

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRKİYE’DE PARA ARZI VE GSMH DEĞİŞİMLERİNİN BİST 100
ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
HALİL ŞENOL

DANIŞMAN
PROF. DR. ERKAN POYRAZ

MAYIS, 2014
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE PARA ARZI VE GSMH DEĞİŞİMLERİNİN BİST 100
ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

HALİL ŞENOL

Sosyal Bilimler Enstitüsünde
“Yüksek Lisans”
Diploması verilmesi için Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye verildiği Tarih : 29.05.2014
Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 22.05.2014

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Erkan POYRAZ
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU
Jüri Üyesi : Doç. Dr. Ummuhan GÖKOVALI
MEDETTİN

Enstitü Müdürü
Prof. Dr. Namık Kemal ÖZTÜRK

MAYIS, 2014

MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ..16..05..2014 tarih ve ...631/3... sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin ..24... maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Halil ŞENOL'un "**Türkiye'de Para Arzı ve GSMH Değişimlerinin BİST 100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin Analizi**" adlı tezini incelemiş ve aday ..22..05..2014 tarihinde saat ..13.00' da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra ..60. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezinKA.BUL.... olduğunaOy Birliği..... ile karar verildi.




Tez Danışmanı

Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Üye
Prof. Dr. Emil ŞAMİLOĞLU

Üye
Doç. Dr. Ummuhan
GÖKOVALI MEDETTİN



YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Türkiye’de Para Arzı ve GSMH Değişimlerinin BİST 100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin Analizi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça ’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.



29/05/2014

Halil ŞENOL

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : ŞENOL

Adı : HALİL

Kayıt No: 10036255

TEZİN ADI

Türkçe : TÜRKİYE'DE PARA ARZI VE GSMH DEĞİŞİMLERİNİN BİST 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

Y. Dil : ANALYSIS OF THE MONEY SUPPLY AND GDP CHANGES IMPACT ON ISE 100 INDEX IN TURKEY

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ

Fakülte :

Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : POYRAZ, Erkan

Unvanı : Prof. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI: 104

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Hisse Senedi Hakkında Temel Bilgiler
2. Borsa İstanbul Hakkında Güncel Bilgiler
3. Hisse Senedini Etkileyen Makroekonomik ve Diğer Faktörler

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. BİST
2. Hisse Senedi
3. Birim Kök Testi
4. Granger Nedensellik Testi

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER: Konunuzla ilgili yabancı indeks, abstract ve thesaurus'u kullanınız.

1. BIST
2. Stocks
3. Unit Root Test
4. Granger Causality Test

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.

- | | |
|---|----------------------------------|
| 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum | <input type="radio"/> |
| 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir | <input checked="" type="radio"/> |
| 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezim tamının fotokopisi alınabilir | <input type="radio"/> |

Yazarın İmzası :

Tarih : 29/05/2014

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	I
KISALTMALAR	IV
GRAFİKLER	V
TABLolar	V
ÖZET	VI
ABSTRACT	VII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİNDE DEĞER KAVRAMI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN DEĞİŞKENLER

1.1 Hisse Senedi İle İlgili Temel Bilgiler.....	3
1.1.1 Hisse Senedinin Tanımı	3
1.1.2 Hisse Senedi Türleri.....	3
1.1.2.1 Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	3
1.1.2.2 Adi-İmtiyazlı Hisse Senetleri	4
1.1.2.3 Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri.....	4
1.1.2.4 Nakit Karşılığı ve Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılan Hisse Senetleri	5
1.1.2.5 Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	5
1.1.2.6 Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	5
1.1.3 Hisse Senedinin İşlevleri.....	6
1.1.4 Hisse Senetlerinde Şekil Şartları	6
1.2 Hisse Senedinin Getirdiği Hak ve Yükümlülükler	7
1.2.1 Kar Payı Hakkı	7
1.2.2 Rüçhan Hakkı	7
1.2.3 Yönetime Katılma Hakkı	7

