



SIVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı

**FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURLARINDAKİ (EURO/DOLAR)
DEĞİŞİMİNİN BANKA PAY SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ:
TÜRKİYE'DE BANKACILIK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA
(2002-2018)**

Yüksek Lisans Tezi

Aslıhan SARIGÜZEL

Sivas
Eylül 2019

SİVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı

**FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURLARINDAKİ (EURO/DOLAR)
DEĞİŞİMİNİN BANKA PAY SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ:
TÜRKİYE'DE BANKACILIK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA
(2002-2018)**

Yüksek Lisans Tezi

Aslıhan SARIGÜZEL

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Selahattin KOÇ

Sivas
Eylül 2019

KABUL VE ONAY

Üniversite: : Sivas Cumhuriyet Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ana Bilim Dalı : İşletme Ana Bilim Dalı
Tezin Başlığı : Faiz Oranı ve Döviz Kurlarındaki (Euro /Dolar)
Değişiminin Banka Pay Senedi Getirilerine Etkisi:
Türkiye'de Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama (2002-
2018)
Savunma Tarihi : 22.08.2019
Danışmanı : Doç. Dr. Selahattin KOÇ

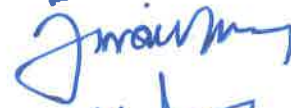
Unvanı - Adı Soyadı

İmza

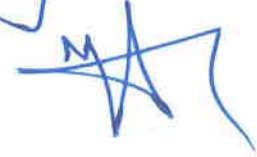
Jüri Başkanı : Doç. Dr. Selahattin KOÇ



Üye : Dr. Öğretim Üyesi İsmail TUNA



Üye : Dr. Öğretim Üyesi Zekai ŞENOL



Oy Birliği

Oy Çokluğu

Aslıhan SARIGÜZEL tarafından hazırlanan Faiz Oranı ve Döviz Kurlarındaki
(Euro /Dolar) Değişiminin Banka Pay Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye'de
Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama (2002-2018) başlıklı tez, kabul edilmiştir.

..../..../.....

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL
Enstitü Müdürü

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

- 1- Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;
- 2- Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;
- 3- Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;
- 4- Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

18.09/2019

Aslıhan SARIGÜZEL



İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vii
ÖZET	ix
ABSTRACT	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
FAİZ ORANI	3
1.1. Genel Olarak Faiz	3
1.2. Faizin Tanımı	3
1.3. Faiz Türleri.....	4
1.3.1. Basit Faiz / Bileşik Faiz	4
1.3.2. Nominal Faiz / Reel Faiz.....	5
1.3.3. Brüt Faiz / Net Faiz	5
1.3.4. Mevduat Faizi / Kredi Faizi	5
1.3.5. Sabit Faiz / Değişken Faiz	6
1.3.6. Gecikme Faizi (Temerrüt Faizi).....	6
1.3.7. Dönemsel Faiz (Gecelik, Günlük, Aylık, Yıllık).....	6
1.3.8. Serbest Faiz / Kanuni Faiz	6
1.4. Faiz Oranı.....	7
1.4.1. Nominal Faiz Oranı.....	7
1.4.2. Reel Faiz Oranı	8
1.5. Faiz Teorileri	8
1.5.1. Klasik Faiz Teorisi	8
1.5.2. Knut Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi.....	9
1.5.3. Likidite Tercihi Kuramı (Keynesyen Faiz Teorisi).....	9
1.5.4. Hick – Hansen'in Neo – Keynesyen Teorisi.....	10

1.5.5. Tobin' in Portföy Teorisi.....	11
İKİNCİ BÖLÜM	13
DÖVİZ KURLARI.....	13
2.1. Dövizin Tanımı	13
2.2. Döviz Kuru Tanımları	13
2.2.1. Nominal Döviz Kuru.....	14
2.2.2. Reel Döviz Kuru.....	15
2.2.3. Efektif Döviz Kuru.....	15
2.3. Döviz Kuru Sistemleri.....	16
2.3.1. Sabit Kur Sistemi	16
2.3.2. Esnek Kur Sistemleri.....	17
2.4. Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar.....	18
2.4.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı	18
2.4.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı.....	19
2.4.3. Mundeli – Fleming Modeli Yaklaşım	19
2.4.4. Parasalcı Yaklaşım	20
2.4.5. Portföy Dengesi Yaklaşımı	21
2.4.6. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı.....	21
2.4.7. Para İkamesi Yaklaşımı.....	22
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	23
PAY SENETLERİ.....	23
3.1. Pay Senedi Tanımı	23
3.2. Pay Senedi Türleri	24
3.2.1. Adi Ve İmtiyazlı Pay Senetleri.....	24
3.2.2. Hamiline Ve Nama Yazılı Pay Senetleri.....	25
3.2.3. Bedelli Ve Bedelsiz Pay Senetleri.....	25
3.2.4. Primli Ve Primsiz Pay Senetleri.....	26
3.2.5. Kurucu Ve İntifa Pay Senetleri	26
3.2.6. Oydan Yoksun Pay Senetleri.....	26
3.3. Pay Senetlerinin Ekonomik Açından Önemi	27
3.3. Pay Senedi Fiyat Tanımlamaları	27

3.3.1. Nominal (İtibari) Fiyat	28
3.3.2. İhraç Fiyatı	28
3.3.3. Piyasa Fiyatı	28
3.3.4. Borsa Fiyatı	28
3.4. Pay Senedi Değer Tanımlamaları.....	28
3.4.1. Defter Değeri.....	29
3.4.2. Tasfiye Değeri.....	29
3.4.3. İşleyen Teşebbüs Değeri	29
3.4.4. Gerçek Değeri	30
3.4.5. Nominal (İtibari) Değer.....	30
3.4.6. Net Aktif Değeri.....	30
3.4.7. Alternatif Gelir Değeri	30
3.5. Pay Senedi Sahiplerinin Hakları Ve Yükümlülükleri	31
3.6. Pay Senedinin Geliri	31
3.6.1. Kar Payı (Temettü) Geliri	32
3.6.2. Sermaye Kazancı.....	32
3.7. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörler	32
3.7.1. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Mikroekonomik Faktörler	32
3.7.2. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler	33
3.8. Literatür Taraması.....	35
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	47
FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞİMİN BANKA PAY	
SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE' DE BANKACILIK	
SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA.....	47
4.1. Çalışmanın Amacı.....	47
4.2. Çalışmanın Önemi.....	47
4.3. Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Veriler.....	47
4.4. Çalışmanın Kısıtları	49
4.5. Çalışmada Kullanılan Yöntemler	49
4.5.1. Panel Veri Analizi	50
4.5.2. Durağanlık ve Birim Kök Testleri.....	52

4.5.3. Panel Veri Yönteminin Belirlenmesi	53
4.5.3.1. Sabit Etkiler Modeli	53
4.5.3.2. Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli	53
4.5.3.3. Hausman Testi.....	54
4.6. Panel Veri Analizi Sonuçları.....	55
4.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığın Test Edilmesi.....	57
4.6.2. Panel Birim Kök Testi (CADF)	58
4.6.3. Model Belirleme Süreci	59
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	63
KAYNAKÇA	65
ÖZ GEÇMİŞ.....	77

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
Çev.	: Çeviri
Ed.	: Editör
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Kr.	: Kuruş
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
USD	: Amerikan Doları



TABLO LİSTESİ

Tablo 4.1. Araştırmada Kullanılan Bankaların Pay Senetlerine Ait Bilgiler	48
Tablo 4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları	49
Tablo 4.3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	55
Tablo 4.4. Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları.....	56
Tablo 4.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları	58
Tablo 4.6. Birim Kök Testi Sonuçları	59
Tablo 4.7. LR Testi Sonuçları	60
Tablo 4.8. Hausman testi sonuçları	60
Tablo 4.9. Birimler Arası Korelasyon, Değişen Varyans ve Otokorelasyon Sonuçları.....	61
Tablo 4.10. Huber, Ficker ve White Tahmincisi Sonuçları.....	62



ÖZET

Çalışmamızda faiz oranı ve döviz kurlarındaki değişimin banka pay senedi getirilerine etkisi incelenmiştir. Çalışma 2002:01-2018:12 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmada BIST’ de işlem gören banka pay senedi getirileri bağımlı değişkeni; dolar kuru, Euro kuru, dolar getiri, Euro getiri, mevduat faiz oranı ve kredi faiz oranı bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. Çalışmada ele alınan bağımsız değişkenlerin banka pay senedi getirileri üzerindeki etkisi panel veri analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda Euro değişim oranı, dolar değişim oranı, mevduat faizi ve Euro kuru ile banka pay senedi getirileri arasında negatif yönlü ilişki olduğu, Dolar kuru ve kredi faiz ile yine çalışmada kullanılan banka pay senedi getirileri arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Euro değişim oranı ile banka pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin %10 önem seviyesinde anlamlı olduğu, diğer değişkenler (Dolar kuru, Euro değişim oranı, Dolar değişim oranı, mevduat faiz oranı ve kredi faiz) ile ilişkinin %1 önem seviyesinde anlamlı olduğu saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Faiz Oranı, Döviz Kuru, Pay Senedi Getirileri, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

In this study, the effect of the change in interest rate and exchange rate on the return on bank stock was examined. The study covers 2002: 01-2018: 12 periods. In this study, bank stocks bring the dependent variable traded in BIST; The dollar rate, Euro rate, dollar return, Euro return, deposit interest rate and loan interest rate are independent variables. The effect of independent variables on bank stock returns was tested with panel data analysis. As a result of the analysis, it was found that there is a negative relationship between Euro exchange rate, dollar exchange rate, deposit interest rate and Euro exchange rate and return on bank stock, positive relationship between dollar exchange rate and credit interest rate and return on bank stock. used in the study. The relationship between the Euro exchange rate and the stock exchange yield was significant at a level of 10%, while the relationship between the other variables (Dollar rate, Euro exchange rate, Dollar rate, deposit interest rate and loan interest rate) was found to be significant importance level.

Keywords: Interest Rate, Exchange Rate, Stock Returns, Panel Data Analysis



GİRİŞ

Faiz oranları tüm çevrelerce izlenen bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Faiz oranları sadece borç-alacak ilişkisi olanları değil birçok makro değişkeni etkilemektedir. Ayrıca faiz oranları, gerek işletmelerin gerekse bireysel yatırımcıların yatırım ve tasarruflarını nerede ve nasıl değerlendirecekleri konusunda karar vermelerini etkileyen bir unsurdur. Faiz oranlarında yaşanan değişimler pay senetlerinin fiyatlarını, getirilerini de etkilemektedir.

Döviz kuru, yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak tanımlanmaktadır. Döviz kurlarındaki değişimden yalnızca dış ticaretle uğraşan işletmeler değil; hem iç piyasaya yönelik faaliyette bulunan işletmeler hem de yurtdışına yönelik faaliyetlerde bulunan işletmeler etkilenmektedir. Aynı zamanda döviz kurlarının pay senedi piyasaları üzerinde de etkili olduğunu ve bu etkinin ters yönlü olduğunu söyleyebiliriz.

Pay senetleri işletmeler açısından sürekli kaynak niteliğindedir. Ülkelerin ekonomik gelişmişliklerinde pay senedi piyasaları önemli bir yere sahiptir. Pay senetleri tahvile kıyaslandığında; tahvillere göre daha riskli ve yüksek riskle birlikte getirisi de daha yüksek bir yatırım aracıdır. Pay senedi getirilerini etkileyen birçok mikro ve makroekonomik değişken vardır. Faiz oranı ve döviz kurları da pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenler arasında yer almaktadır. Faiz oranı ve döviz kurlarındaki değişimin banka pay senetleri getirisi üzerine etkisini inceleyen çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, ilk olarak faiz ve faiz türlerinden bahsedilmiştir. Nominal ve reel faiz oranları ele alınmıştır. Faiz oranlarını açıklamaya yönelik teorilerden en çok ele alınan Klasik Faiz Teorisi, Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi, Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi, Hicks-Hansen'in Neo Keynesyen Teorisi ve Tobin'in Portföy Kuramı yer verilmiştir.

İkinci bölümde, dövizin tanımı yapılarak nominal döviz kuru, reel döviz kuru, efektif döviz kuru tanımlarına yer verilmiştir. Sabit ve esnek döviz kuru sistemleri

açıklanmıştır. Döviz kurlarını açıklamaya yönelik yaklaşımlardan dış ticaret akımları yaklaşımı, satın alma gücü paritesi yaklaşımı, Mundeli – Fleming modeli yaklaşımı, parasalcı yaklaşım, portföy dengesi yaklaşımı, faiz haddi paritesi yaklaşımı ve para ikamesi yaklaşımı üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, pay senedinin tanımı ve türleri açıklanmıştır. Pay senedi fiyat ve değer tanımları ele alınmıştır. Pay senedi sahiplerinin hak ve yükümlülüklerinden bahsedilerek, pay senetleri sahiplerinin elde ettiği sermaye kazancı ve temettü (kar payı) geliri üzerinde durulmuştur. Pay senedi getirilerini etkileyen mikro ve makroekonomik değişkenler üzerinde durulmuştur. Son olarak literatür taramasına yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, faiz oranı ve döviz kuru değişimlerini banka pay senedi getirilerine etkisini inceleyen uygulama kısmına yer verilmiştir. Çalışmanın amacı, önemi, kısıtları ve kullanılan veriler belirtilmiştir. Çalışmada 2002:01- 2018:12 dönemine ait 9 adet bankanın pay senedi getirileri ile mevduatlara uygulanan faiz oranları, kredilere uygulanan faiz oranları, Dolar kuru, Euro kuru, Dolar kuru aylık değişim yüzdesi ve Euro kuru aylık değişim yüzdeleri dikkate alınarak analiz yapılmıştır. Çalışmada kullanılan analiz yöntemi olan panel veri analizi hakkında bilgiler yer almaktadır. Kullanılan veriler ile yapılan analiz sonuçları açıklanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.FAİZ ORANI

1.1. Genel Olarak Faiz

Faiz, paranın kullanılmasından önceki ve kullanılmasından sonraki dönemlerde bir sorun olarak ekonomik hayatta var olmuştur. Bu anlamda faiz, ekonomik faaliyetlerin devam ettiği bütün zamanlarda yer alan bir vakıa olmuştur. Faiz olgusu tarihe bakıldığında önemini yitirmemiş olup, yaşamın hemen hemen birçok alanını ilgilendirmiştir. Bu nedenle faiz konusu yalnızca ekonomik bir konu olmamış, hukuki, siyasi ve felsefi öğretilerin de alaka göstermiş olduğu bir konu olmuştur. Faizi, ekonomik işlevi ne olursa olsun ortadan kaldırılması gerektiğini düşünenler olduğu gibi, ekonomik hayatın vazgeçilmez unsurlardan biri olarak kabul edenler de olmuştur. Bu iki düşünce yapısındaki farklılık, bir tarafın toplumsal veya ahlaki boyutta değerlendirmesinden, diğer tarafın da sadece ekonomik prensipler boyutunda değerlendirmesinden kaynaklanmıştır. (Demirgil, Türkay 2017: 132-133)

1.2. Faizin Tanımı

Faizin bugüne kadar birçok tanımı yapılmıştır. Bu tanımlar anlatım yönünden farklılık gösterebilir de anlam bakımından benzerdirler. Genel bir tanıma göre faiz, tasarruflarını borç vermelerine karşılık olarak tasarruf sahiplerine ödenen bedeldir. (Pıçak 2012: 62)

Faiz sözlükteki bir tanıma göre *“işletmek için bir yere ödünç verilen paraya karşılık alınan kar, getiri, ürem, nema olarak tanımlanırken”*, diğer bir tanıma göre ise *“kapitalist ekonomide, artık değerinin değışikliğıe uğramış biçimi olarak paranın fiyatı, kiralanan paranın kira bedeli olarak tanımlanmaktadır”*(TDK).

Diğer bir tanıma göre faiz, ödünç olarak alınmış olan paraya karşılık ödenen fazla paradır. Bankalar para aldıkları müşterilerine belirli bir oranda almış oldukları paranın karşılığında faiz verir. Ödünç para vermiş olduğu müşterilerinden belirli bir süre sonunda vermiş olduğu ödünç paraya karşılık olarak faiz alır. Ödenecek veya

alınacak faizler günlük, aylık ya da yıllık olarak hesaplanmaktadır. (Babuşçu, Hazar 2017a: 206)

Hukuki anlamda faiz, “*alacaklının takibe yetkili olduğu bir miktar parayı kullanmaktan belirli bir süre mahrum kalması sebebiyle kendisine ödenen karşılıktır. Faiz borcu konusu para olan borçlarda söz konusu olabilecektir*”. (Bilgili, Demirkapı 2014: 144)

1.3. Faiz Türleri

Günümüz ekonomisinde faizi tek bir kavramla açıklamak mümkün değildir. Faizin birçok türü bulunmaktadır. Faiz kavramını açıkladıktan sonra faiz türlerini de açıklamak gerekmektedir. Bu kapsamda basit faiz – bileşik faiz, reel faiz – nominal faiz, brüt faiz – net faiz, değişken faiz – sabit faiz, mevduat faizi – kredi faizi, gecikme faizi (temerrüt faizi), , serbest faiz – kanuni faiz, dönemsel faiz gibi türleri bulunmaktadır.

1.3.1. Basit Faiz / Bileşik Faiz

Basit faiz, faizin faizi hesaplanmayan ve yalnızca anapara üzerinden faiz hesaplaması yapılan faiz türüdür. Genel olarak kısa vadeli finansal işlerde basit faiz kullanılmaktadır. Basit faizde, faiz hesabı yapılacak anapara miktarı tüm dönemler için aynı kalmaktadır. Basit faiz aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Babuşçu, Hazar 2017b: 196):

$$F = A \times r \times n$$

A = Anapara

r = Döneme isabet eden faiz oranı

n = dönem sayısı

Bileşik faiz, “*basit faizde olduğu gibi, yalnız başlangıç yatırımı üzerinden hesaplanmaz. Başka bir deyişle, yılın sonunda kazanılan faiz, bankadan çekilmediği sürece anaparaya ilave edilerek faizin de faizi hesaplanır*”. (Ceylan, Korkmaz 2013: 23)

Bileşik faiz uzun vadeli finansal işlemlerde kullanılmaktadır. Bileşik faizde her dönemin anapara miktarı bir önceki dönemin faiz miktarı kadar artış

göstermektedir. Anapara miktarı her dönem için değişiklik göstermektedir. Bileşik faiz aşağıdaki gibi formüle edilebilir: (Babuşçu, Hazar 2017b: 198-199)

$$\text{Bileşik Faiz oranı} = (1 + \text{Döneme isabet Eden Faiz Oranı})^n - 1$$

Faiz miktarının rakamsal olarak istendiğinde anapara ile bileşik faiz oranı çarpılmaktadır.

Anapara x bileşik faiz oranı

$$\text{Vade sonu toplam tutar} = \text{Anapara} + \{(1 + \text{Döneme isabet Eden Faiz Oranı})^n\} - 1$$

1.3.2. Nominal Faiz / Reel Faiz

Nominal faiz, piyasalarda uygulanan faiz nominal faiz olarak ifade edilmektedir. Enflasyondan arındırılmamış faiz nominal faizi göstermektedir. (Öztürk 2014a: 317)

Reel faiz, nominal faizin enflasyondan arındırılması ile hesap edilen faize denmektedir. Diğer bir ifade ile devre sonunda kazanılacak faizin satın alma gücünde meydana gelen değişimden arındırılması ile hesap edilmiş olan faize denmektedir. Hesaplanacak olan enflasyon oranı paranın yatırıldığı zamandaki oran olmayıp devre bitiminde olması istenen enflasyon oranıdır. Reel faiz aşağıdaki şekilde formül ile ifade edilebilmektedir.

$$\text{Reel Faiz} = (1 + \text{Net Nominal Faiz}) / (1 + \text{Beklenen Enflasyon}) - 1$$

(<http://www.mahfiegilmez.com>)

1.3.3. Brüt Faiz / Net Faiz

Müşteri ile bankanın faiz ile ilgili işlemleri yaparken üzerinde anlaştıkları faiz **brüt faiz** olarak tanımlanmaktadır. Brüt faiz reklam, vergi ve komisyon gibi unsurları da kapsamaktadır. Brüt faizden ek masrafların çıkarılması ile elde edilen faize **net faiz** denmektedir. (Öztürk 2014a: 317)

1.3.4. Mevduat Faizi / Kredi Faizi

Ellerinde fazla fon bulunan kişilerin bu fonlarını bankalarda açtıkları mevduat hesabına yatırmaları durumunda belirli bir vade sonunda elde edecekleri faiz gelirine **mevduat faizi** denmektedir. Bankalar mevduat sahiplerine vadelerine

göre farklı oranlarla faiz ödemektedir. Bankalar kurumsal ve bireysel müşterilerine kullandırmış oldukları kredilerden faiz geliri elde etmektedirler. Bankaların elde ettiği bu faize **kredi faizi** denmektedir. Bankalar farklı kesimlere farklı isimlerle krediler vermektedir. Bu kredileri bireysel krediler (kredi kartı, tüketici kredisi), ticari/kurumsal krediler ve kobi kredileri şeklinde sınıflandırma yapılabilmektedir. Her bir kredi için uygulanan faiz oranı farklılık göstermektedir. (<http://www.mahfiegilmez.com>)

1.3.5. Sabit Faiz / Değişken Faiz

Sabit faiz, tarafların aralarında vade bitimine kadar faiz oranının değişmeyeceği konusunda anlaşmalarına sabit faiz denir. **Değişken faiz**, vade başında belirlenen faiz oranının belirli koşulların gerçekleşmesi durumunda ya da belirli dönemler itibarıyla değişebileceği üzerine anlaşmalarına denir. (<http://www.ekodialog.com>)

1.3.6. Gecikme Faizi (Temerrüt Faizi)

Borçlunun para borcunu vaktinde ödememesi sonucunda ödemesi gereken faize **gecikme (temerrüt) faizi** denmektedir. (Bilgili 2014: 145)

Başka bir tanıma göre, gecikme faizi, borçluya borcunu vadesinde ödememesi durumunda daha yüksek faiz oranı uygulanması olarak tanımlanmaktadır. Gecikme faizinde borçlunun borcunu kasten ödemediği varsayılmaktadır. Bu nedenle gecikme faizi borçlunun kusuruna bakılmaksızın uygulanmaktadır. (<https://www.celikavukatlık.com>).

