri Üzerine Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 58, 197-213.
- PALA, F. (2020). Ekonomik Özgürlüğün Borsa Performansı Üzerindeki Etkisinde Demokrasi İndeksinin Aracı Rolü. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, 11, 132-146.
- PASTOR, L. ve VERONESI, P. (2012). Uncertainty About Government Policy And Stock Prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- PESARAN, H. (2006). A Simple Panel *Unit Root Test In The Presence Of Cross Section Dependence*. Cambridge University, Working Paper, No: 0346.
- PESARAN, M. H. ve YAMAGATA, T. (2008). Testing Slope Homogeneity In Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- SANTA-CLARA, P. ve VALKANOV, R. (2003). The Presidential Puzzle: Political Cycles And The Stock Market. *The Journal of Finance*, 58(5), 1841-1872.
- SMIMOU, K. ve KARABEGOVIC, A. (2010). On The Relationship Between Economic Freedom And Equity Returns In The Emerging Markets: Evidence From The Middle East and North Africa (MENA) Stock Markets. *Emerging Markets Review*, 11(2), 119-151.
- SOFUOGLU, E., KIZILKAYA, O. ve UYSAL, D. (2019). Ekonomik Özgürlükler Ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişki: Panel Eşbütünleşme Analizi. *Business and Economics Research Journal*, 10(2), 341-356.
- STOCKER, M. L. (2005). Equity Returns and Economic Freedom. *Cato J.*, 25, 583.
- TAŞAR, M. O. (2007). Ekonomik Özgürlük Kavramı Ve Türkiye’de Ekonomik Özgürlüklerin Gelişimi. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 15(1), 143-167.
- TUNÇSİPER, B. ve BİÇEN, Ö. F. (2014). Ekonomik Özgürlükler ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Panel Regresyon Yöntemiyle İncelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(2), 25-45.
- TÜRK DİL KURUMU (2022). *Özgürlük sözcüğü*. Erişim tarihi: 11.01.2022, Erişim Linki: <https://sozluk.gov.tr/>
- ÜRE, S., SADEGHZADEH, K., KARAKÖY, Ç. ve EMSEN, Ö. S. (2019). OECD Ülkelerinde Borsa ve Ekonomik Özgürlük İlişkileri. 3. *Uluslararası Sosyal Bilimler Kongresi*, 336-345.