1.2.4	Oy Kullanma Hakkı.....	8
1.2.5	Tasfiyeden pay alma hakkı	8
1.2.6	Bilgi Alma Hakkı	8
1.2.7	Sır Saklama ve Sermaye Borcu	9
1.3	Hisse Senedinin Getirileri	9
1.3.1	Kar Payı (Temettü) Geliri	9
1.3.2	Sermaye Kazancı.....	10
1.3.3	Rüçhan Hakkı Karşılığında Sağlanan Gelir	10
1.4	Hisse Senedinin Riskleri	10
1.4.1	Sistemik Risk.....	12
1.4.2	Sistemik Olmayan Risk.....	15
1.5	Hisse Senedi Arzı ve Devri.....	17
1.5.1	Hisse Senedinin Arzı.....	17
1.5.2	Hisse Senedinin Devri.....	18
1.5.3	Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar	18
1.5.4	Borsada İşlem Görmeye Başlamının Şirketlere Sağladığı Faydalar ve Maliyetleri.....	21
1.6	Hisse Senedi Değer ve Fiyat Tanımları	25
1.6.1	Değer Tanımları.....	25
1.6.1.1	Defter Değeri	25
1.6.1.2	Tasfiye	25
1.6.1.3	İşleyen Teşebbüs Değeri	25
1.6.1.4	Net Aktif Değeri	25
1.6.1.5	Alternatif Gelir Değeri	26
1.6.1.6	Gerçek Değer	26
1.6.1.7	Piyasa (Pazar, Borsa) Değeri	26
1.6.1.8	Emisyon Değeri.....	27
1.6.1.9	İhraç Değeri	27
1.6.2	Fiyat Tanımları	27
1.6.2.1	Nominal Fiyatı.....	27

1.6.2.2	İhraç Fiyatı	28
1.6.2.3	Piyasa Fiyatı	28
1.6.2.4	Borsa Fiyatı	28
1.7	Hisse Senedi Seçimi ve Değerleme Yöntemleri	28
1.7.1	Piyasa Değerlemesi Yaklaşımı	28
1.7.2	Beklenen Değer Yaklaşımı	29
1.7.3	Bugünkü Değer Yaklaşımı	29
1.7.4	Fiyat/Kazanç Oranı Yaklaşımı	31
1.7.5	Piyasa / Defter Değeri Yaklaşımı.....	33
1.7.6	Net Aktif Değer Yaklaşımı	34
1.7.7	Alternatif Gelir Değeri	35
1.8	Türkiye’de Borsa.....	36
1.8.1	Türkiye Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler	36
1.8.2	Borsa İstanbul	37
1.8.2.1	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Unvan Değişikliği.....	37
1.8.2.2	Borsa İstanbul’un Piyasa Durumu	37
1.8.2.2.1	İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri	37
1.8.2.2.2	İşlem Gören Şirket Sayısı	39
1.8.2.2.3	İşlem Hacmi	41
1.8.2.2.4	İşlem Görme Oranları	43

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ

2.1	Fiyatlar Genel Seviyesi (Enflasyon).....	45
2.2	Para Arzı	49
2.3	Ekonomik Aktivite (GSMH ve SÜE).....	51
2.4	Yurtiçi Faiz Oranı	52

2.5 Döviz Kuru.....	55
2.6 Altın Fiyatları	57
2.7 Diğer faktörler	60
2.7.1 Spekülasyon ve Manipülasyon.....	60
2.7.2 Siyasi Faktörler	62
2.7.3 Dönemsel Faktörler	66
2.7.4 Grup Psikolojisi.....	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

3.1 Araştırmanın Amacı	69
3.2 Veri Setinin Oluşturulması	69
3.3 Araştırmanın Metodolojisi	75
3.4 İstatistiksel Sınama, Bulguları ve Yorum	79
3.4.1 Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ve Sonuçları	79
3.4.2 Korelasyon Analizi ve Sonuçları	83
3.4.3 Granger Nedensellik Testi ve Sonuçları	84
SONUÇ	93
KAYNAKÇA	96
ÖZGEÇMİŞ	103

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ADF	Genişletilmiş (Augmented) Dickey Fuller
BİST	Borsa İstanbul
GSMH	Gayrisafi Milli Hâsıla
HBFO	Hazine Bonosu Faiz Oranı
İAB	İstanbul Altın Borsası
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	Küçük ve Orta Ölçekli İşletme
M2	Para Arzı
MD.	Madde
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SF.	Sayfa
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SÜE	Sanayi Üretim Endeksi
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VB	Ve Bunun Gibi
VOB	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası

GRAFİKLER

		Sayfa No
Grafik 1.1	Portföy Riski	11
Grafik 1.2	Risk Çeşitleri	11
Grafik 1.3	Ekonomiye Kazandırılan Fonlar	22
Grafik 1.4	BİST Piyasa Değeri/GSYH	38
Grafik 1.5	Ülkelerin Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu /GSYH Oranları	39
Grafik 1.6	BİST’de İşlem Gören Şirket Sayısı	40
Grafik 1.7	Ülkelerin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları	41
Grafik 1.8	BİST İşlem Hacmi/GSYH	43
Grafik 1.9	Ülke Borsalarının İşlem Hacmi/GSYH	43
Grafik 3.1	Normal Dağılım Grafiği	82
Grafik 3.2	Doğrusallık Grafiği	82