1.3.7. Dönemsel Faiz (Gecelik, Günlük, Aylık, Yıllık)

Faize yatırılan paranın tespit edilen vade süresince getirmiş olacağı faiz gelirin **dönemsel faiz** denmektedir (<https://www.parabilir.com>). Dönemsel faiz döneme bağlı olarak yıllık, aylık günlük veya gecelik olabilmektedir. (Öztürk 2014a: 318)

1.3.8. Serbest Faiz / Kanuni Faiz

Serbest faiz, para talebi ve para arzının karşılaşması neticesinde piyasada oluşan faiz oranına denmektedir. Ekonomideki kaynakların etkin yatırım alanlarına

yönlendirilmesini sağlayan bu faiz talep ve arza göre piyasada taraflarca serbestçe belirlenmektedir. (Tezcan, 2009: 14)

Kanuni Faiz, kişilerin iradelerine bağlı olmadan kanun tarafından belirlenen faize denmektedir. Taraf olan kişiler sözleşmeye faiz koşulu koymasalar dahi, para borcunu yerine getirmeyen kişi aleyhinde kanuni faiz uygulanmaktadır. (<http://www.barandergisi.net>)

1.4. Faiz Oranı

Paraya ihtiyacı olan kimselerin alacakları borç paraya karşılık borç veren kişiye ödemeye razı oldukları orana **faiz oranı** denmektedir. Bu oran anaparanın bir yüzdesi şeklinde ifade edilmektedir. Faiz oranları yalnızca borç veren ile borç alan arasındaki ilişkiyi etkilememekte aynı zamanda tüm ekonomiyi, yatırım, tasarruf, büyüme ve işsizlik gibi makro değişkenleri de etkilemektedir. İşletmeler ve yatırımcılar açısından bakıldığında faiz oranları yatırım kararlarını etkileyen esas unsurdur. İster pay senedi ve diğer menkul kıymetlerin valüasyonunda, isterse sabit getirili menkul kıymetlerin valüasyonunda faiz oranları başlangıç noktası olmaktadır. Menkul kıymetlerin değeri faiz oranlarında meydana gelen değişimden etkilenmekte olup yatırım yapacak kişilerin yatırım tutumları da değişiklik göstermektedir. (Karan 2013: 111)

Faiz oranları iktisadi hayatta yakından takip edilen parametreler arasında yer almaktadır. Faiz oranları hem bireylerin hem de iş dünyasının tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Karar verme noktasında bireylerin paralarını tahvilde, konutta veya mevduatta değerlendirme konularını etkilemektedir. İş dünyası açısından paralarını bankaya yatırma veya fabrika kurma yönünde değerlendirmesinde etkili olmaktadır. (Parasız 2009: 68)

1.4.1. Nominal Faiz Oranı

Parasını vadeli bir hesapta değerlendirmeyi düşünen bir kişinin alacağı ya da kredi talebinde bulunmak için ticari bankaya başvuran bir iş adamının ödeyeceği faiz oranına **nominal faiz oranı** denilmektedir. (Karan 2013: 113). Diğer bir tanıma göre, enflasyonu dikkate almayan faiz oranı nominal faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. Kredi ve tahvillere uygulanan faiz oranıdır. Bir örnekle

açıklayacak olursak, 100 doları %6 faiz oranından borç alan bir kişi, enflasyon dikkate alınmadan 6 dolarlık faiz ödemeyi kabul etmesi demektir. (<https://tr.talkingofmoney.com.>)

1.4.2. Reel Faiz Oranı

Reel faiz oranı, riskin sıfır olduğu ve enflasyon beklentisinin olmadığı durumdaki faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. Zaman içinde reel faiz oranları iktisadi koşullar çerçevesinde değişmektedir. Reel faiz oranının tam olarak belirlenmesi zor olmaktadır. Faiz oranı finansal piyasalarda fon talebi ile fon arzının karşılaşması ile oluşmaktadır. Fon talebi faiz oranı ile ters yönde hareket ederken, fon arzı faiz oranı ile aynı yönde hareket etmektedir. Diğer koşullar değişmediğinde faiz oranı artarsa fon talebi düşmekte, fon arzı ise yükselmektedir. (Aydın ve diğ. 2012: 50)

1.5. Faiz Teorileri

Faiz oranlarını açıklamaya yönelik çeşitli teoriler vardır. Bu teorilerden Klasik Faiz Teorisi, Keynes'in Likidite Tercih Teorisi, Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi, Hicks-Hansen'in Neo Keynesyen Teorisi ve Tobin'in Portföy Kuramı açıklanacaktır.

1.5.1. Klasik Faiz Teorisi

Adam Smith'in Ulusların Zenginliği isimli eseri ile klasik iktisadi düşünce ortaya çıkmaktadır. Adam Smith'in faiz ile ilgili düşünceleri faiz yaklaşımlarında klasik iktisadi düşüncenin esasını teşkil etmektedir. Smith kar oranları ve faiz oranlarının beraber hareket ettiğini savunmaktadır. Aynı zamanda Smith, para sermayesi gereksiniminin toplam masraflardan fazla olması durumunda faiz oranının artacağını, para tasarrufu çoğaldığında faiz oranının azalacağını anlatmaktadır. (Demirgil, Türkay 2017: 143-144)

Klasik teoride faiz oranı reel bir parametre olarak ele alınmaktadır. Faiz, bireylerin bugünkü bir mal ile gelecek zamandaki aynı mal arasındaki seçimini göstermektedir. (Keyder, Ertunga 2012: 415)

Klasik faiz kuramında, faiz oranı kredi talebi ve tasarruf arzı tarafından belirlenmektedir. Klasik teoride, tasarruf faiz oranının artan işlevi olarak alınmaktadır. Tasarruf, bugünkü tüketim ile gelecekteki tüketim arasındaki seçimi ve bugünkü tüketimden vazgeçerek gelecekte daha fazla tüketim yapabilmeyi ifade etmektedir. Bu faiz oranı yükseldikçe tasarruflar yükselecektir şeklinde ifade edilebilmektedir. (Aslan 2009: 395)

1.5.2. Knut Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Knut Wicksell, parasal öğeleri reel faiz analizine dahil ederek parasal faiz kırımını geliştirmiş olan ekonomistler arasında yer almaktadır. (Aydın 2015: 210)

Wicksell' in kuramına göre, para arzı faiz oranı karşısında duyarlı olup ödünç verilebilir fonların talebi ile arzının eşit olduğu noktada faiz oranı dengede olmaktadır. Fon talep ve arzındaki değişimler faiz oranlarının değişmesine neden olmaktadır. Wicksell' e göre iki çeşit faiz oranı bulunmaktadır. Bu faiz oranları doğal faiz oranı ve parasal faiz (piyasa faiz) oranı olarak tanımlanmaktadır. Doğal faiz oranı işletilmekte olan gerçek sermayeden elde edilen kar oranı şeklinde ifade edilmektedir. Parasal (piyasa) faiz oranı ise bankaların kredi üzerinden talep ettikleri faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. (Günel 2012: 52)

Wicksell'e göre sermaye piyasasındaki ödünç verilebilir fon arzı parasal genişleme ve tasarruf olmak üzere iki kaynaktan gelmekte olup, fon talebi ise atıl para (ankes) ve yatırım talebi olmak üzere iki kaynaktan gelmektedir. Parasal (piyasa) faiz oranı, fon talebi ile fon arzını eşitleyen denge faiz oranıdır. (Keyder, Ertunga 2012: 415)

1.5.3. Likidite Tercihi Kuramı (Keynesyen Faiz Teorisi)

Keynesyen Faiz Teorisi olarak da adlandırılan likidite tercihi teorisini J. Maynard Keynes savunmaktadır. Wicksell faizi reel faktörlerle açıklamakta iken Keynes faizi parasal faktörlerle açıklamaktadır. Aynı zamanda Keynes ekonomide paranın önemli yerinin olduğu konusuna dikkatleri çekmektedir. Keynes' e göre faiz tüketimden değil, likiditeden vazgeçmenin bedeli olmaktadır. Para en likit değerdir. Bu nedenle kişiler sürekli olarak bir miktar parayı ellerinde tutmak zorunda

kalmaktadır. Kişilerin varlıklarının bir bölümünü ellerinde bulundurmalarına likidite tercihi denmektedir. (Öztürk 2014a: 333)

Halkın kıymet korumak amacı ile değerlendirebileceği iki çeşit varlığın yer aldığı hipotezi Keynes'in analizinin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Bu varlıklar tahvil ve paradır. Arz edilen para miktarı ile arz edilen tahvil miktarı toplamı ekonomideki toplam servet miktarını oluşturmaktadır. (Miskin 2000: 112)

Keynes' in para talebine yönelik açıklamaları: *“Likidite için tercihte birbirinden ayırdığımız üç unsur, kendilerini meydana getiren üç güdü ile tanımlanabilir. Bunlar 1- işlem güdüsü (kişisel ve ticari alışverişlerin cari zorunlulukları para gereksinimi gibi); 2- yedek güdüsü (gelecekte para değerinin, tüm kaynakları herhangi bir ölçüde etkileyebilecek değişiklik riskinden korunmak isteği gibi); 3- spekülasyon güdüsü (gelecekte, piyasanın kanısından daha iyi verim sağlayacağı düşüncesiyle yararlanmak gibi).”* (Keynes 1980: 173-174)

Bu güdülerden spekülasyon güdüsünün belli bir faiz esnekliği var iken, işlem ve yedek güdüsü faize karşı duyarsızdır. Spekülasyon amaçlı para talebi faiz oranının belirlenmesi konusunda ön plana çıkmaktadır. (Aydın 2015: 216)

1.5.4. Hick – Hansen'in Neo – Keynesyen Teorisi

IS-LM analizi Hick-Hansen tarafından geliştirilmiştir. Hick-Hansen'in faiz ile ilgili kuramı Keynes ve klasik teorilerin bir takım unsurlarını içermektedir. Bu teoriye göre gelir düzeyi ile faiz oranının belirlenmesi sadece reel sektör veya sadece parasal sektör ile gerçekleşmemekte olup her ikisi ile birlikte gerçekleşmektedir. IS-LM analizinde her gelir seviyesi için para talebini para arzına eşitleyen tek bir faiz oranı bulunmaktadır. Aynı zamanda her gelir seviyesi için tasarrufu yatırıma eşitleyen tek bir faiz oranı bulunmaktadır. IS eğrisi mal piyasasını dengeye getiren tüm gelir-faiz oranı bileşimlerini yansıtmakta olup, LM eğrisi para piyasasında para talebini para arzına eşitleyen gelir faiz oranı bileşimlerini yansıtmaktadır. IS ile LM nin kesiştiği noktada mal piyasası ve para piyasasının aynı anda dengede olduğu gelir düzeyi faiz oranı bileşimi elde edilmektedir. (Günel 2012: 53)

1.5.5. Tobin' in Portföy Teorisi

James Tobin, portföy teorisini açıklamaktadır. Tobin teorisinde Keynes' in likidite tercihi teorisinde ortaya koymuş olduğu analizleri daha da derinleştirmektedir. Dolayısıyla portföy teorisi likidite tercihi teorisinin bir uzantısı şeklinde düşünülmektedir. Likidite tercihi teorisinde yalnızca tahvil ve para dikkate alınırken, portföy teorisinde türlü reel ve finansal aktifler portföye dahil edilmektedir. (Öztürk 2014a: 336)

Tobin, Keynes'in teorisindeki spekülasyon para talebi ile ilgilenmiştir. Keynes' in teorisinde yer alan spekülasyon para talebinin eksik olduğu nokta servetin tümünün ya tahvil ya da para olarak elde tutulması tezidir. Keynes' in teorisine göre, eğer tahvilin beklenen getirisi paranın beklenen getirisinden küçük ise elde yalnızca para tutulmakta, tersi söz konusu ise yani tahvilin beklenen getirisi paranın beklenen getirisinden büyük ise elde yalnızca tahvil tutulmaktadır. Paranın ve tahvilin beklenen getirilerinin eşit olması halinde bireyler hem para hem de tahvil tutmaktadır. Tobin teorisinde varlıkların getirileri ile birlikte risk seviyelerini de dikkate almaktadır. (Demirgil, Türkay 2017: 151)

Tobin' e göre kişi için düşük risk yüksek getiri ön plandadır. Bireyler bu amaçları doğrultusunda servetlerini farklı yatırım araçları arasında dağıtım yaparak riski minimuma getirmek istemektedirler. Tobin' e göre kişilerin varlıkların getirisi ile para talebi arasında ters orantı bulunmaktadır. Varlıkların mevcut riski dikkate alındığında para talebi artmakta iken, varlıkların beklenen getirisi arttığında ise para talebi azalmaktadır. Tobin' e göre kişiler riskle karşılaşmamak için portföylerini çeşitlendirmekte olup portföylerini reel, finansal ve parasal yatırım araçlarının getirilerine göre oluşturmaktadır. Buna göre faiz oranlarının belirlenmesi konusunda para ile birlikte diğer yatırım araçlarının da rolü bulunmaktadır. (Karacan 2010: 14-15)



İKİNCİ BÖLÜM

2.DÖVİZ KURLARI

2.1. Dövizin Tanımı

En genel tanımla yabancı ülke paralarına döviz denmektedir. Dar anlamda döviz, yabancı ülke paralarını ifade etmektedir. Geniş anlamda döviz dış ödemelerde kullanılan araçların tamamını içine almaktadır. Bu araçlar arasında emre yazılı senet, pay senetleri, çek, tahvil ve hazine bonoları yer almaktadır (Öztürk 2012: 87).

Konuşma dilinde döviz denildiğinde, genel olarak nakit biçimindeki yabancı ülke paraları akla gelmektedir. Nakit yabancı ülke paralarına bankacılık uygulamalarında efektif veya efektif döviz denmektedir. Uygulamaya bakıldığında nakit olarak yapılan döviz işlemlerinin payı toplam döviz içinde düşük kalmaktadır. Yabancı para ile bankada tutulan fonların dolaşımını sağlayan araçlar ağırlık kısmını oluşturmaktadır. Bu araçların likiditesi yüksek olup, araçların arasında yabancı mevduat sertifikaları, ödeme emirleri, seyahat çekleri, banka transferleri, döviz poliçeleri yer almaktadır. Para yerine geçen ödeme araçlarına bankacılık uygulamalarında döviz adı verilmektedir. İktisadi analiz açısından döviz ve efektif ayırımının çok önemi bulunmamaktadır (Seyidoğlu 1994: 103-104).

2.2. Döviz Kuru Tanımları

Para uluslararası ticarete mübadele aracı olarak kullanılmaktadır. Ama dünyada yalnız bir para birimi olmadığından paralar arasında değer karşılaştırması yapmak ve bir parite tespit etmek gerekmektedir. Döviz kuru, yabancı paraların ulusal para cinsinden fiyatını göstermektedir. Başka bir deyişle, döviz kuru ulusal paranın başka yabancı paralar ile mübadele edilmesi oranını göstermektedir. (Öztürk 2012:88). İki para birimi arasında direkt olarak uygulanan kura **düz kur** denmektedir. Bazen uygulamada Türk lirası ile önce Dolar, sonra bu dolar ile sterlin, sonra da bu sterlin ile Euro satın alınabilmektedir. Böyle bir burumda Türk lirası ile Euro arasında oluşmuş olan kura **çapraz kur** denmektedir (Parasız 2003:520). Döviz

kurunun yükselmesi ulusal para biriminin değer kaybetmesi, döviz kurunun düşmesi ise ulusal para biriminin değer kazanması demektir (Öztürk 2012:88).

Döviz kurları bütün dünya piyasalarında iktisadi faaliyetleri etkileyen en önemli gösterge olmaktadır. Döviz kurlarında meydana gelen değişim makro ekonomilere etki ettiği ölçüde firmalara da etki etmektedir (Boyacıoğlu, Çürük 2016 :144). Burada döviz kurlarındaki değişimden sadece dış mali işlemler ve dış ticaret ile meşgul olan firmalar etkilenmemekte olup ayrıca çoğunlukla iç piyasaya yönelik faaliyette bulunan firmalar da etkilenmektedir. Aynı zamanda döviz kurlarındaki değişimler yerli malları yabancı rakip mallar karşısında iç piyasada daha pahalı ya da daha ucuz hale getirmekte olup yurtiçi firmaları etkilemektedir (Seyitoğlu 2013:299). Fiyat hareketlerine döviz kurlarının uyum sağlayamaması, gereğinden fazla değerlenmeyi de beraberine getirmektedir. Gereğinden fazla değerlenme belirlendiğinde ise genel bir politika olarak devalüasyon ortaya çıkmaktadır (Ertürk 1996:292).

Döviz kuru pay senedi piyasalarını etkileyen önemli bir unsur olmaktadır. Pay senedi fiyatları ile döviz kurları arasında ters yönlü ilişki bulunmaktadır. Döviz kurları düştüğünde pay senedi fiyatları artmakta, döviz kurları yükseldiğinde pay senedi fiyatları düşmektedir. Döviz kurlarının yükselmesi, ulusal para biriminin değerinin düşmesi demektir. Ulusal para biriminin değerinin düşmesi pay senetlerinin reel getirisini de düşürmektedir. (Boztosun 2010:41).

Farklı döviz kuru tanımlamaları bulunmakta olup nominal döviz kuru, reel döviz kuru ve efektif döviz kuru açıklanacaktır.

2.2.1. Nominal Döviz Kuru

“Nominal döviz kuru, bir birim yerli paranın yabancı para birimi cinsinden, ya da bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden ifade edilmesidir. Nominal döviz kuru, yani bir ülke parasının, diğer ülke paraları cinsinden değerinin ifade edildiği döviz kuru, gerek ülkeler arasındaki sermaye akımları gerekse ülkelerin dış ticaret hacmi üzerinde belirleyici rol oynamaktadır.” (Kardaşlar 2013:7). Bu tanım doğrultusunda, ulusal parayı lira, yabancı parayı dolar olarak düşünelim. Nominal döviz kurunun yükselmesi bir dolar satın alabilmek için daha fazla lira ödenmesi

gerektiğini göstermektedir. Sabit döviz kuru sisteminde, nominal döviz kurunun düşmesine reelüasyon, nominal döviz kurunun yükselmesine devalüasyon denmektedir. Dalgalı kur sisteminde ise, nominal döviz kurunun düşmesi, ulusal paranın nominal olarak değer kazandığını, yükselmesi ise ulusal paranın nominal olarak değer kaybettiğini ifade etmektedir (Çağlaırnak Uslu ve diğ. 2014:43).

Nominal döviz kuru, Bakanlar kurulu müdahaleleriyle belirli bir seviyede tutulmuş olan ve piyasada uygulanan fiyatı ifade etmektedir (Öztürk 2012:89).

2.2.2. Reel Döviz Kuru

Reel döviz kuru, iki ülke mallarının göreceli fiyatını ifade etmektedir. Bazen reel döviz kuruna ticaret haddi de denmektedir (Parasız 2003:520). Başka bir ifade ile nominal döviz kurunun, yurtdışı fiyat düzeyinin yurtiçi fiyat düzeyine oranı ile çarpılması sonucu bulunan döviz kuru reel döviz kuru olarak tanımlanabilmektedir (Büyükmumcu 2015:6) . Bu tanım formül olarak şu şekilde ifade edilebilmektedir.

$$R = N * \frac{P^*}{P}$$

Bu formülde yer alan N nominal döviz kurunu, P yurt içi fiyat düzeyini, P* yurtdışı fiyat düzeyini ifade etmektedir. *Reel döviz kuru, bir ülkenin rekabet gücünü göstermektedir. Ayrıca iki ülke arasındaki fiyat düzeyi değışmelerine göre ayarlanabilmektedir.* Reel döviz kuru dış ticaret başta olmak üzere birçok makroekonomik parametreye etki etmektedir (Büyükmumcu 2015:6). Reel döviz kurunun düşmesi, yurtiçi malların fiyatını göreceli olarak artırarak dışalımını artırmaktadır. Reel döviz kurunun yükselmesi ise, yurtiçi malların fiyatını göreceli olarak azaltarak dışsatımı artırmaktadır. Bu durumda reel döviz kurunun düşmesi dışsatımı azaltıp dışalımını artıracığından ülkenin dış ticaret dengesi negatif etkilenmekte, reel döviz kurunun yükselmesi dışalımını azaltıp dışsatımı artıracığından ülkenin dış ticaret dengesi pozitif etkilemektedir (Yıldız, Özdamar 2014:189).