TABLOLAR

		Sayfa No
Tablo 1.1	Borsa İstanbul Pay Endeksleri Ad Değişiklikleri	37
Tablo 1.2	Halka Açık şirketlerin Piyasa Değerleri ve Menkul Kıymet Sayısı	38
Tablo 1.3	BİST Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi verileri	42
Tablo 3.1	Seçim Öncesi ve Sonrası Dönemlerde Uygulanan İktisat Politikaları	64
Tablo 3.2	Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	70
Tablo 3.3	Çoklu Doğrusal Regresyon Model Özeti	79
Tablo 3.4	Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ANOVA Tablosu	80
Tablo 3.5	Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Katsayıları	81
Tablo 3.6	Korelasyon Sonuçları	84
Tablo 3.7	Para Arzı – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	85
Tablo 3.8	SUE – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	87
Tablo 3.9	Altın – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	88
Tablo 3.10	Döviz – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	89
Tablo 3.11	Faiz – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	90
Tablo 3.12	TUFE – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları	92

ÖZET**TÜRKİYE’DE PARA ARZI VE GSMH DEĞİŞİMLERİNİN BİST 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ****Halil ŞENOL**

**Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi, 104 Sayfa, Mayıs 2014**

Danışman: Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Bu çalışma kapsamında; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası X100 endeksini etkileyen makroekonomik faktörlerden bahsedilmiş, X100 endeksini etkileyen faktörler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki teorik olarak açıklanmıştır. Ayrıca uygulama kısmında araştırma yöntemi olarak kullanılan “Regresyon Analizi” yardımıyla bu faktörlerin endeks üzerindeki etkileri incelenmiş ve “Granger Nedensellik Testi” analizi ile BİST 100 endeksi ve ilgili faktörler arasındaki ikili nedensellik araştırılmıştır.

Bağımlı değişken olarak BİST 100 Endeksi, bağımsız değişkenler olarak da Hazine Bonosu Faiz Oranı, Para Arzı, Enflasyon, Sanayi Üretim Endeksi, Dolar ve Cumhuriyet Altın Fiyatları ay sonları itibariyle alınmıştır.

Araştırma sonucunda BİST 100 endeksini belirgin şekilde etkileyen faktörler Hazine Bonosu Faiz Oranı, Döviz sepeti, altın fiyatları ve para arzı olarak tespit edilmiştir. Nedensellik açısından yapılan incelemeler sonucunda ise BİST 100 endeksi 3, 6, 9, 12, aylık gecikmelerde faiz, döviz, sanayi üretim endeksinin granger nedeni olduğu tüfe, faiz ve dövizin ise ilk 1 aylık gecikmede BİST 100 endeksinin granger nedeni olduğu anlaşılmıştır. Son olarak altın ile BİST 100 endeksi arasında herhangi bir nedensellik bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse senedi, BİST, İMKB100 Endeksi, Birim Kök Testi, Çoklu Doğrusal Regresyon, Korelasyon Analizi, Granger Nedensellik Testi

ABSTRACT**ANALYSIS OF THE MONEY SUPPLY AND GDP CHANGES IMPACT ON
ISE 100 INDEX IN TURKEY****Halil ŞENOL**

**Muğla Sıtkı Koçman University
Institute of Social Sciences
Department of Business Administration
Master M.S. Thesis, 104 pages, May 2014**

Supervising Professor: Prof. Dr. Erkan POYRAZ

In this study, Macroeconomic Factors affecting the Istanbul Stock Exchange index were explained and the relationship between Factors affecting index and stock prices were explained theoretically. Also in the application part, with "Regression Analysis" examined the effects of these factors on the index, and "Granger Causality Test" analysis with dual causality between ISE 100 index and related factors were investigated.

The Istanbul Stock Exchange 100 Index was used as the dependent variable and Treasury Bond Interest Rates, Money Offer (M2), Inflation (CPI), Industrial Production Index, Dollar and Gold Prices were used as the independent variables.

At the end of the study, the index markedly affecting factors; as Treasury Bond Interest Rate, Currency basket, the price of gold and the money supply have been identified. As a result of the investigations in terms of causality; Granger Causality Tests show that ISE 100 index is Granger cause of interest rate, foreign exchange, industrial production index in 3 - 6 - 9 - 12 month delay. CPI, interest rate and foreign exchange in the first one-month delay granger cause of ISE National 100 Index were found to be. Finally, No causality between ISE National 100 Index with gold could be found.

Keywords: Stocks, BIST, The ISE National 100 Index, Multiple Linear Regression, Unit Root Test, Correlation Analysis, Granger Causality Test

GİRİŞ

İstanbul menkul kıymetler borsası; fon arz ve talep edenlerin karşılaştığı ve bu karşılaşmaya Pay piyasası, Borçlanma araçları piyasası, Vadeli işlem ve opsiyon piyasası gibi piyasaların ürünlerinin aracılık yaptığı büyük bir piyasadır. Bu ürünlerin başında Pay piyasasının aracı olan ve ülke ekonomisinin yansıması olarak da kabul edilen hisse senedi gelmektedir. Hisse senedinin diğer yatırım araçlarına nazaran yüksek risk ve yüksek getiriye sahip olması yatırımcıların dikkatini çekmekte ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişmelerin ve buna bağlı olarak borsa endeksindeki değişmelerin hangi faktörlerden etkilendiği gerek araştırmacılar gerekse yatırımcılar tarafından merak edilmektedir.

Bugüne kadar yapılan araştırmalarda gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik faktörlerin ülke pay piyasası ürünü olan hisse senedi fiyatları üzerinde daha belirleyici olduğu ortaya konmuştur. Bu tez çalışmasının genel olarak kapsamını; BİST 100 endeksini etkileyen makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki teorik etkisi ve hisse senedi fiyatlarını etkilediği düşünülen para arzı, ekonomik aktivite, faiz oranları, döviz kuru, altın fiyatları gibi makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki pratik etkisinin analizi oluşturmaktadır.

Tez çalışması üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; hisse senedi ve BİST 100 endeksi ile ilgili temel bilgilere yer verilmiştir. İlk olarak hisse senedi kavramı, türleri, hisse senedi sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi fiyat ve değer tanımları gibi hisse senedi hakkında açıklayıcı bilgilere yer verildikten sonra bölüm sonunda BİST 100 endeksi hakkında bilgiler verilerek piyasa durumundan bahsedilmiştir.

İkinci bölümde; hisse senedi fiyatları ile etkileşim halindeki makroekonomik faktörler ve endekse hareket veren diğer faktörlerden bahsedilmiştir. Makroekonomik faktörler olarak iç borç faiz oranı, döviz kuru, para arzı (M2), sanayi üretim endeksi, enflasyon ve altın ele alınmış ve hisse senedi fiyatlarını etkileyen bu faktörlerin teorik olarak literatürde kabul görmüş etkilerinden söz edilmiştir.

Üçüncü bölümde ise; BİST 100 endeksi ile çalışmaya dâhil edilen makroekonomik faktörler arasındaki etkileşimi inceleyen uygulamaya yer verilmiştir. Uygulamada çoklu doğrusal regresyon modeli ve Granger nedensellik testi yöntemleri özetlenmiş ve bu yöntemler ile endeks ve faktörler arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın sonunda ise sonuç yer almakta ve çalışmadan elde edilen bulgular özetlenerek sunulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİNDE DEĞER KAVRAMI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN DEĞİŞKENLER

1.1 Hisse Senedi İle İlgili Temel Bilgiler

1.1.1 Hisse Senedinin Tanımı

Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir (SPK, md.4).

Hisse senetleri, sahibine, onu ihraç eden firmanın mal varlığı üzerinde mülkiyet hakkı verir. Başka bir ifade ile hisse senedi sahibi söz konusu firmanın ortağı durumundadır (Kanalıcı, 1997: 6).

Hisse senedi aynı zamanda şirkete özkaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır. Hisse senetleri diğer menkul değerler gibi hakkı temsil eden belgelerdir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 1997: 132).

Hisse senetlerinin başlıca 3 avantajı vardır.

- 1) Temettü geliri.
- 2) Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artış.
- 3) Rüçhan hakkı. Satışından elde edilen gelir (Karabıyık, 1997: 19).

1.1.2 Hisse Senedi Türleri

1.1.2.1 Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Nama yazılı pay senedi üzerinde ortağın kimliği yazılıdır ve bu tür bir pay senedi, üzerinde adı ve soyadı yazılı ortağın cirosu ve pay senedinin yeni ortağa teslim edilmesi ile el değiştirebilir. Ancak el değiştirmenin geçerli olabilmesi için şirket yönetim kurulunun bu devri onaylaması ve pay defterine işleme kararı vermesi gerekir.

Hamiline yazılı pay senedinin el değiştirmesi için pay senedinin bu amaçla teslimi yeterlidir (Sarıkamış, 2000: 36).

Nama yazılı hisse senetleri; ortak sayısının tespitinde, ortakların tanınması ve takibinde, malvarlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması halinde, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybını önlemede çeşitli yararları bulunmasına karşılık, ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır (Bolak, 1994: 103).

Hamiline yazılı hisse senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınai mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi yararı bulunmakla birlikte senedin kaybedilmesi ve çalınması halinde, hak sahipliğinin kanıtlanmasındaki güçlükler, genel kurul toplantılarına ilgisizliği teşvik ve güç boşluğu doğurma, senet üzerinde rehin, intifa haklarının korunması için senetlerin teslimi zorunluluğu bakımından sakıncaları bulunduğu söylenebilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 155).