2.2.3. Efektif Döviz Kuru

Efektif döviz kuru, ulusal para türünün değışik döviz türlerinden çeşitli kıstaslara göre ağırlıklandırılarak meydana getirilen bir sepete karşı endeks değeri olarak tanımlanmaktadır. Ulusal para biriminin finansal piyasalarda muamele gören fiyatına nazaran ne kadar değeri olduğunu göstermektedir. TCMB birim işgücü

maliyetlerini, üretici fiyat endekslerini ve tüketici fiyat endekslerini hesaba katan reel efektif döviz kuru endekslerini aylık olarak yayınlamaktadır (<https://www.paragaranti.com.>).

Bir ülkenin parasının nominal değerini ölçen çok yönlü döviz kuruna efektif döviz kuru denmektedir. Efektif döviz kuru reel ve nominal olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Yerli paranın ülkenin ticaret iştirakçilerinin paraları ile olan kurlarının ağırlıklı ortalamasından meydana gelen döviz kuruna nominal efektif döviz kuru denmektedir. Reel efektif döviz kuru ise nominal efektif döviz kuru üzerinden hesaplanan döviz kuruna denmektedir (Kılıçarslan 2016:5). Başka bir ifade ile ülkeler arasındaki maliyet ve fiyat farklarının birim işgücü maliyeti, tüketici fiyat endeksi, üretici fiyat endeksi gibi para kısıtlayıcılar kullanılarak nominal efektif döviz kurunun arındırılmış şekline reel efektif döviz kuru denmektedir. Reel efektif döviz kuru, ekonomilerin rekabet düzeylerinin ölçülmesinde kullanılan ekonomik göstergelerden biri olmaktadır (Karamollaoğlu 2017:42).

2.3. Döviz Kuru Sistemleri

Bir ülkede dış dünyaya karşı ödeme ile döviz kurlarının oluşumunu düzenleyen kuralların tümüne döviz kuru sistemi denmektedir. Döviz kuru sistemi tercihi, finansal sistemin istikrarını, ekonomik gelişmeyi, maliye ve para politikalarının yürütülmesini ve makroekonomik politikaların etkin olmasını etkilemektedir (Kavanoz 2017:4). Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru sistemi tercihi diğer ülkelere göre daha büyük önem arz etmektedir (Yanar 2008:163).

Bir ekonomide döviz piyasaları tam anlamıyla serbest bırakılmamakta ve hükümetler tarafından farklı şekillerde piyasaya müdahale edilmektedir. Hükümetler tarafından yapılan müdahaleler neticesinde sabit döviz kuru sistemi ve esnek döviz kuru sistemi olmak üzere iki tür döviz kuru sisteminden söz edilebilmektedir (Çelik 2011:215).

2.3.1. Sabit Kur Sistemi

Bir ülkenin parasının başka ülke paraları karşısındaki değerinin bakanlar kurulu tarafından tespit edilmesi ve sabitlenmesine sabit döviz kuru sistemi denmektedir. (Büyükmumcu 2015:8). Bu sistemde döviz talep ve arz koşullarına bakılmaksızın döviz kuru kamu otoriteleri tarafından belirlenmekte ve belirlenmiş

olan sınırların dışarısına çıkılmasına imkan vermemektedir (Öztürk 2012:101). Sabit kur sisteminde döviz talebinde oluşan bir değişiklik, faiz oranları aracılığı ile iktisadi faaliyetleri etkilemektedir. Döviz kurunun yükselmesi durumunda dışsattım artarken, dışalım artmakta ve bu durum neticesinde döviz olan talep artmaktadır. Döviz kuru sabitlenmiş olduğundan artmış olan döviz talebini karşılamak için Merkez Bankası piyasaya döviz satmakta ulusal parayı çekmektedir. Uygulamada sabit kur sistemi daha az esneklik daha yüksek kredibilite sağlamaktadır (Gök 2006:132).

Sabit döviz kuru sistemleri ilk olarak altın standardında uygulama alanı bulmuş olup, sonraki uygulamalarda bir yerli paranın başka ülke paralarına mutlak sabitlenmesinden ziyade önceden saptanmış müdahale bandı içinde hareket edebildiği sistemleri ifade ettiği görülmektedir. Bu sistemde üst ve alt sınırı önceden saptanmış olan kurun saptanan bandın dışarısına çıkması halinde merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bretton Woods Sistemi ayarlanabilir nitelikte sabit kur sistemi olup 1945-1973 yıllarında uygulamada kaldığı görülmektedir. Ancak, altının dolar fiyatı üzerinde oluşturduğu ve artmış olan spekülasyon anapara hareketlerinin saptanmış sabit kurlar üzerinde meydana getirdiği baskı 1960'lı yıllarda sistemin devam ettirilmesini zorlaştırdığı görülmektedir. Bununla birlikte 1972-1973 yıllarında yaşanan tüketim mallarının fiyatındaki artış ve 1973-1974 yıllarında gerçekleşen petrol krizi sistemin son bulmasının nedeni olarak söylenebilmektedir (Cengiz 2018:3).

2.3.2. Esnek Kur Sistemleri

Kurların piyasada talep ve arz koşullarına göre saptandığı, merkez bankasının kurun seviyesini döviz alım – satım işlemi yaparak değiştiremediği sistemlere esnek kur sistemi denmektedir (Arat 2003:6). Dalgalı kur sistemi olarak da adlandırılan esnek kur sisteminde döviz kuru döviz piyasasında talep ve arz tarafından saptanmaktadır (Öztürk 2014a:350).

Döviz kurlarındaki serbestleşmeler Bretten Woods sisteminin çökmesi ile oluşmaktadır. 1970' lerde sabit kur sistemi kullanılırken 1980' lerde esnek kur sistemine geçişler başlamaktadır. Esnek kur sistemine geçişle para kazanma

olasılıkları artarak, ülkelerin 1990' lı yıllarda esnek kur sistemini benimsemeye başladıkları görülmektedir (Kavanoz 2017:6).

Sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçiş ile, global anlamda tıkanmış sistemin ihtiyacı olan serbestlik sağlanmış olmaktadır. Bu geçişin iktisadi anlamda birçok pozitif gelişmeyi doğuracağı beklenmektedir. Döviz talep-arz devamlı ve otomatik eşitlendiğinden esnek kur sisteminde fiili olarak ödemeler bilançosu dengesizliği söz konusu olmamaktadır. Yine bu sistemde kurların serbestçe değişebilmesi ve piyasa hareketlerine göre oluşmasından dolayı dış rezervlere olan gereksinimi azalmaktadır (Cengiz 2018:4-5).

2.4. Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

Dövizde yaşanan gelişmelerle birlikte döviz kurları ile ilgili yaklaşımların ortaya çıkması da kaçınılmaz olmaktadır. Bu gelişmeler ışığında döviz kurlarını açıklamaya yönelik birçok yaklaşım karşımıza çıkmaktadır. Bu yaklaşımlardan satın alma gücü paritesi yaklaşımı, dış ticaret akımları yaklaşımı, parasalcı yaklaşım, Mundeli – Fleming modeli yaklaşımı, portföy dengesi yaklaşımı, faiz haddi paritesi yaklaşımı ve para ikamesi yaklaşımı açıklanacaktır.

2.4.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Dış ticaret akımları yaklaşımında döviz kurları, mal ve hizmet ticareti ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, döviz talebini yurtdışından satın alınan mal ve hizmetlerin finansmanı belirlemektedir. Döviz arzını da yurtdışına satışı yapılan mal ve hizmetlerden sağlanan gelirler belirlemektedir. Ülkelerin uluslararası rekabet gücünde dolayısı ile dış ticaretinde büyük etkiler yapan en önemli makroekonomik değişken döviz kurları olmaktadır (Öztürk 2012:111).

Dış ticaret akımları yaklaşımına göre bir ülkenin mal ithalat ve ihracatı yani dış ticaret dengesi döviz kurlarını ve ülkenin ulusal parasının değerini belirlemektedir. Dış ticaretin açık vermesi halinde yerli para değer kaybetmekte, dış ticaretin fazla vermesi halinde yerli para değer kazanmaktadır (Kılıçarslan 2016:9). Ülkedeki sermaye akımlarını dikkate almaması bu yaklaşımın en önemli eksiği olarak görülmektedir. Sermaye akımlarının dahil edilmemesi durumunda denge kuru ülkenin ithalatının ihracatına eşitlendiği kur olmaktadır. Sermaye akımlarının 1970'li

yıllarda Euro – dolar piyasasının gelişmesi ile hız kazandığı ve yine sermaye akımlarının dış ticaret bilançosuna göre döviz kurlarının oluşumunu daha fazla etkilediği görülmektedir (Ergin, Berkman 2016:106).

2.4.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Satın alma gücü paritesi sabit döviz kuru sisteminin İkinci Dünya savaşı sırasında işleyişinin bozulmasının ardından, yeni döviz kuru paritesinin ne olmalı sorusuna çözüm için ilk kez ekonomist Gustav Cassel tarafından ortaya atılmış bir yaklaşım olmaktadır (Yıldırım 2003:3). Bu yaklaşım döviz kurlarının piyasalarda serbest bir şekilde belirlenmesi halinde alacağı değer, ülkeler arasındaki nispi fiyat değişim oranlarının bir ölçüsü olacağını ifade etmektedir (<https://www.paranomist.com>). Satın alma gücü paritesi yaklaşımı, tek fiyat kanununun döviz piyasalarına uygulanmış şeklini ifade etmektedir (Seyitoğlu 2013:195).

Satın alma gücü paritesi; birincisi mutlak satın alma gücü paritesi, ikincisi ise göreceli satın alma gücü paritesi olmak üzere iki başlıkta ele alınmaktadır.

Mutlak satın alma gücü paritesine göre bir paranın yurtdışında ve yurtiçinde satın alma gücü sabit olmaktadır. Örneğin €TL kuru mutlak satın alma gücü paritesine göre ise bir Türk elinde bulunan yüz milyon TL ile ABD’ de de Türkiye’ de de aynı mal sepetini satın alabilmektedir. Göreceli satın alma gücü paritesi, döviz kurunun yurtdışı ve yurtiçi fiyatlar oranına eşit olduğu değil, döviz kur değişikliklerinin yurtdışı ve yurtiçi fiyat düzeylerinde meydana gelen değişimlerin bir yansıması olduğu savunmaktadır (<https://www.reitix.com>.)

2.4.3. Mundeli – Fleming Modeli Yaklaşım

Kurlarda değişimin beklenmediği bir ortamda iki ülke arasındaki sermaye hareketliliğinin, bu ülkelerde oluşan faiz oranı farklarını izleyeceği konusu Mundeli – Fleming modelinin çıkış noktasını oluşturmaktadır. Yani, sermaye hareketleri ile ilişkili kısıtlamaların olmadığı, kurların değişmediği bir ortamda B ülkesinde faizlerin yüksek olması halinde B ülkesine A ülkesinden sermaye hareketi başlamakta ve faizler arasında fark olduğu müddetçe sermaye akımı devam etmektedir (Paya 2013:155-156).

Bu yaklaşım tüm rejimlerin bir iktisadi maliyetinin bulunduğunu savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, kısa dönemde belirlenmiş fiyat düzeyinde, bağımsız para politikaları, sermaye hareketliliği ve sabit döviz kurunun aynı anda yürütülmesi mümkün olmamaktadır. Bu yaklaşıma göre, fiyat seviyesi kısa sürede mutlak olmakta ve bu yüzden para arzının artırılması kısa sürede çıktıda artıma sebep olmaktadır. Ayrıca bu yaklaşım, ülkeler arasındaki sermaye akımlarının tam olduğunu savunmaktadır. Bu nedenle, belirsizliğin bulunmadığı durumda ülkeler arasındaki faiz oranları eşit olmaktadır (Yanar 2008:166). Buradan hareketle, sermaye akımları ile ilişkili kısıtlamanın olmadığı hipotezi bu modelin eleştiriye açık noktasını ortaya koymaktadır (Paya 2013:156).

2.4.4. Parasalci Yaklaşım

Parasalci yaklaşım 1970' lerde Jacop Frankel, Robert Mundell, Harry Johnson, tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşımın esas amacı, dış dengeyi kurma mekanizmasını açıklamaktır (<https://www.paranomist.com>). Dış dengeyi etkileyen en mühim büyüklüğün para stoku olduğunu savunmaktadır. Dış denge bilançosunda meydana gelen dengesizliklerin esas kaynağını parasal istikrarsızlık olarak görmektedir. Bu yaklaşım reel faktörlerden ziyade parasal faktörler üstünde durmaktadır (Öztürk 2014b:374). Bu yaklaşımın temel varsayımları şu şekilde sıralanabilmektedir. i) yaklaşımdaki para arzı ve reel gelir dışsaldır. ii) mallarda ve sermayede tam serbestlik söz konusu olmaktadır. iii) yabancı varlıklar ile ülkedeki varlıklar birbirinin yerine kullanılabilir. Mal fiyatlarında katılık bulunmamaktadır. iv) ülkedeki para yalnızca ülke vatandaşları tarafından talep edilebilmektedir (Öruç 2016:104).

Parasalci yaklaşım, parasal araçlar ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Bu yaklaşımda, parasal araçlar ile nominal döviz kuru arasında güçlü bir ilişki var olmaktadır. Ayrıca bu yaklaşımda ülkenin fiyat düzeyinin para talebi ve para arzı tarafından belirlendiği savunulmakta olup farklı ülkelerin fiyat düzeylerinin aynı para birimine dönüştürülmesi durumunda aynı oranda olması gerekliliğini açıklamaktadır (Pazarlıoğlu, Güloğlu 2007:20-21).

2.4.5. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımı, James Tobin ve Harry Markowitz' in para talebi ve portföy teorisi üzerine yaptıkları çalışmalardan ortaya çıkmaktadır. Bu yaklaşım, döviz kurlarında karşılaşılan günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin talep ve arzlarındaki değişimler ile izah etmeye çalışmaktadır. Bu yaklaşımda, yatırım yapan kişi portföyünü kurarken bir risk seviyesinde kazanmayı beklediği gelir seviyesini ün üst seviyeye çıkaracak biçimde fonlarını türlü menkul değerler arasında pay etmektedir. Bu yaklaşıma göre, portföye dahil edilen menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesi riskin azaltılması için önemli olmaktadır (Öztürk, Bayraktar 2010:171)

Bu yaklaşıma göre, döviz kuru ile pay senedi fiyatı arasında negatif ve pay senedi fiyatından döviz kuruna doğru illi bir ilişki beklenmektedir. Bu yaklaşıma göre, pay senetlerinin fiyatının düşmesi yerli yatırımcıların varlıklarının düşmesine sebep olmaktadır. Yerli yatırımcı varlıkları azaldığında daha az para talep etmekte olup para talebi düştüğünde faiz oranları da düşmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen düşme sermaye çıkışlarına böylece döviz kurlarında yükselişe sebep olmaktadır (Ceylan, Yılmaz Şahin 2015:401). Pay senedi piyasasının yükselmesi ülkeye olan sermaye hareketlerini çekmekte ve bu da ulusal paraya talebi arttırmakta böylece döviz kurları düşmektedir (Belen, Karamelikli 2016:35).

2.4.6. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

Faiz haddi paritesi yaklaşımı, kurların oluşumunda çoğunlukla makroekonomik yapıyı dikkate almaktadır. Bu yaklaşıma göre dışa açılan ekonomide faiz haddinde oluşan artışlar ile sermaye girişindeki artış yerel paranın değerini yükselterek, kurların düşmesine neden olmaktadır. Ancak para talebinin belirleyici işlevlerinden olan faiz, para talebini azaltmakta ve enflasyon oranının yükselmesine neden olmaktadır. Enflasyon oranının yükselmesi sonucunda paranın değeri azalmakta ve kurlar artmaktadır (Polat 2017:10).

Faiz haddi paritesi yaklaşımının güvenceli faiz haddi paritesi ve güvencesiz faiz haddi paritesi olmak üzere iki farklı değerlendirmesi bulunmaktadır. Güvenceli faiz haddi paritesinin temelinde uluslararası mali yatırımcının faiz arbitrajı yapmak

için kendini kur riskine karşı koruması yer almaktadır. Esnek kur sisteminde kur değişimleri bu yatırımcılar için risk olmakta ve bu nedenle kur riskini azaltmak için yatırımcılar vadeli döviz piyasalarını değerlendirmektedir. Güvencesiz faiz haddi paritesinde ise, yatırımcılar faiz oranı düşük para birimi türünden borçlanarak yüksek getiri elde edilen para birimine yatırım yapmaktadır. Ancak yatırım yaptıklarında kendilerini kur riskine karşı korumamaktadır. Kur riskine karşı koruyucu önlem almamaları güvencesiz olduğunu göstermektedir (Kardaşlar 2013:27-30).

2.4.7. Para İkamesi Yaklaşımı

Para ikamesi genel bir ifade ile yurtiçindeki kimselerin ellerinde yerel para yerine yabancı para bulundurmaları olarak tanımlanabilmektedir. Para ikamesi yaklaşımını savunan ekonomistler para ikamesinin derecesinde artış olduğunda döviz kurunun düzensizleştiği, parlar arasında tam ikamenin söz konusu olduğu durumda ise döviz kurunun tespit edilemeyeceği sonucuna varmaktadır. Bu yaklaşım parasalcı yaklaşımın başka bir versiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yaklaşımda yabancı ve yerli yatırımcılar, yabancı ve yerli fonları korumaktadır. (Polat 2017:9-10).

Para ikamesi yaklaşımı, istikrarsız bir yerel paraya ve yüksek enflasyona sahip az gelişmiş ülkelerdeki kur hareketlerini belirtmekte etkili olmaktadır. Yerel paranın ödeme aracı olma ve değer saklama fonksiyonlarını tam olarak gerçekleştirmediği ülkelerde, kur istikrarsızlıklarının yaşanmasının yanında devletin para basmak suretiyle elde etmiş olduğu gelirlerinin de azalması söz konusu olmaktadır. yüksek enflasyon neticesinde ülke vatandaşları yabancı paraları elde tutmak isteyerek varlıklarının gerçek değerini muhafaza etme ve likit kaynakları sağlama imkanını elde etmekte olup vergi ödeme yükümlülüğünden kurtulmaktadır. (Cengiz 2018:10-11).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.PAY SENETLERİ

3.1. Pay Senedi Tanımı

Pay senetleri ile ilgili literatürde birçok tanım bulunmaktadır. Çalışmamızda bu tanımlardan bazılarına yer verilmektedir.

Pay senetleri, işletmelere ortaklığı temsil eden senet olarak tanımlanmaktadır. Pay senedi sahipleri şirketten temettü (kar payı) alma ile birlikte, yeni çıkartılacak pay senetlerinden öncelikli olarak satın alma hakkı kazanmaktadırlar (Seyitoğlu 2013:402).

Diğer bir tanımla pay senedi, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve anonim şirketlerde sermayenin belli bir kısmını temsil etmekte olan menkul kıymet olarak ifade edilmektedir. Anonim şirketler özkaynak ihtiyaçlarını pay senedi ihraç ederek karşılamaktadır (Aydın 2016:62).

Başka bir tanıma göre; pay senedi, işletmelerin yatırımlarını finanse etmek amacı ile çıkardıkları, alan pay sahiplerine ortaklık hakkı sağlayan ve ikincil piyasalarda kolaylıkla satılıp - alınabilen finansal araç olarak tanımlanmaktadır (Erdem 2014:60).

Başka bir tanıma göre ise; sermaye paylarını belgelendirmek için sermaye şirketlerinin ortaklarına vermiş oldukları kıymetli evraklara pay senedi denmektedir. Ancak tüm sermaye şirketleri pay senedi çıkarma yetkisine sahip olmamaktadır. Sermaye Piyasası Kurulundan izin almış olan sermaye şirketleri pay senedi çıkarabilmektedir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, anonim şirketler, özel kanunla kurulmuş kurumlar (Kamu İktisadi Teşekkülleri, sigorta şirketler, T.C. Merkez Bankası, bağlı ortaklıklar,) pay senedi çıkarma yetkisine sahip olabilmektedir (<https://www.muhasabedersleri.com>).

Pay senetleri 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 484-501' inci maddeleri arasında düzenlenmektedir. TTK m. 484'e göre pay senetleri hamiline

veya nama yazılı olmaktadır. Bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz; bu hükme aykırı olarak çıkarılanlar geçersizdir ibaresi yer almaktadır (Akbulak 2016:506).