1.1.2.2 Adi-İmtiyazlı Hisse Senetleri

En basit ve genel ifadesi ile özel bir takım üstünlük veya haklar sağlamayan hisse senetlerine "adi hisse senetleri", bünyesinde bazı farklılıklar bulunduran gruba da "imtiyazlı hisse senetleri" denilmektedir (Bolak, 1994: 103). Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede vs. bazı ayrıcalıklar tanınabilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 162).

1.1.2.3 Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Hisse senedinin sermayeye katkısının şirket içinden veya dışından olmasına göre yapılan ayırmada; Bedelli hisseler ya kuruluş sırasında ya da sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler dışında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur (Karabıyık, 1997: 22). Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni taahhüde gerek yoktur ve bedelsiz

olarak isimlendirilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 155).

1.1.2.4 Nakit Karşılığı ve Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılan Hisse Senetleri

Gerek kuruluşta, gerekse sermaye artırımlarında bedelleri nakit olarak ödenen hisse senetlerine, "nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri", bedelleri paradan başka sermaye ile ödenen senetlere de "ayni sermaye karşılığı hisse senetleri" adı verilmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, hisse senetleri halka arz edilen veya ortak sayısı nedeniyle arz edilmiş sayılan ortaklıklarda, ister kuruluş nedeniyle, isterse sermaye artırımında olsun, hisse senedi bedellerinin tam ve nakden ödenmesi öngörülmüştür yani bu ortaklıklardan hisse senedi satın alanların veya iştirak taahhüdünde bulunanların ayni sermaye koyma olanağı yoktur (Bolak, 1994: 104).

1.1.2.5 Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK 286. maddeye göre de itibari değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senetleri denir. Primli hisse senedi ihraç için ya esas sözleşmede ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir (Bolak, 1994: 104). Primli hisse ihraç edilmesi halinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 156).

1.1.2.6 Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

TTK madde 402'ye göre kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Bu durumda, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme hükümleri gereğince şirket kararının bir kısmı iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir (Karabıyık, 1997: 23).

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Şirket karından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle, gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmez, ödenecek miktar da kalan karın %10'unu geçemez (TTK, md. 298).

1.1.3 Hisse Senedinin İşlevleri

Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şöyle özetlemek mümkündür:

- a) Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- b) Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- c) Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- d) Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.
- a) Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 164).

1.1.4 Hisse Senetlerinde Şekil Şartları

Türk Ticaret Kanunu'nun 413. madde hükmüne göre nama ve hamiline yazılı hisse senetlerinde bulunması gerekli hususlar şunlardır:

- Şirketin Unvanı
- Esas Sermaye Miktarı
- Şirketin Tescil Tarihi
- Senedin Türü (Nama, Hamiline, Adi kurucu vs.)
- Senedin itibari değeri (TTK, md. 413).

1.2 Hisse Senedinin Getirdiği Hak ve Yüklümlülükler

Hisse senedi sahibine her türlü ortaklık haklarından yararlanma imkânı verir. Bu haklar şöyle sıralanabilir.

1.2.1 Kar Payı Hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kâr payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ye göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kâr payı dağıtılamaz (TTK, md.469).

1.2.2 Rüşhan Hakkı

Rüşhan hakkı, şirketlerin mevcut ortaklarının bedelli sermaye artırımlarına öncelikle katılma hakkıdır. Rüşhan hakkı eski hisse senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır. Rüşhan hakkının kullanım süresi 15 günden az 60 günden fazla olamaz (Karabıyık, 1997: 119). Rüşhan hakkı iki şekilde ortadan kaldırılabilir. Esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınmış ise yönetim kurulu rüşhan haklarının kullanımını kısıtlayabilir veya kaldırılabilir (TSPAKB, 2012: 12).

1.2.3 Yönetime Katılma Hakkı

Bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %10'luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir (Hilal, 2007: 15).

Öte yandan, TTK'nin 411, 412 ve 420'nci maddelerinde esas sermayenin en az onda birini temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar, hem TTK hem de SPK'nun 11'inci maddesi hükümlerine göre halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş

sermayenin en az yirmide birini (yani %5'ini) temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılabilir (TSPAKB, 2012: 12).

1.2.4 Oy Kullanma Hakkı

TTK'a göre pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunur (TTK, md. 373).

SPK ile getirilen düzenleme ile anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydı ile kar payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir (SPK, md. 14/A).