Pay senetlerinde belli bir süre sınırı bulunmamakta olup devamlı kaynak niteliği taşımaktadır. Pay senetleri yatırımcılara tahvilden daha fazla getiri sağlamaktadır. Pay senetleri aynı zamanda enflasyona karşı daha iyi koruma sağlamaktadır. Ancak pay senetleri tahvillerden daha riskli bir yatırım aracı olmaktadır. Bunun nedeni, işletmenin kar dağıtımını yapmama kararı vermesi veya kar etmemesi halinde yatırımcı gelir sağlamamaktadır (Seyitoğlu 2013:401).

Bir ülkenin ekonomik gelişimine pay senedi piyasalarının çok büyük katkıları olmaktadır. Pay senedi piyasaları ile şirketler önemli miktarda özsermaye elde ederken, yurtdışı piyasalardan ülkeler de döviz elde etmektedir. Şirketler pay senedi ihraç ederek yeni ortaklar bulmakta şirketlerine özsermaye sağlamaktadırlar. Şirketin finansmanını özsermaye yolu ile sağlamanın şirkete en büyük katkısı finansman riskini azaltmaktadır (Şenol vd. 2018:120).

3.2. Pay Senedi Türleri

Pay senetleri temel olarak adi pay senetleri ve imtiyazlı pay senetleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Ancak bunun yanında farklı türleri bulunmaktadır. Bunlar; hamiline ve nama yazılı pay senetleri, bedelsiz ve bedelli pay senetleri, primsiz ve primli pay senetleri, kurucu ve intifa pay senetleri ve oydan yoksun pay senetleri olarak sıralanabilmektedir.

3.2.1. Adi Ve İmtiyazlı Pay Senetleri

Sahiplerine eşit haklar sağlayan pay senetleri adi pay senedi olarak tanımlanmaktadır. Adi pay senetleri kar payı hakkı sağlayan ve firmanın özkaynak sahipliğini gösteren pay senetleri olmaktadır. Bununla birlikte şirketin bütün finansal sorumlulukları bu pay senetlerinin üstünde yer almaktadır. Bu tür pay senetlerinin piyasa fiyatları işletmenin beklenen karlarına ve beklenen sermaye kazançlarına bağlı olmaktadır. İşletmenin beklenen karlar ve beklenen sermaye kazançları düşme eğiliminde ise, piyasa fiyatları da düşmeye başlamaktadır. İşletmeye olan sahipliğin

bir belgesi olmasından dolayı adi pay senedi sahibine oy hakkı yani yönetime katılma hakkı sağlamaktadır (Civan 2010:96-99)

İmtiyazlı pay senedi melez bir pay senedi olduğu söylenebilmektedir. Bazı tarafları ile bir tahvile ve diğer taraflar ile adi pay senedine benzemektedir. İmtiyazlı pay senedi, adi pay senedi sahiplerine kar payı dağıtılmadan önce ödenmesi gereken sabit bir kar payı hakkına ve tahviller gibi nominal bir değere sahip olmaktadır. Tekrar belirtmek gerekirse imtiyazlı pay senetleri, sahiplerine düzeli olarak sabit temettü kazanma hakkı tanımaktadır (Brigham, Houston 2014:321).

3.2.2. Hamiline Ve Nama Yazılı Pay Senetleri

Bu pay senetleri türünün ayırımının önemine pay senetlerinin devir işlemlerinde karşılaşılmaktadır. Nama yazılı pay senetleri, şirket defterinde yazılı olan kişiler adına düzenlenmekte ve dolayısı ile senedin mülkiyeti ismi yazılı olan kimseye ait olmaktadır. Esas sözleşmede aksine hüküm olmadığı sürece, pay senedinin mülkiyetinin devri şirket pay defterine kaydedilmesi ve satın alan kişiye teslim edilmesi ile gerçekleşmektedir (<http://www.ekodialog.com>).

Hamiline yazılı pay senetleri belli bir kişi ismine kayıtlı olmayan pay senetleridir. Hamiline yazılı pay senetlerinin satın alan kişiye teslim edilmesi ile mülkiyet devri gerçekleşmektedir. Şirketlerin bu türden pay senetlerini çıkarmaları için, pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. Hamiline yazılı pay senetlerinin devri daha kolay gerçekleşmektedir (Şenol 2018:31).

3.2.3. Bedelli Ve Bedelsiz Pay Senetleri

Bedelli pay senetleri, firmaların yeni fon kaynağı sağlamak amacı ile çıkarmış oldukları bedelli paylarını nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satmaları olarak ifade edilmektedir. Bedelli pay senetleri, mevcut olan ortaklara satılabileceği gibi diğer yatırımcılara da satılabilmektedir (<https://www.borsaistanbul.com>).

Bedelsiz pay senetleri, yeniden değerlendirme değer artış fonu, dağıtılmamış kar, iştiraklerdeki değer artışları ve gayrimenkullerin satışından elde edilen kazançların sermayeye eklenmesi yolu ile çıkarılmış olan ve firmaya fon girişi sağlamayan pay

senetleri olarak tanımlanmaktadır. Bedelsiz pay senetleri mevcut ortaklara bir bedel alınmadan payları oranında dağıtılmaktadır (Ceylan, Korkmaz 2012:450).

3.2.4. Primli Ve Primsiz Pay Senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal (itibari) değeri bulunmayan pay senedi ihraç etmek söz konusu olmamaktadır. Türk Ticaret Kanununda, nominal değerinden aşağıda bir bedel ile pay senedi ihraç edilemez denmektedir. Nominal değeri ile ihraç edilen pay senetlerine primsiz pay senedi; nominal değerinden yüksek bir bedel ile ihraç edilen pay senetlerine de primli pay senedi denmektedir. Bununa beraber, primli pay senedi ihraç etmek için ya genel kurul kararı alınması ya da ana sözleşmede hüküm bulunması gerekmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminde ise primli pay senedi ihraç edebilmek için ana sözleşmede belirtmek kaydı ile yönetim kurulu kararı gerekmektedir (Uğur 2009:14-15).

3.2.5. Kurucu Ve İntifa Pay Senetleri

Kurucu pay senetleri, belirli bir sermaye payını temsil etmemekle birlikte firmanın yönetimine katılma hakkı da vermemektedir. Esas sözleşme hükümleri gereğince, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere firma karınının bir kısmına ortaklık hakkı sağlamak ve her zaman kurucuların isimlerine yazılı olmak şartıyla ihraç edilmektedir (Karan 2013:318)

İntifa pay senetleri, şirket genel kurulunun kararı ile türlü hizmetler ve alacak karşılığı olarak şirket kuruluşundan çıkarılmış olan pay senetlerini ifade etmektedir. Bu pay senetleri belli bir sermaye payını temsil etmemektedir. Kuruludan sonra da alacaklılara ve hizmeti geçen kişilere her zaman intifa senedi verilebilmektedir (Taner, Akkaya 2009:124).

3.2.6. Oydan Yoksun Pay Senetleri

Yapılan son değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan Oydan yoksun pay senetleri yeni bir pay senedi türüdür. Oydan yoksun pay senetleri, oy hakkı hariç, sahibine dilediğinde tasfiye bakiyesinden ve kar payından imtiyazlı olarak faydalanma hakkı ve diğer ortaklık haklarını temin eden pay senetleri olarak ifade edilmektedir. Oydan yoksun pay senetlerinin nama yazılı olması koşulu tebliğ ile getirilmiştir. (Ceylan, Korkmaz 2012:466). Anonim ortaklıkların oydan yoksun

pay senedi ihraç edebilmeleri için esas sözleşmelerinde hüküm bulunması gerekmektedir. Oydan yoksun pay senetlerinin ihracı ve sermaye içerisindeki oranı, senetlerin şekli, türü ve kapsamı, kar payı dağıtımında tanınacak imtiyazlar, kar payı imtiyazı dışında tanınacak diğer imtiyazlar Kurul'ca tespit edilmektedir. (Taner, Akkaya 2009:124).

3.3. Pay Senetlerinin Ekonomik Açıdan Önemi

Pay senetlerinin ekonomik açıdan önemi şu şekilde sıralanabilmektedir (Civan 2010:100);

- Pay senetleri, ekonomik işletmelerin ve üretim araçlarının mülkiyetini geniş halk kitlelerine dağıtma yoluyla ekonomik refahı geniş bir tabana yaymakta, daha istikrarlı bir gelir dağılımı sağlamaktadır.
- Pay senetleri, geniş halk topluluklarının küçük tasarruflarını, büyük işletmeler içerisinde birleştirerek hızlı bir kalkınma için ihtiyaç duyulan sermaye birikimini sağlamaktadır.
- Pay senetleri halkın tasarruflarından ilave gelir sağlamakta, bu ilave geliri faiz vasıtasıyla değil enflasyona karşı, enflasyonla beraber değerlenen bir yatırım vasıtasıyla sağlamaktadır. Hem gelirin hem de yatırımın değerini enflasyona karşı korumaktadır.
- Pay senetleri halkı iktisadi kararlarda az veya çok söz sahibi ederek demokrasinin ekonomik tarafını tamamlamaktadır.
- Pay senedi aracılığıyla bertaraf eden bir finansman aracıdır. Bir firma işletme sermayesi ve yatırım olarak büyük tutarlı fonlara gereksinim duyduğunda bu fonları pay senedi ihracından başka hangi yoldan temin eder ise bunun aracılık maliyeti mevcuttur ve aracılık maliyeti en yüksek olan finansman türü ise banka kredisidir.

3.3. Pay Senedi Fiyat Tanımlamaları

Pay senetlerinin fiyat tanımlarına baktığımızda farklı fiyat tanımlamaları karşımıza çıkmaktadır. Bu tanımlar nominal (itibari) fiyat, ihraç fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatı olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır.

3.3.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Nominal fiyat, pay senedinin üstünde yazılı fiyatına denmektedir. Diğer bir ifade ile toplam sermayenin miktarını tespit edebilmesi ve ilgili muhasebe kayıtlarının yapılabilmesi için pay senedinin ilk kez çıkarılması sırasındaki ortaklık yönetimi tarafından verilmiş olan değer olarak söylenebilmektedir. Ülkemizde TTK' a göre pay senedinin nominal fiyatı en düşük 1 kr. olabilmektedir (Tezcan 2009:3).

3.3.2. İhraç Fiyatı

İhraç fiyatı, pay senedinin şirket tarafından çıkarıldığında satışa sunulmuş olduğu fiyatı ifade etmektedir. Türkiye' de genellikle firmaların çıkarmış oldukları yeni paylar itibari fiyat ile satılmaktadır. Ancak borsa değeri yüksek olan pay senedini çıkaran firma, nominal değerinin üzerinde bir ihraç fiyatı belirleyebilmektedir (Civan 2010:96).

3.3.3. Piyasa Fiyatı

Piyasadaki talep ve arz şartlarına göre belirlenmiş olan ve borsanın mevcut olması halinde borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyata piyasa fiyatı denmektedir (<http://www.ekodialog.com>).

3.3.4. Borsa Fiyatı

Borsa fiyatı, borsada muamele görmeye başlayan pay senetlerinin, borsadaki talep ve arz koşullarına göre ortaya çıkan fiyatı ifade etmektedir. Borsanın işleyişine bakılarak fiyatlar günlük olarak belirlenmekte ve kapanış, açılış, en yüksek, en düşük ortalama günlük fiyat gibi çeşitleri bulunmaktadır (Parasız 2000:235).

3.4. Pay Senedi Değer Tanımlamaları

Pay senetlerine verilen değerler açısından farklı birçok değer tanımlamaları bulunmaktadır. Çalışmamızda değer tanımlamalarından genel kabul görmüş olan nominal (itibari, kayıtlı) değer, işleyen teşebbüs değeri, defter değeri, gerçek değer, net aktif değer, tasfiye değeri, alternatif gelir değeri tanımlarına yer verilmektedir.

3.4.1. Defter Değeri

Defter değeri, bir işletmenin muhasebe değeri olarak da anılmakta olup işletmenin özkaynağının bilanço değeri ile değerlendirilmesi olarak ifade edilmektedir. Bu durumda defter değeri şu şekilde ifade edilebilmektedir.

Defter değeri = Toplam Aktifler – Borçlar

Bu formülde defter değeri özkaynağa eşit olmaktadır. Defter değeri “net değer”, net defter değeri gibi isimlerle de anılmaktadır. Defter değeri işletmenin geçmişteki verileri üstüne kurulmuş olup işletmenin gelecek dönemleri ile alakalı bilgi vermemektedir. Bir firmanın kayıplar sebebi ile defter değerinin düşmesi halinde, firmaya olan güven ve ilginin azalmasını, bu durum pay senetlerinin piyasa değerinin düşmesini ifade etmektedir. İşletmenin defter değeri yatırımcılar ve işletme yöneticileri açısından fazla bir anlam taşımamaktadır. Defter değeri işletmenin geçmiş değerlerine göre tespit edilmesinden dolayı en son defter değeri işletmenin en son yayımlanmış olan finansal tablolarına göre hesaplanmaktadır (Ercan, Ban 2014:118)

3.4.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye kelime anlamı olarak bir firmanın faaliyetine son vermesi ve kapanması demektir. İşletmenin tasfiye değeri, bütün varlıkların satılıp nakde çevrildikten sonra elde edilen gelirden borçların ödenmesi neticesinde kalan beledi ifade etmektedir. Net aktif değere benzer görünmüş olsa da tasfiye evresindeki bir firmanın, satışının acil ve zorunlu olması sebebi ile varlıklarının normal piyasa koşullarının çok daha altında fiyatlandırılacağı unutulmaması gerekmektedir. Tasfiye değeri bir firma için tespit edilen en düşük değer olarak tabir edilmektedir (<http://www.piyasarehberi.org>).

3.4.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, firmanın bir bütün olarak çalışır halde devredilmesi durumunda bulacağı değer mevzu bahis olmaktadır. Bu değer tespit edilmesinde firmanın kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının göz önüne alınması gerekmektedir. İşleyen teşebbüs değeri piyasa değeri için üst sınırı oluşturmakta iken, tasfiye değeri alt sınırı oluşturmaktadır (Ceylan, Korkmaz 2012:446)

3.4.4. Gerçek Değeri

Bir pay senedinin gerçek değeri o pay senedinin ait olduğu firmanın karlılık durumu, varlıkları, sermaye yapısı, dağıtılan kar payları gibi parametrelerin belirlediği değer olarak ifade edilmektedir. Gerçek değer bir anlamda da yatırımcıların, kendilerinin bu pay senedinden bekledikleri kazanç oranını ve firmanın gelecekte gelir yaratma potansiyelini dikkate alarak, firmanın pay senedi için ngrdğu, mevcut koşullar altında söz konusu pay senedi için normal buldukları değeri ifade etmektedir (Bolak 1994:104).

3.4.5. Nominal (İtibari) Değer

Pay senedinin üzerindeki yazılı değeri ifade etmektedir. Kayıtlı sermayenin miktarını tespit edebilmek ve sermayeye ait muhasebe kayıtlarını gerçekleştirebilmek için pay senetlerine birincil pazara sunulması sırasında verilmesi gereken değer nominal değerdir. Muhasebe açısından nominal değer önemli olup finans uygulamalarında pay senedinin sayısı önemli olmaktadır. sermaye artırımlarında ve pay başına kar hesap etmelerde nominal değerden yararlanılmaktadır (Ercan ve Ban 2014:119).

3.4.6. Net Aktif Değeri

İşletme bilançosunda gerekli düzenlemelerin yapılmasından sonra meydana gelen işletme varlık değerinden bütün borçların çıkarılması ile ulaşılan değeri ifade etmektedir. Bütün hesaplamalar cari piyasa fiyatları ile yapılmaktadır. Ulaşılan işletme zvarlık değeri, işletmenin pay sayısına bölündüğünde elde edilen değer pay senedinin net aktif değerini vermektedir (Atay 2018:8).

3.4.7. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından meydana getirilen sermayenin firma içerisinde firma sermayesi olarak değerlendirilmeyip, başka bir yatırım alanında değerlendirilmesi durumunda pay senetlerine harcanan sermaye miktarı ile sağlanabilecek alternatif gelirden bir paya denk gelen gelir tutarını ifade etmektedir. Türkiye’ de alternatif gelir değerinin tespiti, genel olarak banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile mukayese edilerek gerçekleştirilmektedir. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar arttıkça alternatif gelir hesaplamalar da çeşitlenmektedir (Parasız 2000:237).

3.5. Pay Senedi Sahiplerinin Hakları Ve Yükümlülükleri

Pay senedi sahiplerinin bir takım hakları ve yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu hakları ve yükümlülükleri aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir (Erdem 2014:61)

- **Oy hakkı:** Türk Ticaret Kanununa göre bu hak pay sahibinin kazanılmış hakkı olmaktadır. Her pay senedi sahibine en az bir oy hakkı vermektedir.
- **Kar payı hakkı:** Firmanın kar etmesi durumunda pay senedi sahibi payı oranında kara ortak olmaktadır.
- **Tasfiye bakiyesine katılma hakkı:** Tasfiye neticesinde bir artığın kalması durumunda bu hak geçerli olmaktadır. Her bir pay sahibi payı oranında bu haktan yararlanmaktadır.
- **Rüçhan hakkı (yeni pay alma hakkı):** Ortağın var olan sermayedeki payı oranında arttırılan sermaye bölümünden de aynı oranda pay alma hakkı olarak ifade edilmektedir.
- **Bilgi alma hakkı:** Pay sahiplerinin firma ile ilgili gerekli gördükleri bilgileri alma hakları bulunmaktadır.
- **Şirket yönetimine katılma hakkı:** Bu hak pay sahibinin şirket yönetim kurulunu seçme ve bu kurula seçilme hakkını ifade etmektedir.
- **Sermaye borcu:** hem yeni kuruluş aşamasında hem de sermaye artırım aşamasında, ortaklık taahhüdünde bulunmuş olan ortak taahhüdünü ifa etmekle yükümlü olmaktadır. taahhüt etmiş olduğu payların taksitlerini yönetim kurulunun belirlediği tarihlerde yatırmak zorundadır. Bu ödemeleri zamanında yerine getirmeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilmektedir.
- **Sır saklama borcu:** Her bir pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa bile şirketin sırlarını saklamak ile yükümlüdür.

3.6. Pay Senedinin Geliri

Pay senedi sahibi elinde bulunan pay senedinden iki çeşit gelir elde etmektedir. Bu gelirler sermaye kazancı ve kar payı (temettü) geliri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

3.6.1. Kar Payı (Temettü) Geliri

Temettü geliri, şirketlerin sene sonunda elde etmiş oldukları karın dağıtılmasından sağlanan geliri ifade etmektedir. Pay senetleri borsada muamele gören şirketler elde ettikleri karı dağıtıp dağıtmayacakları konusunda serbest bırakılmaktadır. Bu şirketler karını nakden veya kar payının sermayeye ilave edilmesi sureti ile pay senedi ihraç ederek dağıtabilmektedir. Pay senetleri borsada muamele görmeyen halka açık şirketler de dağıtılabilir karın yarısından az olmamak kaydıyla tespit edilecek kar payını nakden ödemek zorundadır (Koroğlu 2009:7-8).

3.6.2. Sermaye Kazancı

Sermaye kazancı zaman içerisinde pay senedinin değerinde oluşan artışı ifade etmektedir. Pay senedinin değerinde şirketin gelişmesine bağlı olarak oluşacak artıştan kaynaklanan sermaye kazancı, gelişmiş sermaye piyasalarının olduğu ülkelerde temettü gelirleri ile dengeli bir gelişme sergilemektedir. Ülkemizde ise temettü ödemeleri daha düşük seviyelerde kaldığından pay senedi yatırımlarında çoğunlukla sermaye kazancı geliri ön plana çıkmaktadır (Uğur 2009:6).

3.7. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörler

Pay senedi piyasaları dinamik bir yapıya sahip olup ekonomik, siyasi ve sosyal birçok faktörden etkilenmektedir (Şenol vd. 2018:121). Pay senedi getirileri işletme içi faktörlerden etkilendiği gibi işletme dışı faktörlerden de etkilenmektedir. Pay senedi getirilerini etkileyen faktörleri mikroekonomik faktörler ve makroekonomik faktörler olmak üzere iki temel gruba ayırmak mümkündür.

3.7.1. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Mikroekonomik Faktörler

Pay senedi getirilerini etkileyen mikroekonomik faktörlerin daha çok işletme ile ilgili faktörler olduğu söylenebilmektedir. Literatürde ele alınan mikroekonomik faktörler şu şekilde sıralanmaktadır.

- Finansal yapı
- Kar dağıtım politikası
- Yatırım kararları
- İşletmenin pay senetlerinin riski
- Sermaye artırımını

- Risk yönetimi
- İşletmenin pay senetlerinin mali değeri
- İşletme büyüklüğü

3.7.2. Pay Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler

Pay senedi getirilerini etkileyen birçok makroekonomik faktör bulunmaktadır. Literatüre bakıldığında genel olarak ele alınmış ve üzerinde en çok çalışılmış olan makroekonomik faktörler şu şekilde sıralanmaktadır.