Ortaklar, oy kullanma hakkı vasıtasıyla işletmenin genel kuruluna katılarak, işletme ile ilgili birçok faaliyette söz sahibi olabilirler. Bu faaliyetlerin başlıcaları şunlardır;

- İşletmenin ana sözleşmesini kabul veya değiştirmek.
- Sermaye artırımını, tahvil çıkarılması, kar dağıtımını, işletme türünün değiştirilmesi, diğer işletmelerle birleştirilmesi, tasfiye gibi kararlara katılmak
- Yönetim kurulu ve denetçilerin faaliyetlerini ibra etmek (Mumcu, 2005: 8)

1.2.5 Tasfiyeden pay alma hakkı

Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa payı oranında iştirak eder (TTK, Md. 507). Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu değildir.

1.2.6 Bilgi Alma Hakkı

TTK'a göre pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren 1 yıl süreyle de kar ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilir (TTK, md: 362-363).

Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (Hilal, 2007: 16).

1.2.7 Sır Saklama ve Sermaye Borcu

Sır saklama borcu incelemesine sunulan defter ve belgeleri inceleyenlerin, elde ettikleri veya verilen bilgilerden öğrendikleri iş ve işletme sırlarını açıklamaları yasaklamayı ifade eder. Aksi hâlde şirketin maddi ve manevi zararını tazmin ederler (TTK, md: 527).

Sermaye borcu ise; gerek yeni kuruluşta, gerekse sermaye artırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin bedelini şirket yönetim kurulunun tespit ettiği tarihlerde yatırmak zorundadır. Taahhüt edilen sermaye borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler (Karşlı, 2003: 363).

1.3 Hisse Senedinin Getirileri

Hisse senedi sahipleri temel olarak üç tür gelir elde ederler.

1.3.1 Kar Payı (Temettü) Geliri

Anonim ortaklıkların yılsonunda elde ettikleri karın ortaklara dağıtılmasından elde edilen gelirdir. Hisseleri/payları Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar karını Sermaye Piyasası Kurulu tarafından her yıl kamuya açıklanan oran ve esaslar çerçevesinde nakden veya temettünün sermayeye ilavesi suretiyle hisse ihraç ederek dağıtabilir. Bu oran 2012 yılı karları için %20 olarak belirlenmiştir. Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar ise dağıtılabilir karlarının en az %20'sini birinci temettü olarak dağıtmak zorundadır (SPK, Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliğ).

1.3.2 Sermaye Kazancı

Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelirdir. Şirketin gelişmesine bağlı olarak zaman içinde hisse senedinin değerinde ortaya çıkan artıştan kaynaklanan sermaye kazancı gelişmiş sermaye pazarlarının bulunduğu ülkelerde kâr payı gelirleri ile dengeli bir gelişme göstermektedir. Türkiye’de ise kâr payı gelirleri çok düşük düzeylerde kalmakta hisse senedi yatırımlarında sermaye kazancı beklentisi ön plana çıkmaktadır.

Şirketler dağıtacakları kâr payı oranlarını açıklarken, dağıtılan kâr payının, hisse senedinin nominal değerine oranını belirtmektedir. Örneğin, BİST’de işlem gören ve hisse senedinin nominal değeri 10 YTL, piyasa değeri 100 YTL olan bir şirket 5 YTL hisse başına kâr payı oranını %50 olarak ilan etmekte, oysaki senedin o andaki Pazar değerine göre kâr payı verimi yalnızca %5 olmaktadır (Hilal, 2007:18).

1.3.3 Rüçhan Hakkı Karşılığında Sağlanan Gelir

Bu, sermaye artırımında yeni sermayeden elde edilen her bir hisseye karşılık artırılan oranda nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Rüçhan hakları hisse sahiplerinin hisselerine oranla kuponlaştırılmış olup, ortaklar bu kuponları isterlerse satabilir ya da sermaye artırımına katılabilirler. Rüçhan hakkı hisse senedinin temsil ettiği mülkiyet haklarından ayrı olarak alınıp satılabilir. Bu nedenle bu satış sonucu elde edilen gelir bir hisse senedi geliri olarak değerlendirilir (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 28).

1.4 Hisse Senedinin Riskleri

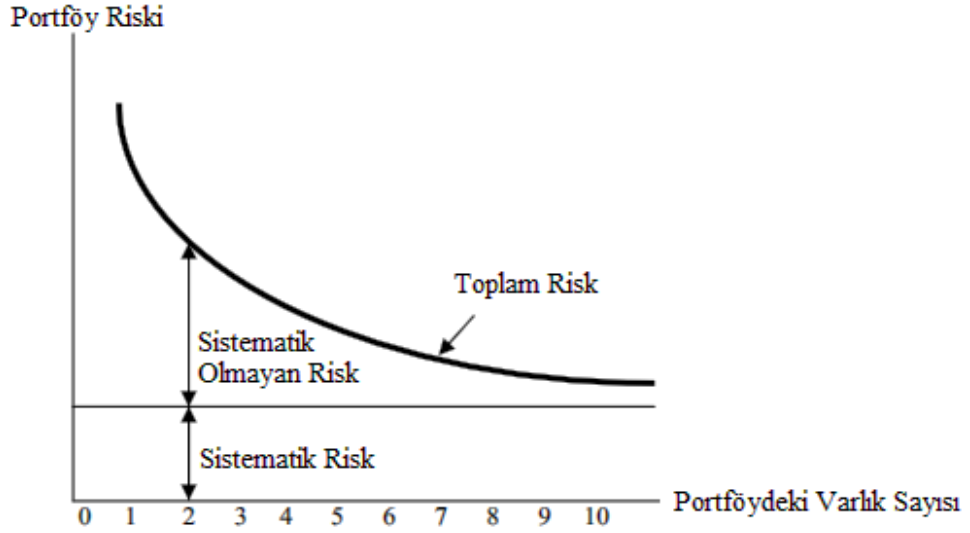
Bilindiği gibi, risk ve getiri, yatırım kararını belirleyen iki temel faktördür. Bu nedenle, yatırımcıların yapacakları yatırımlarla ilgili olarak beklenen getiri kadar, risk üzerinde de durmaları gerekmektedir. Genel anlamda risk arzu edilmeyen bir olayın meydana gelme olasılığı olarak tanımlanabilir (Akman, 2011: 7).

Daha geniş anlamıyla risk “beklenen sonucu elde etmede var olan belirsizlik” olarak da tanımlanabilmektedir. Bazen risk ve belirsizlik kavramları eş anlamlı olarak kullanılmakta ve sık sık karıştırılmaktadır. Risk ile belirsizliği birbirinden ayıran temel nokta; risk kavramı ile nitelenebilecek durumlarda gelecekteki olayların

alternatif sonuçlarının ortaya çıkma olasılıkları bilinebilmekte, belirsizlik durumunda ise bilinmemektedir (Sarıkamış, 2000: 164).

Piyasada risk, belirsizlikle doğru orantıdadır. Ayrıca risk arttıkça beklenen kazanç artmaktadır. Riskler özel riskler (sistemik olmayan riskler), tüm kıymetleri etkileyen genel riskler (sistemik risk) olarak iki grupta incelenebilir (Karabıyık, 1997: 33). Sistemik olmayan risk portföyde farklı varlıkların tutulmasıyla yok edilebilir. Ancak sistemik risk çeşitlendirmeyele yok edilemez (Levisauskaite, 2010:57).

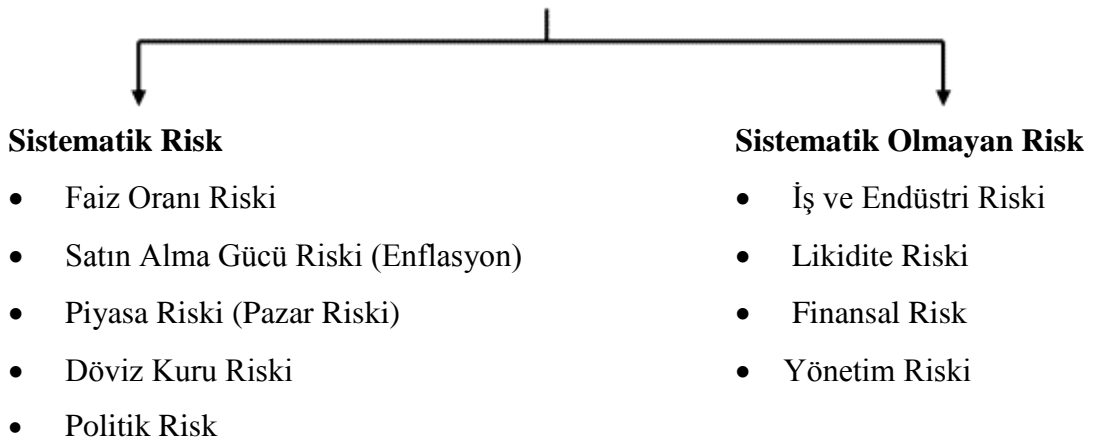
Grafik 1.1. Portföy Riski



(Levisauskaite, 2010:57)

Finansal piyasada risk kavramı sistemik ve sistemik olmayan riskler olarak iki grupta incelenebilir (Mayo, 1997: 157).

Grafik 1.2. Risk Çeşitleri



1.4.1 Sistematik Risk

Pazar riski olarak da nitelenen sistematik risk pazarın taşıdığı ve pazarda işlem gören tüm finansal varlıkların etkilendiği risk kategorisidir. Beta katsayısı ile ölçülür (Sarıkamış, 2000: 167). Sistematik riskin kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevre değişmeleridir. Başka bir ifade ile sistematik risk, piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir (Ceylan, 1993: 492).