- Faiz oranı
- Döviz kuru
- Para arzı
- Altın fiyatları
- Enflasyon oranı
- Sanayi üretim endeksi
- GSMH
- Dış ticaret hacmi
- Cari denge
- Küresel piyasalardaki gelişmeler

Döviz Kuru: döviz ve pay senetlerinin birbirinin yerine geçerek ihtiyaçları karşılıyor olması, pay senedini ve döviz rakip mallar olarak ifade etmemize olanak sağlamaktadır. Rakip mallar olarak gördüğümüz bu iki değer arasındaki ilişki negatif ve fonksiyoneldir. Dolayısıyla döviz kurundaki hareketlilik, yatırımcının elindeki pay senetlerini likit hale getirip döviz yönmesine yol açacaktır. Bu yöneliş pay senetlerinin değer kaybına yol açacaktır. Döviz kurundaki durgunluk veya düşüş durumunda ise süreç tam tersi yönde işleyerek, yatırımcı pay senedine yönelerek değer kazanmasına neden olacaktır. Sonuç itibarıyla döviz kurundaki hareketlilik pay senetlerine olumlu ya da olumsuz yönde değişiklik yaşanmasında önemli etkenlerden biridir (Kanalıcı 1997: 54). Ayrıca, döviz kurunun yükselmesi ulusal para biriminin değerini yitirmesine yol açmaktadır. Ulusal para biriminin değerini kaybetmesi firmaların finansal tablolarına etki ederek pay senedi reel getirilerinin düşmesine ve mali yapılarının bozulmasına sebep olmaktadır (Kanat 2011:28).

Faiz Oranı: piyasada faiz oranının değişiklik göstermesi, pay senedi fiyatlarının değişmesini etkileyen unsurlardandır. Nitekim pay senedi fiyatları, faiz oranıyla ters orantılı hareket etmektedir. Faiz oranın yükselmesi pay senetlerinin değerinin değer kaybına yol açarken faizin düşmesi pay senetlerinin değer kazanmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, faiz oranında yaşanan değişiklikler, pay senetlerindeki beklenen getirinin seyrini etkilemektedir (Ercan, Ban 2005: 179). Faiz oranlarında meydana gelen yükseliş, pay senetleri talebini düşüreceği gibi işletmelerin gelecekteki nakit akımlarının azalmasına, beklenen kazançlarının düşmesine ve finansman maliyetlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bu ise pay senedinin fiyatına olumsuz olarak yansımaktadır (Durukan 1999:27).

Faiz oranları arttıkça yatırımcılar genel olarak riski yüksek pay senedi yatırımlarından ziyade riski düşük ve kazancı yüksek olan devlet tahvillerini tercih etmektedirler. Faiz oranlarına karşı pay senedi piyasasının duyarlılığı fazladır. Faiz oranlarındaki değişikliklerin pay senedi fiyatı üzerindeki ters yönlü etkisini, yatırımcıların bu değişiklikleri yatırımdan beledikleri getiri oranını yansımasıyla açıklamak mümkündür (Kanat 2011:26). Ülkemiz genelinde pay senedi getirisi ile faiz oranı arasındaki ilişki negatif neticeler vermektedir. Banka mevduatı yatırımı ile pay senedi yatırımı birbirinin alternatifi olarak tercih edilen yatırım araçlarıdır. Tasarruflarını değerlendirmek isteyen yatırımcıların karşısına iki önemli yatırım aracı çıkmaktadır. Bu yatırım araçlarından birisi tasarrufları banka mevduatına yatırarak faiz geliri sağlamak, diğeri de bir şirketin pay senedini satın alarak kısa veya uzun vadede getiri sağlamaktır. Buradan hareketle, faizlerin düşmesi durumunda yatırımcıların pay senedini tercih etmesi, faizlerin yükselmesi durumunda yatırımcıların tahvil veya banka mevduatını tercih etmesinin doğal bir sonuç olduğunu söylemek mümkündür (Atay 2018:15).

Pazar Arzı: Bir ekonomide işlem gören para miktarının tamamına para arzı denilmektedir. Para arzı evvela finansal piyasaları direk etkilemektedir. Para arzının yüksek oluşu enflasyonun ana kaynağı olan faiz oranlarına etki edecek, enflasyonu kontrol etmek için alınacak önlemler pay senedindeki artışı olumsuz yönde etkileyecektir (Durukan 1999: 27).

Altın fiyatları: değerli madenlerden olan altın, pay senedinin alternatifi olarak görülen yatırım araçlarının en önemlisidir. Altının pay senetlerine olan etkisi de,

döviz kuruna benzer şekildedir. Yani altın fiyatlarının yükseliş göstermesi, yatırımcının altına yönelmesine neden olarak pay senedi değerlerinde düşüşe neden olmaktadır. Aksay ve Topçu (2013) tarafından yapılan araştırma bu durumu ispatlar nitelikte olmuştur. Yapılan çalışmada hisse senedi ve altın getirisi arasındaki ilişkiyi incelemek için regresyon analizi kullandıkları çalışma sonucunda, aralarındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Farklı bir ifadeyle altın fiyatları düştükçe pay senetleri yükselmekte iken, altın fiyatları düştükçe pay senetleri yükselmektedir. (Aksoy, Topçu 2013: 76).

Enflasyon: enflasyon oranındaki yükseliş beraberinde faizlerin yükselmesini getirmektedir. Dolayısıyla enflasyonun yükselmesi, yatırımcıların pay senetlerinden ziyade faize yönelmesine neden olacaktır. Dolayısıyla Enflasyonla pay senetleri arasındaki ilişkiyi negatif yönlü olarak ifade etmek mümkündür.

Sanayi Üretim Endeksindeki Değişiklik: Ekonomik faaliyetlerin işletme kazancına etkisi sebebiyle pay senetlerinin etkilendiğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla üretimdeki artış, beklentilerdeki nakit akışının artmasına ve pay senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır (Durukan 1999: 26).

Gayri Safi Milli Hasıla: Bir ekonominin belli zaman diliminde üretimi bitmiş veya hizmetler veya malların safi miktarının para cinsinden tutarlarını GSMH olarak ifade etmek mümkündür. GSMH oranında artış olduğunda, toplam gelir ve talep artışı olacaktır. Buna bağlı olarak fiyatların ve faiz oranlarının yükselişi gündeme gelecektir. Faiz oranındaki yükseliş ise, pay senetlerinde negatif bir etki yaratacaktır (Yalçın 2011: 63).

3.8. Literatür Taraması

Faiz oranı ve döviz kuru pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörler arasında yer almaktadır. Literatürde pay senetleri getirilerini etkileyen makroekonomik faktörler üzerine birçok çalışma bulunmaktadır. Yapılan bu çalışmaların birçoğunda makroekonomik faktörlerden faiz oranı ve döviz kurunun yer aldığı gözlemlenmiştir.

Durukan (1999), çalışmasında 1986-1998 dönemine ait verileri kullanarak döviz kuru, para arzı, ekonomik aktivite, enflasyon ve faiz oranı gibi makroekonomik değişkenlerle pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi zaman serisi

analizi ve En Küçük Kareler Yöntemi ile ele almıştır. Araştırma sonucunda, faiz oranının pay senedi fiyatlarını açıklamada en etkin makroekonomik değişken olduğunu ve pay senedi fiyatları ile faiz oranı arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğunu tespit etmiştir.

Önal ve diğ. (2002), çalışmalarında İMKB' de işlem gören 11 adet Özel Türk Mevduat Bankası ele alınarak eşbütünleşme tekniği ve zaman serileri birim kök analizini kullanarak, bankaların pay senetleri fiyatları üzerinde döviz kurunda yaşanan değişimlerin uzun dönemli etkisini araştırmışlardır. Döviz kurundaki değişimlerin uzun dönemde ele alınan 11 bankadan 2 bankanın pay senetleri fiyatlarının etkilendiği diğer bankaların pay senetleri fiyatlarının etkilenmediği sonucuna ulaşmışlardır.

Kasman (2004), çalışmasında 1986-2003 yılları arasındaki aylık verileri kullanarak, Türkiye açısından pay senedi piyasası oynaklığı ile para arzı, sınai üretim, döviz kuru, petrol fiyatları ve enflasyon oranı gibi makroekonomik faktörlerin oynaklığı arasındaki ilişkiyi GARCH tahminleri yöntemi ile incelemiştir. Pay senedi piyasası oynaklığı üzerinde sadece döviz kuru ve sınai üretim oynaklığının etkisi olduğunu tespit etmiştir.

Yılmaz ve diğ. (2004), çalışmalarında Ocak 1990 – Aralık 2003 dönemine ait verileri kullanarak İMKB endeksi, para arzı, tüketici fiyat endeksi, döviz kuru, faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve dış ticaret dengesi faktörlerinin pay senedi fiyatı üzerindeki etkisini Johansen-Juselius eşbütünleşme testi, En Küçük Kareler tahmin yöntemi, VEC modeli ve Granger nedensellik testi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda pay senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasında farklı derecelerde de olsa bir ilişkinin olduğunu gözlemlemişlerdir.

Özün ve Çifter (2006), çalışmalarında bankaların pay senedi getirileri üzerinde yıllık bileşik faiz oranlarındaki değişikliklerin etkisini dalgacıklar analizi yöntemi ile ele almışlardır. Referans hazine bonosunun bir yıllık bileşik faiz oranı ve İMKB Bankacılık Endeksi' nin 02/01/2002-18/08/2006 dönemine ait günlük verilerini kullanarak zaman serileri analizi ile incelemişlerdir. Yaptıkları analizin sonucunda, faiz riskinin bankaların pay senedi getirileri üzerinde önemli bir belirleyici olduğunu tespit etmişlerdir. İnceleme sonucunda, faiz oranının endeks

üzerinde 16 güne kadar etkisi olduğunu, 16 günden 63 güne kadar uzun dönemde etkili olmadığını fakat 64. günden itibaren tekrar etkili olmaya başladığını gözlemlemişlerdir.

Ayvaz (2006), Türkiye’ de pay senetleri piyasası ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi döviz kuru (ABD doları), İMKB ulusal 100 endeksi ve sektör bazında pay senetleri endekslerini (hizmet sektör endeksi, sanayi sektör endeksi ve mali sektör endeksi), kullanarak zaman serisi analizi ile araştırmıştır. Çalışmasında yer alan verilerden hizmet sektör endeksi 1997:1-2004:12 yıllarını, diğer veriler ise 1991:1-2004:12 yıllarını kapsamıştır. İnceleme sonucunda, döviz kuru ile mali sektör endeksi, sanayi sektör endeksi ve ulusal 100 endeksi arasında uzun dönemli istikrarlı bir ilişki olduğunu, ancak döviz kuru ile hizmet sektör endeksi arasında ilişki olmadığını tespit etmiştir.

Erbaykal ve Okuyan (2007), çalışmalarında 13 adet gelişmekte olan ülkede pay senetleri fiyatları ve döviz kuru arasındaki nedensellik ve eşbütünleşme ilişkisini aylık verileri ele alarak incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, eşbütünleşme ilişkisi var olan 6 ülkede değişkenler arasında uzun dönemde negatif bir ilişki olduğunu ve nedensellik ilişkisi var olan 8 ülkeden 5 tanesinde pay senetleri fiyatlarından döviz kuruna doğru, 3 tanesinde ise çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Demir ve Yağcılar (2009), pay senetleri İMKB’ de işlem gören bankaların pay senedi getirileri ile döviz kuru, kapasite kullanım oranı, hazine bonusu faiz oranı, İMKB 100 endeksi, para arzı, sanayi üretim endeksi, altın fiyatları, ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmasında 2000-2006 yılları arasında İMKB’ de devamlı işlem gören 13 bankanın aylık getirilerini arbitraj fiyatlama modeli ile ele almışlardır. Araştırma sonucunda döviz kuru ile bankalara ait pay senedi getirileri arasında küçük de olsa pozitif ilişki olduğunu saptamışlardır. Hazine bonusu faiz oranları ile pay senedi getirileri ile arasında kısmen negatif yönlü bir ilişkinin var olduğunu tespit etmişlerdir..

Tezcan (2009), çalışmasında faiz oranlarının pay senedi getirileri üzerindeki etkisini, 02.01.2003-17.10.2008 dönemleri kapsamında İMKB’ de işlem gören sektörlere ait endeksler ve devlet iç borçlanma senetlerinin gösterge niteliğindeki bileşik faiz oranlarını kullanarak TGARCH modeli ile incelemiştir. Çalışma

sonucunda, pay senedi getirileri üzerindeki oynaklığı faiz oranlarında meydana gelen değişimin önemli miktarda ve negatif yönde etkilediğini ve mali sektör üzerinde en çok etki ettiğini tespit etmiştir.

Bilir (2009), çalışmasında 10 farklı makroekonomik faktörün İMKB’ de işlem gören ve İMKB 100 endeksinde yer alan 70 tane pay senedi fiyatları üzerindeki etkisini 2001:01 – 2008:12 dönemine ait verileri kullanarak regresyon analizi ile incelemiştir. İnceleme sonucunda ele alınan pay senetleri fiyatları üzerinde mevduat faiz oranının pozitif yönde etkisinin olduğunu tespit etmiştir.

Köroğlu (2009), çalışmasında enflasyon, altın fiyatları, döviz kuru (Amerikan doları), petrol fiyatları ve para arzı gibi makroekonomik faktörler ile pay senedi getirileri arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkisi Johansen Eşbütünleşme testi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda döviz kuru (Amerikan doları) ile pay senedi fiyatları arasında uzun dönemde pozitif yönde bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Demirel Elitaş (2010), çalışmasında Türkiye’ de pay senedi getirileri ile makroekonomik faktörler arasındaki nedensellik ilişkisini 1998 yılı birinci çeyreği ile 2009 yılının son çeyreği arasındaki dönem verilerini kullanarak Granger nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonu analizleri ile incelemiştir. Araştırma sonucunda, pay senedi ile döviz kuru nedensellik ilişkisinde döviz kurundan pay senedi endeksine doğru uzun dönemde, pay sendi endeksinden döviz kuruna doğru hem kısa hem uzun dönemde nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmiştir. Pay senedi endeksi ile faiz oranı arasında tek yönlü kısa dönem nedenselliği olduğunu ve bu nedenselliğin pay senedi endeksinden faiz oranına doğru olduğunu tespit etmiştir.

Boztosun (2010), İMKB’ de pay senetleri işlem gören bankaların pay senedi getirileri ile repo ve hazine bonusu ağırlıklı faiz oranı, GSYİH, döviz kuru, iç borç, banka endeksi ve portföy yatırımları gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Çalışmasında 2002-2009 yılları banka getirilerinin aylık verilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda, repo ve hazine bonusu ağırlıklı faiz oranı ile bankacılık pay senedi getirisi arasında azda olsa birebir ve ters yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir. Döviz kuru ile pay senedi getirisi arasında incelemiş olduğu dönemde döviz kurunda çok dalgalanmaların olmadığı istikrarlı bir dönem yaşanmış olmasından dolayı burada olumlu etki ettiği gözlemiştir.

Özer ve diğ. (2011), 1996:1-2009:12 dönemine ait aylık verileri kullanarak, İMKB-100 endeksi ile döviz kuru, faiz oranı, dış ticaret dengesi, para arzı, sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi ve altın fiyatları gibi makroekonomik parametreler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada VEC modelleri, Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi, En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi ve Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda, pay senedi fiyatı ile bazı makroekonomik parametreler arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Sayılgan ve Süslü (2011), 1999-2006 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik değişkenlerin pay senedi getirileri üzerindeki etkisini dengeli panel veri analizini kullanarak incelemiştir. Çalışma sonucunda gelişmekte olan ülkelerdeki pay senedi getirilerinin enflasyon oranı, Standart and Poors 500 endeksi, döviz kuru ve enflasyon oranından etkilendiğini; para arzı, faiz oranı, petrol fiyatları ve GSYİH ile pay senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir.

Altıntaş ve Tombak (2011), çalışmalarında Türkiye’de 1987-2008 yılları arasındaki üç aylık veriler ile pay senedi fiyatlarının belirlenmesinde etkili olan parasal ve reel parametreler arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testleri ve VAR yöntemi ile tahmin etmeyi hedeflemiştir. Araştırma sonucunda, pay senedi fiyatları ile reel döviz kuru arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Kanat (2011), çalışmasında mikroekonomik faktörler ve faiz oranı (hazine iç borçlanma faiz oranı) ve döviz kuru (Amerikan doları) da içinde yer alan makroekonomik faktörler ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi sabit etkiler panel veri modeli ile incelemiştir. Çalışma sonucunda faiz oranı ile pay senedi getiri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu, döviz kuru ile pay senedi getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Ayaydın ve Dağlı (2012), çalışmalarında pay senedi getirisini etkileyen döviz kuru, sanayi üretim endeksi, faiz oranı, para arzı ve enflasyon oranı gibi makroekonomik parametreler ile milletlerarası pay senedi piyasasının göstergesi olan S&P 500 endeksinin pay senedi getirisini etkileme gücünü tespit etmeye

çalışmışlardır. Çalışmalarında 1994 – 2000 dönemine ait 16 yıllık süre ve değişik coğrafi bölgeden 22 gelişen piyasaya yer vermişlerdir. Çalışmaları sonucunda pay senedi getirisinin 2008 Küresel Finansal Krizinden, 1997-1998 Doğu Asya Krizinden ve döviz kurundan negatif etkilendiğini saptamışlardır. Çalışmalarında pay senedi getirisi üstünde mevduat faiz oranının negatif etkisinin var olduğunu ve aynı zamanda var olan bu etkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu tespit etmişlerdir.

Yurttançıkılmaz (2012), Türkiye için Ocak 1994 – Aralık 2010 dönemi verilerini kullanarak döviz kurlarının ve enflasyonun pay senedi getirileri üzerinde etkilerinin var olup olmadığını zaman serisi analizi ve Granger nedensellik testi ile incelemiştir. İnceleme sonucunda, İMKB endeksi üzerinde söz konusu dönemde döviz kurlarının düşük seviyeli ve negatif yönlü etkisinin olduğunu tespit etmiştir.

Berke (2012), çalışmasında 2002:04-2012:07 yılları arasında Türkiye’de TL/USD döviz kuru ile İMKB100 fiyat endeksi arasındaki ilişkiyi DOLS, CCR ve FMOLS yöntemlerini kullanarak incelemiştir. Çalışma sonucunda İMKB 100 Endeksi ile TL/USD döviz kuru arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Oktay (2013), Borsa İstanbul’ da işlem gören inşaat ve otomotiv firmalarından 21 firmaya ait pay senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Ocak 2007 - Aralık 2009 kriz dönemi ve Ocak 2010 – aralık 2012 kriz olmayan dönem olarak çoklu regresyon analizi ile incelemiştir. Araştırma sonucunda, kriz döneminde inşaat sektörü değişkeni ile mevduat faiz oranı ve dolar değişkeni arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir. Kriz olmayan dönemde inşaat sektörü endeksi ile mevduat faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Çalışma sonucunda otomotiv sektörü pay senedi fiyatlarının çalışmada yer alan makroekonomik faktörlerden etkilenmediğini saptamıştır.

Kaya ve diğ. (2013), İMKB 100 endeksi ile sanayi üretim endeksi, faiz oranı, para arzı ve döviz kuru gibi bazı makroekonomik parametreler arasındaki ilişkiyi 2002:1 ve 2012:6 dönemleri için çoklu doğrusal regresyon yardımıyla incelemiştir. Çalışma sonucunda İMKB 100 endeksi ile döviz kuru (TL/USD) arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu, sanayi üretim endeksi ve faiz oranı ile

pay senedi getirileri arasında istatistiki olarak anlamsız bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Sevinç (2014), 2003:1-2013:3 döneminde mevduat faiz oranı, para arzı, döviz kuru sepeti, cari işlemler dengesi, enflasyon oranı, altın fiyatı, ithalatın ihracatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı ve sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik parametreler ile BIST-30 endeksinde işlem gören pay senetleri arasındaki ilişkiyi arbitraj fiyatlama modelini kullanarak incelemiştir. Çalışmasında BİST' de sürekli işlem gören 21 adet pay senedini kullanmıştır. Çalışma sonucunda, döviz kurundaki değişim ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu tespit etmiştir. Mevduat faiz oranları arttıkça pay senedi getirilerinin düştüğü yöndeki beklenti ile aynı yönde sonuç elde etmiştir.

Şentürk ve Dücan (2014), çalışmalarında Türkiye' de Ocak 1997 – Mayıs 2013 döneminde borsa getirisi üzerindeki döviz kuru ve faiz oranı dinamiklerinin etkilerini Granger nedensellik analizi, varyans ayrıştırma ve etki-tepki analizleri ile incelemiştir. Faiz oranı ve döviz kurunun borsa getirisini yaklaşık üç ay negatif etkilediği, borsa getirisi üzerinde faizin döviz kurundan daha etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Borsa getirisinin faizdeki değişimlere döviz kuruna göre daha duyarlı olduğunu gözlemlemiştir.

Ceylan ve Yılmaz Şahin (2015), pay senedi fiyatları ile döviz kuru (dolar kuru) arasındaki ilişkiyi 2006:1 – 2015:4 dönemi aylık verileri kullanarak kısa dönem zaman serileri vasıtası ile uzun dönem Johansen ko-entegrasyon ve hata düzeltme modeli ile araştırmışlardır. Çalışmalarında kısa dönemde döviz kurundan pay senetleri fiyatlarına doğru tek yönlü nedensel bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Uzun dönemde ise kur ve pay senedi fiyat endeksi ilişkilerinin birlikte hareket ettikleri sonucuna varmışlardır.

Çetin ve Bitirak (2015), çalışmalarında 2000:01–2009:12 dönemi İMKB' de işlem gören pay senetlerinin getirileri üzerinde tüketici fiyat endeksi, ihracatın ithalatı karşılama oranı, sanayi üretim endeksi, imalat sanayi kapasite kullanım oranı, altın fiyatları, dolar döviz kuru, tasarruf mevduatı faiz oran, cari işlemler dengesi, iç borç stoku, para arzı makroekonomik parametrelerden hangilerinin belirleyici olduğunu Arbitraj Fiyatlama Modeli çerçevesinde incelemiştir. Çalışmalarında

verileri en küçük kareler yöntemine göre değerlendirmiş ve analizde doğrusal regresyon yöntemini kullanmışlardır. Araştırma sonucunda tasarruf mevduatı faiz oranı ve külçe altın gram fiyatı parametrelerinin İMKB-100 endeksini negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.

Poyraz ve Tepeli (2015), 1995:12-2011:11 dönemine ait verileri kullanarak pay senedi fiyatlar ile para arzı, enflasyon, döviz sepeti, hazine bonusu faiz oranı, altın fiyatları ve sanayi üretim endeksi gibi bazı makroekonomik parametreler arasındaki ilişkiyi, Granger nedensellik testleri, çoklu regresyon modeli ve korelasyon analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, döviz kuru ve hazine bonusu faiz oranlarının pay senedi fiyatlarını etkileyen en önemli parametreler olduğunu tespit etmiştir.

Güngör (2015), çalışmasında Borsa İstanbul'da sürekli verisi mevcut olan 10 banka pay senedi verimi üzerinde makroekonomik faktörlerin (döviz kuru, para arzı, enflasyon oranı, faiz oranı, altın fiyatı, büyüme oranı) etkisini panel veri analizi ile incelemiştir. İnceleme sonucunda, banka pay senedi verimleri ile döviz kuru arasında negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğunu, banka pay senedi verimleri ile faiz oranı arasında negatif yönlü ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Candan (2015), çalışmasında 2007-2014 yılları arasındaki borsadaki elektrik ve iletişim sektörü endeksleri ile bir takım makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi etki-tepki analizi, ve granger nedensellik ve varyans ayrıştırma analizi ile incelemiştir.

Özkul ve Akgüneş (2015), çalışmalarında bankaların getirilerine etki eden faiz oranı ve döviz kurunun da içinde yer aldığı 9 adet parametreyi ele almışlardır. Banka getirilerini olarak BIST 10 Banka getiri endeksini kullanmışlardır. Çalışmalarında, 2010:1-2014:7 yılları arasındaki aylık verileri kullanarak BIST 10 Banka endeksine etki eden makroekonomik parametreleri çoklu doğrusal regresyon modeli ile ele almışlardır. Araştırma sonucunda, faiz oranı ile BIST 10 Banka endeksi arasında anlamsız bir ilişki olduğu ve döviz kurunun BIST 10 Banka endeksi üzerine etkisinin olmadığını gözlemlemişlerdir.

Belen ve Karamelikli (2016), Türkiye’ de döviz kurları ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ARDL eş bütünleşme yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, Türkiye’ de döviz kurları (dolar) ile pay senedi getirileri arasında uzun vadeli denge ilişkisinin var olduğunu ve pay senedi fiyatları üzerinde döviz kurlarının (dolar) negatif yönlü etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Boyacıoğlu ve Çürük (2016), çalışmalarında Borsa İstanbul 100 endeksinde 2006-2014 yılları arasında işlem gören ticaret ve imalat sektöründe faaliyette bulunan 42 şirket ile döviz kuru değişimlerinin pay senedi getirilerine etkisi panel veri analizi kullanarak incelemişlerdir. Çalışmalarında döviz kurunda meydana gelen değişimin pay senedi getirisi üstünde %1 anlamlılık seviyesinde pozitif yönde etki ettiğini gözlemlemişlerdir.

Coşkun ve diğ. (2016), çalışmalarında Ocak 2005 – Eylül 2015 dönemine ait aylık verileri kullanarak BIST endeksi ile döviz kuru, faiz oranı, ithalat miktarı, ihracat miktarı, altın fiyatı ve sanayi üretim endeksi değişkenleri arasındaki ilişki nedensellik testi ve etki tepki fonksiyonu aracılığı ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, döviz kurundan BIST’ e doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu gözlemlemişlerdir.

Kendirli ve Çankaya (2016), Türkiye için Ocak 2009 – Mart 2015 dönemine ilişkin enflasyonun ve döviz kurunun BIST bankacılık endeksi üzerine etkisini Granger nedensellik testi, Johansen Eş bütünleşme test ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda BIST Bankacılık endeksi açısından döviz kuru ve enflasyonun %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı bir etkisi olmadığını tespit edilmiştir. Ancak %10 anlamlılık seviyesinde bakıldığında Bankacılık endeksinden döviz kuruna doğru tek yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Coşkun ve Ümit (2016), Ocak 2000 – Temmuz 2014 dönemine ilişkin aylık verileri kullanarak, BIST 100 pay senedi getirisi ile altın fiyatı, döviz kuru, reel konut fiyat endeksi ve mevduat faiz oranı arasındaki uzun dönemli ilişkiyi eşbütünleşme yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda BIST 100 pay senedi endeksi getirisi ile altın fiyatı, döviz kuru, reel konut fiyat endeksi ve mevduat faiz oranı arasındaki uzun dönemli bir ilişki olmadığını gözlemlemişlerdir.

Ersoy ve Koy (2016), çalışmalarında döviz kurları (EURO,USD), BİST Banka ve BİST Sınai endekslerini ele alarak 2011:01-2014:12 dönemine ait günlük verileri kullanarak VAR metodu ile Türkiye’de pay senetleri fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, BİST Banka endeksindeki değişimlerin hem Euro/TL hem de Dolar/TL kurunu negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.

Alper ve Kara (2017), Ocak 2003 – Şubat 2017 yılları arasında faiz oranı, altın fiyatları, enflasyon oranı, petrol fiyatları, para arzı, sanayi üretim endeksi, dış ticaret dengesi ve döviz kuru verilerinin pay senedi getirileri üzerindeki etkisini etki tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizi ile incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, pay senetleri fiyatları ile altın fiyatları, döviz kuru, faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve dış ticaret dengesi arasında bir etkileşim olduğunu saptamışlardır.

Budak ve diğ. (2017), çalışmalarında 2005:1-2016:12 dönemindeki BIST-100, BIST-50 ve BIST-30 endeksleri ile makroekonomik parametreler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini ARDL ile incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, döviz, faiz oranı ve UFE ile BIST-30, BIST-50 ve BIST-100 endeksleri arasında uzun dönemde bir eşbütünleşme olduğunu tespit etmişlerdir.

Özmen ve diğ. (2017), çalışmalarında Ocak 1997 – Mart 2017 dönemini içine alan aylık verileri kullanarak pay senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler (tüketici fiyat endeksi, faiz oranı, döviz kuru) arasındaki ilişkiyi VEC, Granger nedensellik testi ve Johansen eşbütünleşme analizi ile araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, döviz kurundan BİST 100’e doğru tek yönlü, BİST 100’den faize doğru çift yönlü, faizden döviz kuruna doğru çift yönlü ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir.

Şenol ve diğ. (2018), Borsa İstanbul bünyesinde gereç bakımı, metal eşya ve makine sektöründe sürekli faaliyet gösteren 23 adet firmanın 2010-2017 dönemine ait verileri kullanarak dinamik panel veri analizi ile pay senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik ve işletme içi faktörleri incelemişlerdir. Çalışmalarında aktif karlılık oranı, kaldıraç oranı, cari oran ve ekonomik büyümenin pay senetleri fiyatlarını pozitif yönde, Euro bölgesi faiz oranının pay senedi fiyatlarını ise negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Topaloğlu ve Karakozak (2018), çalışmalarında 2007:12 – 2017:9 yılları arasında BIST Banka Endeksi' nde pay senetleri işlem görmekte olan 13 bankaya ait pay senedi getirileri ile makroekonomik faktörlerden faiz oranı, enflasyon oranı, para arzı, döviz kuru ve altın fiyatı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi kullanarak incelemişlerdir. Pay senedi getirisi ile faiz oranı ve döviz kurları arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Atay (2018), çalışmasında döviz kuru ve faiz oranının içinde yer aldığı 8 makroekonomik parametrenin BİST 100' de işlem gören 10 bankaya ait pay senetleri üzerindeki etkilerini 2006:1-2017:12 dönemine ait verileri kullanarak incelemiştir. Araştırma sonucunda, döviz kurunun 7 bankaya ait pay senedi getirisini etkileyen önemli bir parametre olduğunu ve döviz kuru ile pay senedi getirileri arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. ABD faiz oranının en büyükler içinde yer almakta olan 5 adet banka pay senedi üzerinde negatif yönlü ve anlamlı bir ilişkisinin olduğunu saptamıştır.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞİMİN BANKA PAY SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE' DE BANKACILIK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

4.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı faiz oranı ve döviz kurlarının değişiminin banka pay senetleri getirilerine etkisinin panel veri analizi kullanılarak incelenmesidir. Çalışmamızda döviz kuru olarak EURO ve Dolar (\$) kurları, faiz oranı olarak da mevduat faiz oranı, kedi faiz oranı kullanılmıştır. Bu doğrultuda faiz oranı ve döviz kurlarında (EUR/\$) meydana gelen değişimlerin bankaların pay senedi getirileri üzerinde etkilerinin olup olmadığı, etkileri var ise hangi yönde ve ne derecede olduğu ayrı ayrı araştırılmaya çalışılmıştır.

4.2. Çalışmanın Önemi

Bankacılık sektörünün seçilmiş olması, bankacılık sektörünün hem para piyasası hem de sermaye piyasası üzerinde oldukça önemli etkiye sahip olmasından dolayı onların pay senedi değişimi makro değişkenlerden ne kadar etkilendiği önem arz etmektedir. Bankalar kendileri bizzat yatırım yaptıkları gibi başka kişi ya da kurumların da yatırımlarını yönlendirmektedir. Dolayısı ile onlardaki değişim ve dönüşümün dikkate alınması yapılacak çalışmaları daha önemli hale getirmektedir.

4.3. Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Veriler

Daha önce belirtildiği üzere çalışmada faiz oranı ve döviz kurlarındaki (Euro,\$) değişiminin banka pay senedi getirilerine etkisi incelenmektedir. Araştırma yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırmada, hem yatay kesit “N” (9 adet banka) hem de zaman serisi “T” (2002:01-2018:12) boyutu söz konusudur. Her iki boyutu bir arada inceleme imkanı vermesinden dolayı panel veri analizi tercih edilmiştir.

Çalışmada Ocak 2002- Aralık 2018 dönemine ait verileri tam olarak bulunan BİST banka endeksinde işlem gören 9 adet bankanın aylık pay senedi getiri oranları ele alınmıştır. Araştırmaya dahil edilen bankaların listesi aşağıdaki de yer almaktadır.

Tablo 4.1. Araştırmada Kullanılan Bankaların Pay Senetlerine Ait Bilgiler

Sayı	Banka Kodu	Banka İsimleri
1	GARAN	GARANTİ BANKASI
2	ISCTR	İŞ BANKASI
3	QNBFB	FİNANSBANK
4	SKBNK	ŞEKERBANK
5	ICBCT	ICBC TÜRKİYE BANK
6	AKBNK	AKBANK
7	KLNMA	T. YATIRIM VE KALKINMA BANKASI
8	TSKB	T. SİNAİ KALKINMA BANKASI
9	YKBNK	YAPIKREDİ BANKASI

Çalışmada kullanılmış olan 9 bankaya ait pay senedi getirileri ile mevduat faiz oranları, kredi faiz oranları ve Euro kuru verileri www.finnet.com.tr , dolar kuru verileri www.tcmb.gov.tr üzerinden sağlanmıştır. Analizde kullanılan değişkenler pay senedi getirisi (GPAY), Dolar değişimi oranı (G\$), Euro değişim oranı (GEURO), mevduat faiz oranı (MFAİZ), kredi faiz oranları (KFAİZ), Dolar kuru (DOLAR) ve Euro kuru (EURO) şeklinde ele alınmıştır. Analizler Stata 14.2 ve E-views 9 programları kullanılarak yapılmıştır. Çalışmamızda faiz oranları ve döviz kurlarındaki değişimin banka pay senedi getirilerine etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Analizde kullanılan değişkenler ve bu değişkenlere ait açıklamalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Kodu	Değişken	Açıklaması
GPAY	Pay Senedi Getirisi	Pay Senedi Getirilerinin Aylık Değişim Yüzdesi
G\$	Dolar Değişim Oranı	Dolar Kurundaki Aylık Değişim Yüzdesi
GEURO	Euro Değişim Oranı	Euro Kurundaki Aylık Değişim Yüzdesi
MFAİZ	Mevduat Faiz Oranı	TL Üzerinden Açılan Toplam Mevduatlara (1 aya Kadara +3 Aya kadar + 6 Aya Kadar + 1 Yıla Kadar + 1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli Açılan Mevduatlar) Uygulanan Aylık Faiz Oranları
KFAİZ	Kredi Faiz Oranı	Tüketici Kredilerine (İhtiyaç + Taşıt + Konut) Uygulanan Aylık Faiz Oranları
DOLAR	Dolar Kuru	Aylık Dolar Alış Kuru
EURO	Euro Kuru	Aylık Euro Alış Kuru

4.4. Çalışmanın Kısıtları

Çalışmada Ocak 2002- Aralık 2018 yılları arasında, Borsa İstanbul' da pay senetleri sürekli işlem gören ve BİST Banka endeksinde yer alan 9 adet banka ele alınmıştır. Çalışmada mevduatlara uygulanan faiz oranı, kredilere uygulanan faiz oranı, Euro ve Dolar kurları, Euro ve Doların değişim oranları ve 9 adet bankaya ait pay senedi getirilerinin aylık değişim yüzdeleri kullanılmıştır.

4.5. Çalışmada Kullanılan Yöntemler

Faiz oranı ve döviz kuru, pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenler arasında yer almaktadır. Pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenlerle ilgili birçok çalışması bulunmaktadır. Ancak faiz oranı ve döviz kuru değişimlerinin banka pay senedi getirilerine etkisinin analizi konusunda çok az çalışma bulunmaktadır. Yapılan bu ekonometrik analiz çalışmalarında kullanılan birçok analiz yöntemi vardır. Bu çerçevede faiz oranı ve döviz kuru değişimlerinin banka pay senedi getirilerine etkisi panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Analizde kullanılacak olan Panel veri analizi hakkında bilgi verilecektir.

4.5.1. Panel Veri Analizi

İktisadi çalışmalarda birbirinden değişik veri türlerinden yararlanılmaktadır. Bu veri türleri yalnızca yapılarına uyan modeller ile analiz edilmektedir. (Öztürk ve diğ. 2010:109). Ekonometrik analizlerde yararlanılan üç farklı veri türü bulunmaktadır. Bunlar; yatay kesit veri, zaman serisi verisi ve panel veridir. Zamanın belirli bir noktasında, değişik birimlerden elde edilen verilere **yatay kesit veri** adı verilmektedir. Burada bahsedilen birim: hane halk, sektör, birey, ülke, firma gibi ekonomik birimleri belirtmek amacıyla kullanılmaktadır. Parametrelerin değerlerinin ay, gün, yıl, mevsim gibi zaman birimlerine göre değişimini kapsayan veriler **zaman serisi verisi** olarak tanımlanmaktadır. Ülkeler, hane halkları, bireyler ve firmalar gibi birimlere ait yatay kesit verilerin, belirli bir zamanda bir araya getirilmesine **panel veri** denmektedir. Başka bir ifade ile panel veri “N” sayıda yatay kesit veri ve bunlara karşılık gelen “T” sayıda gözlemden meydana gelmektedir. (Yerdelen Tatoğlu, 2013:1-2)

Panel veride Y değişkeninin bir zaman aralığından ve birimden birime değişik değerler alan bir değişken olması durumunda, bu değişkenin zaman aralığı t, yatay kesit birimleri de i alt indisler ile gösterilmektedir. Bu aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir (Uğur 2009:43).

$$Y_{it} : i= 1, \dots, N \text{ ve } t= 1, \dots, N$$

Panelin kelime anlamı dikdörtgen dolap olup Felemenkçe bir kelimedir. Ekonometride ise panel kelimesi zaman niteliğine ve zamansal olmayan niteliğe sahip veri grupları olarak ifade edilmektedir. (Kanat 2011:46). “*Yatay kesit ve zaman serisi verilerinin birleştirildiği panel verilere ilk olarak; Hildreth (1950), Kuh (1959), Grunfeld ve Griliches (1960), Zellner (1962), Balestra ve Nerlove (1966), Swamy (1970) tarafından yapılan çalışmalarda değinilmiştir. Fakat gerçek anlamda uygulamalı çalışmalar, daha çok 1990’lı yıllardan itibaren başlamıştır*”. (Yerdelen Tatoğlu 2013: 3).

Panel veri analizi, zaman niteliğine sahip yatay kesit verilerinden yararlanarak iktisadi ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Bu analiz yönteminde yatay kesit verileri ile zaman serileri verileri birleştirilerek, hem

kesit hem de zaman niteliğine sahip veri seti oluşturulmaktadır. Son zamanlarda yapılan birçok çalışmada yatay kesit ve zaman serisi verilerinin bir araya getirilmesi ile oluşturulan veri setleri yani panel veriler kullanılmaktadır (Pazarlıoğlu, Gürler 2007:37).

Panel veri analizinin avantajları şu şekilde sıralanabilmektedir (Çetin ve Ecevit 2010:171-172):

- Panel veri setleri ihtiva ettiği kesitlerin heterojen olduğu malumatı içinde yer almakta; böylelikle veri seti heterojenliğe karşı kontrol yapılmaktadır.
- Panel veri analizi, kesit veri ve zaman serisi analizlerine göre daha fazla değişkenlik gösterdiğinden, bu verilerde çoklu ilişki problemi daha az görülmektedir. Aynı zamanda, gözlem sayısı nispeten daha çok olduğundan, panel veriler ile tahmin edilmiş olan modellerde serbestlik aşaması daha güçlü olmaktadır.
- Panel veri analizi yeterli olmayan kesit gözlemi veya kısa zaman serisinin mevcut olduğu hallerde de ekonometrik analiz yapılmasına olanak vermektedir.
- Panel veriler, mesela bir dönem yürütülen iktisat politikalarının tesirlerinin değerlendirilmesi gibi analizlerde varyasyon dinamiklerini daha iyi aksettirmektedir.
- Panel veri iktisadi tahmin edicilerin etkinliğini çoğaltmaktadır.

Panel veri analizinin avantajları olmakla birlikte bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajları şu şekilde sıralamak mümkündür (Kanat 2011:47-48):

- Panel verinin en önemli problemlerinden biri veri toplanması ve tasarımıdır.
- Panel veri analizinde, örneklemin ilişik olduğu kütleden tesadüfen tercih edilmediğinde veya tercihe kütlenin tümünün alaka göstermediği hallerde tercih yanlılığı problemi meydana gelmektedir.
- Panel verideki diğer önemli problem de yatay kesit bağımlılığıdır.

- Zaman serisi ve yatay kesit birimleri arasında değişken farklılıklarını dikkate almadığında bir takım sapmalar oluşmakta ve ilgili değişkenlerin anlamsız ve tutarsız tahminlerine neden olmaktadır.

4.5.2. Durağanlık ve Birim Kök Testleri

Bir zaman serisinin istatistiki analizinin yapılmasından önce serinin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Ekonometrik analiz durağan olmayan seriler arasında yapıldığı zaman, sahte regresyon adı verilen aldatıcı bir netice ile karşılaşılmaktadır. Yani R^2 değerleri ve F, t testleri sapmalı neticeler karşımıza çıkarabilmektedir. Bu yüzden ilk olarak durağanlık saptanmalıdır. (Yerdelen Tataoğlu 2012: 199.) Zaman boyutunu içinde barındırdığından panel veri modellerinde ilk önce durağanlık testi yapılmalıdır. Serilerin durağan olup olmadığını görmek için bir takım testler bulunmaktadır. (Güven, Mert 2016: 140). Serilerdeki durağanlığı test etmenin yöntemlerinden biri birim kök testleridir. Şayet seri, birim kök içeriyor ise durağan değildir. Bu durumda yapılması gereken şey, serilerin durağan hale getirilmesidir. Panel serilerin arasındaki durağanlığı analiz etmek amacıyla panel birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu testte, durağanlığı tespit etmek için eşitlikteki β katsayısının sıfıra denkliği denenmektedir. (Gül, Kamacı 2012: 84)

Zaman serileri analizinde birim kök testleri, uygulamalı araştırma yapanlar arasında çok yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Bununla beraber, birim kök testleri son dönemlerde panel veri analizinde de alaka görmektedir. (Çetin, Ecevit 2010: 173). Zaman serisinin birim kök ihtiva edip etmediği ile ilgilenerek serinin durağanlığını ölçen metotlardan birisi birim kök testidir. Quah (1994), Lin, Levin (1992, 1993) ve tarafından yürütölen çalışmalardan bu yana birim kök panel verinin uygulamaya yönelik analizinde de önemli bir yere sahip olmuştur. (Güven, Mert 2016: 140). Panel seriler arasındaki durağanlığı saptamak için panel birim kök testleri kullanılmaktadır. İncelenen panel için müşterek bir birim kökün mevcudiyetini ölçmek için panel birim kök testleri kullanılmaktadır. Yalnız bir zaman serisi ile ilgili birim kök testlerinin gücünün artmasını sağlamak amacıyla panel veri birim kök testlerinin kullanımı geliştirilmiştir. (Gül, Kamacı 2012: 84).

Panel birim kök testleri, zaman serilerine ait birim kök testlerine karşıt daha etkili olduklarından dolayı tercih edilmektedir. Son dönemlerde uygulamaya yönelik araştırmalarda, yapısal kırılmalara müsaade eden panel birim kök testleri değerlendirilmeye başlanmıştır. Bilhassa döviz kuru gibi iktisadi yapı değişimlerine fazla hassas serilerde, bazı zamanlarda kırılmaların olması normaldir. Bu durumda döviz kurlarının durağanlığını test etmek amacıyla yapılan panel birim kök testlerinde, yapısal kırılmalar da hesaba katılmalıdır. Bunun nedeni bir ülke ya da bütün panele ait seride rastgele bir zamanda kırılma mevcut ise, bu kırılma dikkate alınmadan yapılan panel birim kök testlerinin aldatıcı sonuçlara sebep olabilmesidir. (Yerdelen Tataloğlu 2009:313).

4.5.3. Panel Veri Yönteminin Belirlenmesi

Panel veri analizi yapılır iken gruplara has özellikli etkilerin tesadüfi ya da sabit kabul edilmesi model seçim esnasında karşılaşılan en önemli problemdir. Gruplara has özellikli etkilerin sabit ya da tesadüfi olarak belirlenmesi araştırma yapanların seçimine bırakılmakla birlikte verilerin muhtevaları, temin edilme yöntemi ve koşulları hangi modelin seçileceği konusunda önem arz etmektedir. Bu durumda seçim yaparken yaygın bir şekilde Hausman model tanımlama test istatistiğinden yararlanılmaktadır. Burada tablo değerinin test istatistiği neticesinden küçük olması halinde H_0 hipotezi reddedilmektedir (Öztürk ve diğ. 2010: 110).

Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalarda çoğunlukla hata terimlerinin katsayıları ve özelliklerin değişebilirliği ile alakalı değişik varsayımlarda bulunarak değişik modeller elde edilebilmektedir. Değişik varsayımlarla elde edilmekte olan modeller Sabit Etkiler Modeli ve Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli olarak sıralanabilmektedir (Pazarlıoğlu, Kiren Gürler 2007: 37). Bu modeller hakkında kısaca bilgi verilecektir.

4.5.3.1. Sabit Etkiler Modeli

Panel veriden yararlanılarak yapılan çalışmalarda birimler arasında ve zaman içerisinde oluşan değişikliklerden veya birimler arasındaki değişikliklerden kaynaklanan değişimi, modele katmanın bir yolu; var olan değişimin regresyon modelinin katsayılarının tamamında veya bazılarında değişime neden olduğu kabul edilmektedir. Katsayıların birimler ile zamana veya birimlere göre değişiminin kabul

edildiği model *Sabit Etkiler Modeli* olarak tanımlanmaktadır. Burada sadece sabit değişken değişmekte ve sabit terim zamana göre değil kesit bazında değişiklikleri göstermektedir. Yani zaman ölçütü sabit tarafından korunmasına rağmen bireyler arasındaki hareketlerinde değişiklik arz ettiğini anlatmaktadır (Pazarlıoğlu, Kiren Güler 2007:37-38). Birim etkilerin sabit terimdeki değişikliklerle anlatılabildiği ve birimler arası değişikliklerin sabit olduğu durumlarda sabit etkiler modelinden yararlanılmaktadır (Yerdelen Tatoğlu 2013:103).

4.5.3.2. Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli

Panel veriden yararlanılarak yürütülen çalışmalarda, Sabit Etkiler Modeli kullanılarak birimlere ve zamana veya birimlere göre oluşan değişikliklerden kaynaklanan değişim ele alınabileceği gibi, Rassal Etkiler Modelinden yararlanılarak da ele alınabilecektir. Rassal etkili modellerde, birimlere ve zamana veya birimlere göre oluşan değişiklikler, hata teriminin bir bileşeni olarak modele katılmaktadır. Sabit etkiler modelinde rastlanılan serbestlik derecesinin kaybının önüne geçmek istenmiş olması bunun esas nedenini oluşturmaktadır. Çünkü rassal etkiler modelinde mühim olan birime ve zaman veya birime özel katsayıların var olması değil, birime ve zamana veya birime özel hata bileşenlerinin var olmasıdır. Aynı zamanda rassal etkiler modelinde, yalnızca incelenen örnekteki birimler, zaman ve kesite göre oluşan değişikliklerin tesirini değil, ayrıca örnek dışındaki tesirleri de dikkate almaktadır. (Pazarlıoğlu, Kiren Güler 2007:38-39).

4.5.3.3. Hausman Testi

Sabit etkiler modeli panel veri analizi içinde istatistiki hususları bakımından istenilen özelliklere haiz olan ve sık olarak kullanılan bir modeldir. Fakat sabit etkiler modeline göre rassal etkiler modelinin daha etkin neticeler vermesi durumunda, rassal etkiler modelinden yararlanılmalıdır. Dolayısı ile sabit etkiler modeli de rassal etkiler modeli de tutarlı olup etkinliği farklı olan iki model arasında daha etkili olanı belirlemek gerekebilmektedir. Literatürde, rassal etkiler modeli ve sabit etkiler modeli arasında seçim yapabilmek için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uygun olan Hausman testinden yararlanılmaktadır. Hausman testinde, sabit etkiler modelinden sağlanan katsayılar ile rassal etkiler modelinden sağlanan katsayıların aynı olduğunu gösteren hipotezin reddedilmesi, sabit etkiler modelinin

reddedilememesi durumunda rassal etkiler modelinin daha etkili neticeler verdiğini göstermektedir (Bayraktutan, Demirtaş 2011:9)

Açıklayıcı parametreler ile yatay kesit verileri üzerinde etkiler arasındaki ilişki Hausman testi ile test edilmektedir. Denemenin alternatif hipotez sabit etkili modelin kullanılmasının, sıfır hipotezi rassal etkili modellerin kullanılmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Sıfır hipotezinin reddedilmemesi durumunda rassal etkiler modeli reddedilmesi durumunda ise rassal etkiler modeli tercih edilmektedir (Ün 2010:224-225).

4.6. Panel Veri Analizi Sonuçları

Panel veri analizinin birbirinden çok farklı birçok alanda kullanıldığını söylemek mümkündür. Panel veri analizinin yaygın bir şekilde kullanıldığı alanlardan biri de ekonomik araştırmalardır. Araştırmaya esas teşkil eden değişkelere ait tanımlayıcı istatistiklerle ilgili bilgiler aşığıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 4.3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	GPAY	G\$	GEURO	MFAİZ	KFAİZ	DOLAR	EURO
Ortalama	2.315178	0.774853	1.756961	16.67309	21.68265	2.035174	2.423740
Ortanca	0.729922	0.000000	0.570000	11.93000	17.62000	1.598954	2.073500
Maximum	216.8841	20.63000	189.0000	62.42000	69.97000	6.366870	6.936250
Minimum	-59.39850	-8.590000	-9.220000	5.950000	10.00000	1.170436	1.130000
Standart Sapma	15.18646	3.940198	13.70527	12.05791	11.64816	0.981422	1.130000
Çarpıklık	2.571825	1.392686	12.52792	2.076510	1.973935	1.949148	1.795958
Basıklık	29.23089	7.987682	171.0149	6.676709	6.567327	6.820265	6.473383
Jarque-Bera	54660.53	2496.599	2207546	2353.581	2165.830	2279.022	1909.198
Olasılık	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	4250.666	1422.630	3225.780	30611.79	39809.34	3736.579	4449.987
Sum. Sq. Dev.	423203.4	28488.67	344767.3	266796.6	248972.3	1767.452	1903.593
Gözlem Sayısı	1836	1836	1836	1836	1836	1836	1836

Tablo 4.3 te değişkenlerimize ait ortalama, ortanca, maximum, minimum, standart sapma, çarpıklık, basıklık, Jargue-Bera, olasılık, gözlem sayısı ile ilgi bilgiler yer almaktadır. Çalışmamızda bağımlı değişkenimiz GPAY pay senedi getirisinin aylık değişim yüzdesidir. Pay senedi getirilerinin düşmesi ve yükselmesinin birçok nedeni vardır. Pay senetleri şirket

Araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesi amacıyla korelasyon katsayısı hesaplaması yapılmıştır. Yapılan bu hesaplama sonucunda tespit edilen Pearson korelasyon katsayısı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 4.4. Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları

	GPAY	G\$	GEURO	MFAİZ	KFAİZ	DOLAR	EURO
GPAY	1.000000						
G\$	0.254058 11.24917 0.0000	1.000000					
GEURO	0.049375 2.117084 0.0344	0.149478 6.474158 0.0000	1.000000				
MFAİZ	0.004698 0.201195 0.8406	- 0.054868 2.353292 0.0187	- 0.029683 1.271731 0.2036	1.000000			
KFAİZ	0.033667 1.442621 0.1493	0.080336 3.451584 0.0006	0.037189 1.593735 0.1112	0.980956 216.2860 0.0000	1.000000		
DOLAR	0.009146 0.391715 0.6953	0.213341 9.351650 0.0000	0.165662 7.193900 0.0000	0.190675 8.318310 0.0000	0.115827 4.993940 0.0000	1.000000	
EURO	0.011379 0.487342 0.6261	0.182078 7.930074 0.0000	0.138364 5.983013 0.0000	0.332692 15.10826 0.0000	0.255058 11.29656 0.0000	0.976387 193.5583 0.0000	1.000000

İnceleme sonucunda dolar ve Euro kurları ile pay senedi getirileri arasındaki korelasyonun pozitif olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu korelasyonlara bakıldığında Euro değişim oranı ile pay senedi getirisi arasındaki korelasyonun %5 önem düzeyinde, Dolar değişim oranı ile pay senedi getirisi arasındaki korelasyonun %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmiştir.

4.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığın Test Edilmesi

Panel analizlerde parametreler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını araştırmadan önce, daha sağlıklı neticeler elde etmek için, değişkenlerde homojenlik ve yatay kesit bağımlılığın incelenmesi gerekmektedir. Hadri, (2000); Levin *vd.*, (2002); Im *vd.*, (2003) gibi klasik birim kök testleri, genel olarak yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulundurmamakta ve yatay kesit bağımsızlığı hipotezi altında çalışmaktadırlar. Fakat bu hipotez için panel verinin çok büyük bir yatay kesitten meydana gelmesi gerekmektedir. Zaman boyutunun (T) büyük, yatay kesit boyutunun (N) küçük olduğu panel modellerde kesitler arasında önemli korelasyonlar oluşabilmektedir. Hata terimlerinde meydana gelen bu kesit bağımlılığı birkaç sebepten kaynaklanabilmektedir. Bu sebeplerden bir tanesi panel modellerinde mekansal tesirin ve ortak tesirin ihmal edilmesi, bir diğeri ise sosyo-ekonomik ağlar arasında yer alan ilişkilerin ihmal edilmesi olarak söylenebilmektedir. Yatay kesit bağımlılığının göz önünde bulundurulmaması durumunda klasik panel tahmincileri ile yapılan tahminler aldatici hatta tutarsız değişkenler üretebilmektedirler. Bu yüzden yatay kesit bağımlılığının hem model bazında hem de değişken bazında denemesi önem kazanmaktadır (Küçükaksoy, Akalın 2017:26).

Yatay kesit bağımlılığını incelemek amacıyla ikinci nesil birim kök testleri ele alınmıştır. Pesaran CD, Bias-correctedscaled LM testi, Pesaran scaled LM ve Breusch ve Pagan LM testi yatay kesit bağımlılığının incelemesinde kullanılan testlerdir. İnceleme sonucunda olasılık değerlerinin %5' ten küçük olması halinde H_0 reddedilecektir. H_0 in reddedilmesi değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının var olduğunu göstermektedir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

Değişkenler	Testler	Breusch-Pagan LM	Pesaran scaled LM	Bias-Corrected scaled LM	Pesaran CD
GPAY	Test. İst.	1950.809	225.6623	225.6402	141.15354
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
G\$	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
GEURO	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
MFAİZ	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
KFAİZ	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
DOLAR	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
EURO	Test. İst.	7344.000	861.2561	861.2339	85.69714
	Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları incelendiğinde, olasılık değerlerinin %5 ten küçük olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilmiş olup H_1 hipotezi kabul edilmiştir. İncelenen serilerde yatay kesit bağımlılığı söz konusudur.

4.6.2. Panel Birim Kök Testi (CADF)

Datanın birimlere göre herhangi bir değişiklik gösterip göstermeyeceğini ölçmek amacıyla birim kök testi yapılmaktadır. Başka bir ifade ile birim kök testi sabit değişkenlerin birimlere göre değişiklik gösterip göstermediğini ölçmede yardımcı bulunmaktadır. (Güngör 2015: 61).

Panel veri analizinde gözlem sayısı artmış olmasından ötürü panel birim kök testlerinin istatistiki olarak zaman serisi birim kök testlerinden daha güçlü olduğu varsayılmaktadır. Panel veri modellerinde birim kök testi yapmak için Fisher Tipi: Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001), Breitung (2000), Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002) ve Im, Pesaran ve Shin (IPS) (2003) tarafından ileri sürülen testlerden yararlanılmaktadır. Bu testlerde varsayımların kurulması ve test istatistiklerinin

hesap edilmesi Dickey-Fuller (1979) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testlerinin temeline dayanmaktadır (Güven, Mert 2016: 140).

Yatay kesit bağımlılığı testinden sonra panel birim kök testi yapılacaktır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı gözlemlenmiş olduğundan birim kök testi ile serilerin durağanlığı test edilecektir. Durağanlığın test edilmesi için CADF (Cross-sectionally ADF) testi yani ikinci kuşak birim kök testi uygulanacaktır. Buna göre uygulanan birim kök testi sonuçları şöyledir:

Tablo 4.6. Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Testler	Pesaran's CADF	Kritik Değerler		
			%1	%5	%10
GPAY	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.0000	-2.530	-2.320	-2.210
G\$	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			
GEURO	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			
MFAİZ	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			
KFAİZ	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			
DOLAR	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			
EURO	Test İst. Olasılık (p)	-6.190 0.000			

Yapılan test sonucunda test istatistiği düşük olduğundan anlamlı çıkmıştır. İnceleme sonucunda tüm değişkenlerin durağan olduğu tespit edilmiştir.

4.6.3. Model Belirleme Süreci

Araştırmada tek model oluşturularak panel veri analiz tekniği ile test edilmiştir.

Model için yapılan analiz sonuçları:

$$GPAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 G\$_{it} + \beta_2 GEURO_{2it} + \beta_3 MFAİZ_{it} + \beta_4 KFAİZ_{it} + \beta_5 DOLAR_{it} + \beta_6 EURO_{it} + \mu_{it}$$

Klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı ölçmek amacıyla olabilirlik oranı (LR) testi yapılmaktadır. Klasik modelin doğru olduğu şeklinde kurulan H_0

hipotezidir. LR (olabilirlik oranı) test istatistiği hesap edilirken, klasik model ve tesadüfi etkiler modeli çoğunlukla olabilirlik metodu ile tahmin edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu 2013:168.). İncelememizde kurulan model için LR testi sonuçları aşağıda gösterilmiştir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilerek klasik model değil tesadüfi etkiler modeli dikkate alınacaktır.

Tablo 4.7. LR Testi Sonuçları

		Test İstatistiği	Olasılık (p)
LR Testi	Birim	159.839	0.0000
	Zaman	63.482	0.0000
	Birim ve Zaman	63.482	0.0000

Model için yapılan incelemede değişkenlerimiz dikkate alındığında hangi modelin tercih edileceğine χ^2 dağılımına sahip Hausman test istatistiği sonuçları değerlendirilerek karar verilmektedir. Kurulan modelde panel veri seti için uygulanan Hausman testi sonuçları şu şekildedir:

Tablo 4.8. Hausman testi sonuçları

Test Sonucu	Ki-kare İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık(p)
Rassal Kesitler	0.00	6	1.000

Hausman testi sonucunda olasılık derecesinin %5' ten büyük olması bizi tesadüfi etkiler modeline göre sonuçların elde edilmesine yönlendirmiştir.

Modellerde otokorelasyon, değişen varyans veya birimler arası korelasyondan en az birinin var olması güven aralıklarının, t ve F istatistiklerinin ve R^2 'nin geçerliliklerine etki etmektedir. Bu sebeplerle modelde otokorelasyon, değişen varyans veya birimler arası korelasyondan bir tanesinin varlığı durumunda, ya uygun yöntemler ile tahminler edilmeli ya da dirençli standart hatalar temin edilmelidir. (Yerdelen Tatoğlu 2013:241-242).

Birimler arası korelasyon, değişen varyans ve otokorelasyon testleri ile ilgili sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 4.9. Birimler Arası Korelasyon, Değişen Varyans ve Otokorelasyon Sonuçları

İncelenen Durum	Kullanılan Test	Test İstatistiği	Olasılık (p)
Değişen Varyans	Leneve, Brown, Forsythe	3.7995	0.000010 0.000195 0.000106
Otokorelasyon Otokorelasyon	Durbin-Watson Baltagi Wu	2,0613 2.0881	* *
Birimler Arası Korelasyon	Pesaran's test	25.699	0.0000

Test sonucunda değişen varyansın var olduğu gözlemlenmiştir. İnceleme sonucunda Durbin-Watson ve Baltagi-Wu değerleri 2 den büyük çıktığından otokorelasyonun olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca test sonucunda birimler arasında korelasyonun var olduğu tespit edilmiştir.

İnceleme sonucunda birimler arası korelasyon ve değişen varyans var olduğu tespit edildiğinden model tahmin edilmesinde standart hatalar tahmincisi test edilecektir. Çalışmamızda Huber, Eicker ve White tahmincisi kullanılmıőtir. Kullanılan bu tahminciler ile ilgili sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 4.10. Huber, Ficker ve White Tahmincisi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t	Olasılık (p)
SABİT	0.5292	2.7065	0.20	0.845
G\$	-0.9593	0.0768	-12.50	0.000
GEURO	-0.0193	0.0113	-1.70	0.088
MFAİZ	-0.7644	0.1504	-5.80	0.000
KFAİZ	0.7475	0.1721	4.34	0.000
DOLAR	4.1690	0.5982	6.97	0.000
EURO	-3.8717	0.4799	-8.07	0.000

P= 0.0000 R²= 0.0801 Wald chi2= 3.199

İnceleme sonucunda Dolar değişim oranı, Euro değişim oranı, mevduat faizi ve Euro kuru ile çalışmada kullanılan banka pay senedi getirileri arasında negatif yönlü anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Dolar kuru ve kredi faiz ile yine çalışmada kullanılan banka pay senedi getirileri arasında pozitif yönlü ve anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonucunda Euro kurunun banka pay senedi getirilerine %10 önem düzeyinde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan diğer değişkenlerin (Dolar kuru, Euro değişim oranı, Dolar değişim oranı, mevduat faiz oranı ve kredi faiz) banka pay senedi getirilerine %1 önem düzeyinde anlamlı etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Çalışmada faiz oranı(mevduat faiz oranı / kredi faiz oranı) ve döviz kurlarındaki (Euro / Dolar) değişimin banka pay senedi getirilerine etkisi incelenmiştir. BİST' te işlem gören 9 adet bankanın pay senedi getirilerinin aylık değişim yüzdeleri bağımlı değişken olarak alınmış olup, bağımsız değişkenlerimiz mevduat faiz oranı, kredi faiz oranı, dolar kuru, Euro kuru, Dolar kuru aylık değişim yüzdesi, Euro kuru aylık değişim yüzdesi olarak ele alınmıştır. Çalışma 2002:01 – 2018:12 dönemine ait verilerden oluşmaktadır. Faiz oranı ve döviz kurlarındaki değişimin, banka pay senedi getirilerine olan etkisi panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir.

Çalışmada ilk olarak durağanlık testleri yapılmış olup, tüm serilerde durağanlığın sağlandığı ilgili tablodan da görülmektedir. Hausman testi sonuçları bizi tesadüfi etkiler modeline göre sonuçların elde edilmesine ve yorumlanmasına yönlendirmiştir. Araştırma sonucunda Euro kurunun banka pay senedi getirilerine %10 önem düzeyinde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan diğer değişkenlerin (Dolar kuru, Euro değişim oranı, Dolar değişim oranı, mevduat faiz oranı ve kredi faiz oranı) banka pay senedi getirilerine %1 önem düzeyinde anlamlı etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma sonucunda Euro değişim oranı, dolar değişim oranı, Euro kuru ve mevduat faizi ile banka pay senedi getirileri arasında, negatif yönlü ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Oktay (2013), Sevinç (2014), Çetin ve Bıtırak (2015) yaptıkları çalışmalarda mevduat faiz oranı ile pay senedi fiyatı arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ersoy ve Koy (2016) çalışmalarında Euro kuru ile pay senedi BİST Banka endeksi arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu tespitler bizim çalışmamıza benzerlik gösteren çalışmalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilir (2009), çalışmasında mevduat faiz oranı ile pay senedi fiyatları arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiş olup çalışmamızla uyuşmamaktadır.

Çalışmamız sonucunda kredi faizi ve Dolar kuru ile arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Köroğlu (2009), Kanat (2011), çalışmalarında dolar kuru ile pay senedi getirisi arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu tespitler bizim çalışmamız ile benzerlik göstermektedirler. Buna

karşın Berke (2012), Oktay (2013), kaya ve diğ. (2013), Ersoy ve Koy (2016) yaptıkları çalışmalarda dolar kuru ile pay senedi getirileri arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmalarda bizim çalışmamız ile zıtlık gösteren sonuçların elde edildiği görülmektedir.

Pay senedi getirileri birçok makro ve mikro ekonomik değişkenden etkilenmektedir. Faiz oranı ve döviz kuru ile onlardaki değişim de pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenler arasında yer almaktadır. Bizim elde etmiş olduğumuz sonuçlara göre, yatırım yapacak olan kişi ya da kurumların yatırım kararlarını verirken elde edilen sonuçların göz önünde bulundurulmasının fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Özellikle borsada yatırım yapmak isteyen yatırımcıların, birçok faktörü değerlendirerek nihai yatırım kararlarını vermelerinde bizim çalışmamızdaki sonuçları dikkate almalarının faydalı olacağı düşünülmektedir. Yani faiz oranı ve döviz kurlarındaki değişimlerin pay senedi getirileri üzerindeki pozitif veya negatif etkileri göz önünde bulundurarak, alım – satım kararı verebilirler.

Çalışma bankacılık dışında başka sektörlere de uygulanarak kullanmış olduğumuz değişkenlerin pay senedi değişimine olan etkileri incelenebilir. Çalışma yılları genişletilerek benzer çalışma yapılabilir. Makro değişkenlerin yanında mikro ekonomik değişkenler de ele alınarak pay senedi getirisine olan etkisi incelenebilir.

KAYNAKÇA

- Aksoy Mine ve Topçu Nuraydın (2013). “Altın ile Hisse Senedi ve Enflasyon Arasındaki İlişki”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve Bilimler Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 1, S:
- Alper, Değer ve Kara Esen (2017). “Borsa İstanbul’da Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BIST Sınai Endeksi Üzerine Bir Araştırma”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 22, Sayı:3, S. 713-730.
- Altıntaş, Halil ve Tombak Figen (2011). “Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi: 1987-2008”. *Anadolu International Conference Economics II*, June 15-17.
- Arat, Kürşad (2003). *Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Aslan, M. Hanifi (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. Brsa: Alfa Aktüel Yayınları.
- Atay, Ayça (2018). *Banka Hisse Senetleri Getirilerinin Makroekonomik Değişkenlerle İlişkinin Lojistik Regresyon Yöntemiyle İncelenmesi*. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Ayaydın, Hasan ve Dağlı Hüseyin (2012). “ Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 3-4, s.45-65.
- Aydın, Nurhan, Şen Mehmet ve Berk Niyazi (Ed: Güven Sevil ve Mehmet Başar) (2012). *Finansal Yönetim-I*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, Yılmaz (2016). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış*. Aysel Gündoğdu (Ed.) Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Ayvaz, Özlem (2006). “Döviz Kuru ve Hisse Senetleri Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 2, S. 1-14.

- Babuşçu, Şenol ve Hazar Adalet (2017a). *Genel Bankacılık Bilgileri*. Ankara: Bankacılık Akademi Yayınları.
- Babuşçu, Şenol ve Hazar Adalet (2017b). *Bankacılığa Giriş: Temel Bankacılık Bilgileri*. Ankara: Bankacılık Akademi Yayınları.
- Bayraktutan, Yusuf ve Demirtaş Işıl (2011). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri:Panel Veri Analizi”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:22, Sayı:2, S:1-28.
- Belen, Muhammet ve Karamelikli Hüseyin (2016). “Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri İle Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: ARDL Yaklaşımı”. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt: 45, Sayı: 1, S. 34-42.
- Berke, Burcu (2012). “Döviz Kuru ve İMKB 100 Endeksi İlişkisi: Yeni Bir Test”. *Maliye Dergisi*, Sayı: 163, S: 243-257.
- Bilgili, Fatih ve Demirkapı Ertan (2014). *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. Bursa: Dora Basım Dağıtım.
- Bilir, Hülya (2009). *Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi ve İMKB Uygulaması*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Boyacıoğlu, Melek Acar ve Çürük Derya (2016). “Döviz Kuru Değişimlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 143-156.
- Boztosun, Derviş (2010). “İMKB’de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirileri İle Makro Ekonomik Faktörler Arasındaki İlişkinin Analizi”. *Üçüncü Sektör Kooperatifçilik*, Cilt: 45, Sayı: 4, S. 39-53.
- Brigham, Eugene F., Houston Joel F. (2014). *Finansal Yönetimin Temelleri*. (Çev Ed: Nevzat Aypek). Ankara: Nobel Akademik Yayın.
- Budak, Serdar, Ölmez Cangı Sibel ve Tuna İsmail (2017). “Temel Makroekonomik Değişkenlerin BIST Endeksleri Üzerindeki Etkisi”. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Sayı: 55, S. 34-42.
- Büyükmumcu, Benan (2015). *Denge Döviz Kuru Modelleri ve Türkiye Uygulaması*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

- Candemir Gözde (2011), *Bankalarda Faiz Oranı Riski Ve Yönetimi Ve Türk Bankacılık Sektörü Deneyimi*, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Cengiz, Çağdaş (2018). “Döviz Kurunun Belirlenmesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar”. *Sakarya İktisat Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 4, S. 1-17.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz Turhan (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Ceylan, Servet ve Yılmaz Şahin Burcu (2015). “Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru İlişkisi”. *The Journal Of Academic Social Science Studies*, Sayı: 37, S. 399-408.
- Civan, Mehmet (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Coşkun, Metin, Kiracı Kasım ve Muhammed Usmun (2016). “Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Ampirik Bir İnceleme”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 53, Sayı: 616, S. 61-74.
- Coşkun, Yener ve Ümit A. Öznur (2016). “Türkiye’de Hisse Senedi İle Döviz, Mevduat, Altın, Konut Piyasaları Arasındaki Eşbütünlüşme İlişkilerinin Analizi”. *Business and Economics Research Journal*, Cilt: 7, Sayı:1, S. 47-69.
- Çağlarırnak Uslu, Nilgün, (Ed: Nilgün Çağlarırnak Uslu ve Bilge Kağan Özdemir) (2014). *Para ve Banka*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Çelik, Kenan (2011). *Makro İktisada Giriş*. Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Çetin Murat ve Ecevit Eyyup (2010). “Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Veri Analizi”. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt:11 Sayı: 2, S: 166-182.
- Çetin, Ali Cüneyt ve Bıtırak İbrahim Anıl (2015). “Türkiye Ekonomisinde Makro Ekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Arbitraj Fiyatlama Modeli Ekseninde Bir Analiz”. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, Cilt: 6, Sayı: 12, S. 1-19.
- Demir, Yusuf ve Göçmen Yağcılar Gamze (2009). “İMKB’ de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama

- Modeli İle Belirlenmesi". *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt:1, Sayı: 2, S. 36-51.
- Demirel Elitaş, Bilge Leyli (2010). *Hisse Senedi Getirileri İle Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Zaman Serisi Analizi*. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Afyonkarahisar.
- Demirgil, Bünyamin ve Türkay Hakan (2017). "Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açısından Gelişimi". *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 18, Sayı: 2, S. 131-160.
- Durukan, M. Banu (1999). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi". *İMKB Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 11, s. 19-47.
- Erbaykal, Erman ve Okuyan Hasan Aydın (2007). "Hisse Senti Fiyatları İle Döviz Kuru İlişkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ampirik Bir Uygulama". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt 1, Sayı 1, S.77-89.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban Ünsal (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2005). *Değer Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Erdem, Ekrem (2014). *Para Banka ve Finansal Sistem*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ergin, Ayşe ve Berkman Ayberk Nuri (2016), (Ed. Nadir Eroğlu ve diğ.) *Para-Banka ve Finans*, Ankara: Orion Kitabevi,
- Ersoy, Hicabi ve Koy Ayben (2016). "Euro ve ABD Doları Kurları ile Pay Senedi Endeksleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Borsa İstanbul Verileri Üzerine Ampirik Bir Çalışma". *Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi*, Cilt:5, Sayı:2, S: 21-36.
- Ertürk, Erdem (1996). *Uluslararası İktisat Teori-Politika-İktisadi Birleşmeler-Uluslararası Parasal İlişkiler*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Gök, Abdülkerim (2006). "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri". *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Cilt: XXI, Sayı: 1, S. 131-145.

- Gül, Ekrem ve Ekinci Aykut (2006). “Türkiye’de Reel Döviz Kuru İle İhracat ve İthalat Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1990 – 2006”. *Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 16, S. 165-190.
- Gül, Ekrem ve Kamacı Ahmet (2012). “Dış Ticaretin Büyüme Üzerine Etkileri: Bir Panel Veri Analizi”. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt:4 Sayı:3 S. 81-91.
- Günel, Mehmet (2012). *Para Banka ve Finansal Sistem*. Ankara: Berikan Yayınevi. 4. Baskı.
- Güngör, Arifnur (2015). *Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Verimi Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Güven Sabriye ve Mert Mehmet (2016). “Uluslararası Turizm Talebinin Eşbütünleşme Analizi: Antalya İçin Panel ARDL Yaklaşımı”. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:17, Sayı:1 S:133-152.
- Kanalıcı, Hülya (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler (1. Baskı)*, Ankara: SPK Yayınları.
- Kanat, Mustafa Şenol (2011). *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: İMKB’ De Bir Uygulama*. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep.
- Karacan, Rıdvan (2010). *Faiz, Kur Ve Makroekonomik Performans (Türkiye Üzerine Bir İnceleme)*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Kocaeli.
- Karamollaoğlu, Nazlı (2017). “Sektörel Reel Efektif Döviz Kurları: Türkiye Örneği”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 54, Sayı: 634, S. 41-59.
- Karan, Mehmet Baha (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kardaşlar, Ahmet (2013). *Döviz Kuru İle Makroekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana.
- Kavanoz, Muhteber Dilber (2017). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler Ve Döviz Kuru Seçimi*. T.C. İstanbul Ticaret Üniversitesi, Dış Ticaret Enstitüsü, Tartışma Metinleri.

- Kaya, Vahdet, Çömlekçi İstemi ve Kara Oğuz (2013). “Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002-2012 Türkiye Örneği”. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 35, s. 167-176.
- Kendirli, Selçuk ve Çankaya Muhammet (2016). “Döviz Kuru ve Enflasyonun BİST Banka Endeksi Üzerindeki Etkisi”. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 3, S.215-227.
- Keyder, Nur ve Ertunga Evrim İmer (2012). *Para Teori – Politika – Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım. 12. Baskı
- Keynes, J. M. (1980). *İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi*. (Çev: Asım Baltacıgil). İstanbul: Minnetoğlu Yayınları.
- Kılıçarslan, Engin (2016). *Döviz Kuru Ve Makroekonomik Etkileri*, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Çorum.
- Kırbaş Kasman, Saadet, “Hisse Senedi Getirilerinin Oynaklığı İle Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığı Arasındaki İlişki”. *İMKB Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 32, S. 1-10.
- Koroğlu, Yavuz (2009). *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi ve Bir Uygulama*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Küçükaksoy, İsmail ve Akalın Güray (2017). “Fisher Hipotezinin Panel Veri Analizi İle Test Edilmesi: OECD Ülkeleri Uygulaması”. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:35, Sayı:1, S:19-40.
- Mışkını, Frederic S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. (Çev: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak ve Suat Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Oktay, Tuğba (2013). *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BİST’ de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat Sektörleri Üzerine Bir Uygulama*. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar.
- Önal, Yıldırım, B. Doğanlar Murat ve Canbaş Serpil (2002). “Döviz Kuru Riskinin Özel Türk Bankalarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Araştırılması”. *İMKB Dergisi*, Cilt: 6, Sayı: 22, S. 17-33.
- Örücü, Erhan (2016). “Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım: Türkiye Örneği”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 32, Sayfa 104.

- Özer, Ali, Kaya Abdulkadir ve Özer Nevin (2011). “Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 1, S. 163-182.
- Özkul, Gökhan ve Akgüneş Ahmet Oğuz (2015). “Makroekonomik Faktörlerin Bankacılık Sektörü Getirileri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 4, S. 272-298.
- Özmen, Mehmet, Karlılar Selin ve Kırıl Gülsen (2017). “Türkiye İçin Döviz Kuru, Faiz ve Enflasyonun Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri”. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 21, Sayı: 1, S: 107-120.
- Öztürk, Nazım (2012). *Dış Ticaret Kuram Politika Uygulama*. Bursa: Ekin Basım Yayın.
- Öztürk, Nazım (2014a). *Maliye Politikası*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Öztürk, Nazım (2014b). *Para Banka Kredi*. Bursa: Ekin Basım Dağıtım.
- Öztürk, Nazım ve Bayraktar Yüksel (2010). “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 11, Sayı: 1, S. 157-191.
- Öztürk, Nurettin, Barışık Salih ve Kılıç Darıcı Havva (2010). “Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi”. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 6, Sayı: 12, S:95-119.
- Özün Alper ve Çifter Atilla (2006). “Bankaların Hisse Senedi Getirilerinde Faiz Oranı Riski: Dalgacıklar Analizi İle Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama”. *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 59, S. 3-15.
- Parasız, İlker (2000). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. 7. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayıncılık.
- Parasız, İlker (2003). *İktisada Giriş*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İlker (2009). *Para Banka Ve Finansal Piyasalar*. Ezgi Kitabevi 9. Baskı Bursa
- Pazarlıoğlu M. Vedat ve Kiren Gürler Özlem (2007). “Telekomünikasyon Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 44 Sayı: 508, S:35-43.

- Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Güloğlu Selçuk (2007). “Türkiye’ nin Döviz Kurunun Belirlenmesinde Monetarist Yaklaşım”. *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, Cilt: 12, Sayı: 3 S. 19-34.
- Pıçak, Murat (2012). “Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi”. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 4 S. 61-92.
- Polat, Gazi (2017). “Döviz Kurların Açıklayan Yaklaşımlar”. *EUropean Journal of Managerial Research (EUJMR)*, Cilt: 1, Sayı:1, S. 49-61.
- Poyraz, Erkan ve Tepeli Yusuf (2015). “Seçilmiş Makroekonomik Göstergelerin Borsa İstanbul Xu100 Endeksi Üzerindeki etkisinin Analizi”. *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, Cilt: 11 Sayı: 2, S:102-128.
- Sayılğan, Güven ve Süslü Cemil (2011). “Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme”. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt: 5, Sayı: 1, S. 73-96.
- Sevinç, Erkan (2014). “Makroekonomik Değişkenlerin, BİST-30 Endeksinde İşlem Gören Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkilerinin Arbitraj Fiyatlama Modeli Kullanarak Belirlemesi”. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt: 43, Sayı: 2, S. 271-292.
- Seyidoğlu, Halil (1994). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyitoğlu, Halil (2013). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Seyrek, İsmail ve Mızırak Zekeriya (2009). “Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 22, S. 383-394.
- Şenol Zekai, Koç Selahattin ve Şenol Selma (2018). “Hisse Senetleri Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Veri Analiziyle İncelenmesi”. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Cilt: 9, Sayı: 25, S. 119-135.
- Şenol, Selma (2018). *Pay Senetleri Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Veri İle Analizi: 2010Q1 – 2017Q1*. Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Sivas.

- Şentürk, Mehmet ve Dücan Engin (2014). “Türkiye’de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz”. *Business and Economics Research Journal*, Cilt:5, Sayı: 3, S. 67-80.
- Taner, Berna ve Akkaya Cenk (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tezcan, Serkan (2009). *Faiz Oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB De Bir Uygulama*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Topaloğlu, Emre Esat ve Karakozak Özlem (2018). “Makroekonomik Faktörler ve Pay Senedi Getirisi: BİST banka Endeksi Firmaları Üzerine Panel Veri Analizi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s.199-2015.
- Uğur, Ahmet (2009). *Hisse Senedi Getirilerinin Panel Veri Analizi İle Tahmini: İstanbul Menkul Kıymet Borsasında Bir İnceleme*. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Malatya.
- Yalçın, Hatice (2011). *İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yanar, Rüstem (2008). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercih: Yerel Sorunlara Global Çözümler”. *Sosyo Ekonomi*, Sayı: 2, S. 161-178.
- Yerdelen Tatoğlu, Ferda (2009). “Reel Efektif Döviz Kurunun Durağanlığının Yapısal Kırılmalı Panel Birim Kök Testleri Kullanılarak Sınanması”. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, S.310-323.
- Yerdelen Tatoğlu, Ferda (2012). *İleri Panel Veri Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Yerdelen Tatoğlu, Ferda (2013). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Yıldırım, Oğuz (2003). “Döviz Kurları Çerçevesinde Satın Alma Gücü Paritesinin Zaman Serisi Analizi ve Türkiye Uygulaması”. *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 44, Sayfa 3
- Yıldız, Hakan ve Özdamar Gökhan. “Reel Döviz Kuru – Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye İmalat Sanayisi Sektörleri Üzerine Bir İnceleme (2005-2012)”. *Çankırı*

Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 2, S. 187-204.

Yılmaz Aydın (2015). “Keynes’ in Parasal Faiz Teorisi”. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 17 Sayı: 1 S. 207-224.

Yılmaz, Ömer, Güngör Bener ve Kaya Vahdet, “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik”. *İMKB Dergisi*, Cilt: 9, Sayı: 34, S. 1-16.

Yurttañıkılmaz, Ziya Çağlar (2012). “Döviz Kuru ve Enflasyonun Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”. *Ekev Akademi Dergisi*, Sayı: 51, S. 393-410.

Ün, Turgut (2010). “Özel Sermayeli Mevduat Bankaları Personel ve Şube Sayıları: Panel Veri Modeli Yaklaşımı”. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:12, Sayı:2, S:217-228.

<http://www.mahfiogilmez.com/2018/06/faiz-deyince.html> erişim 11.01.2019

<https://www.celikavukatlık.com.tr/ticari-islerde-uygulanan-temerrüt-faiz-orani/> erişim 02.01.2019

<https://www.yatirimkredi.com/piyasada-faiz-ve-faiz-cesitleri.html>

<https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri> 25.06.2019

http://www.ekodialog.com/Konular/ozkaynaklar_ozkaynak.html erişim 30.06.2019

<http://piyasarehberi.org/yatirim/yatirim-araclari/187-hisse-senetleri-icin-kullanilan-deger-kavramlari> yazan onur ceylan 2016 erişim tarihi 15.02.2019

<https://tr.talkingofmoney.com/what-is-difference-between-real-and-nominal-interest-rates> erişim 11.01.2019

<https://www.muhasabedersleri.com/ticari-belgeler/hisse-senedi.html> erişim 01.06.2019

<https://www.paranomist.com/doviz-kurlarini-aciklamaya-yonelik-teoriler.html> erişim tarihi 17.05.2019

<https://www.paragaranti.com/detay-kutuphane-reel-efektif-doviz-kuru> erişim tarihi 25.02.2019





ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı: Aslıhan SARIGÜZEL

Uyruğu: T.C.

Doğum Tarihi ve Yeri: 17.11.1983 / Sivas

e-posta: aslihansariguzel@cumhuriyet.edu.tr.

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Yılı
Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2007
Yüksek Lisans		

İŞ TECRÜBESİ

Tarih	Kurum	Görev
2009-2015	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Operasyon Asistanı
2015-	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Kangal MYO	Öğretim Görevlisi

YABANCI DİL BİLGİSİ

Yabancı Dilin Adı KPDS (.....) ÜDS (51.25) TOEFL (...) EILTS (....)