Sistematik riski oluşturan risklerin en önemli ikisi faiz oranı riski ve satın alma gücü (Enflasyon) riskidir. Bu ikisine ek olarak riskten ziyade belirsizlik koşullarında kendisini gösteren sosyal, politik ve hatta davranışsal nitelik taşıyan olaylar da finansal varlık verimleri üzerinde olumsuz etkiler yaratabilirler (Sarıkamış, 2000: 167).

- **Faiz Oranı Riski**

Yatırım yapılan kıymetin fiyatının ve getirisinin piyasa faiz oranlarından olumsuz olarak etkilenmesini ifade eder (Karabıyık, 1997: 35). Bu etkileme, finansal varlık ile ilgili nakit girişlerinin iskonto edilmesinde kullanılan iskonto oranının temelinde cari faiz oranının bulunmasından kaynaklanır. İşte bir finansal varlığın faiz fiyatındaki değişmelere bağlı verim değişkenliği faiz oranı riskini oluşturmaktadır (Sarıkamış, 2000: 177). Yani faiz oranı yükselirken fiyatlar düşer, faiz oranı düşerken fiyatlar yükselir (Bolak, 1994: 137).

Faiz oranlarındaki değişimin menkul kıymetin fiyatı üzerindeki etkisini en belirgin bir biçimde ortaya koyan örnek, kamu menkul kıymetleridir. Kamu menkul kıymetlerinde iş riski, finansal risk ve geri ödememe riski bulunmamaktadır. Bununla beraber, bu menkul kıymetlerin nominal getirisi, faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenecek ve dönem sonunda gerçekleşen reel getiri düzeyi faiz oranlarındaki değişkenliğe göre nominal getiriden sapma gösterecektir (Çıtak, 1999: 17).

- **Satın Alma Gücü Riski (Enflasyon)**

Satın alma gücü riski ile genel fiyat düzeyinin yükselmesi sonucu paranın satın alma gücünün azalması kastedilmektedir (Bolak, 1994: 137).

Enflasyon hakkında yatırımcıların beklentilerinin borçlanma ve sahipliği temsil eden finansal varlıklar üzerinde değişik yönde etkide bulunacağı söylenebilir. Borçlanmayı temsil eden finansal varlıklar sabit getirili oldukları için, enflasyon en çok onların getirileri ve verimleri üzerinde olumsuz etkide bulunur. Sahipliği temsil eden pay senetleri ise, enflasyonist kârlar nedeni ile daha fazla parasal gelir elde etme ve böylece enflasyonun etkisini azaltma olanağını verebilmektedir. Buna enflasyon nedeni ile ortaklığın reel yatırımlarının değerlerindeki artışın sağladığı avantajı da eklemek yanlış olmaz. Yatırımcılar enflasyonun olumsuz etkisinden kaçmak için yatırımlarını pay senetlerine kaydırmaya başlarlar (Sarıkamış, 2000: 178).

- **Piyasa Riski (Pazar Riski)**

Geçerli bir ekonomik nedene dayanmayan, daha çok psikolojik etkiler sonucu, finansal varlık fiyatlarında görülen düşüşler, yatırımcılar açısından pazar riskini oluşturur. Bazı yatırımcıların büyük miktarlarda hisse senedi satmaya kalkışması ya da bir takım siyasi gelişmeler bu tip olaylara yol açabilmektedir. Pazar riski daha ziyade hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olmaktadır (Bolak, 1994: 137).

Pazar riski, yüksek kaliteli finansal varlıklardan çok, düşük kaliteli finansal varlıklar üzerinde yoğunlaşır. Keza aktif olmayan pazarlarda aktif pazarlara kıyasla daha yüksek pazar riski söz konusudur (Sarıkamış, 1980: 149)

Sözelimi bir ülkenin siyasi liderinin ölüm haberi, savaş veya büyük skandalların ortaya çıkması, özellikle uluslararası fonların piyasayı terk etmesine yol açmakta ve hareketin sonucu olarak piyasa dengeleri daha düşük bir endeks düzeyinde kurulmaktadır. Genelde uluslararası yatırımcılar politik risklerden daha çok etkilenirler.

Uluslararası yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riskler, bir ülkede yaptıkları yatırımların kamulaştırılması, kâr transferlerini önleyici kambiyo rejimleri, yüksek oranlı vergi ve tarifeler veya yapacağı yatırımlarda o ülke vatandaşlarına ortaklık hakkı verme zorunluluğu şeklinde özetlenebilir (Çıtak, 1999: 18).

- **Döviz Kuru Riski**

Reilly ve Brown (2011); döviz kuru riskinden yabancı para birimli kıymetlerin yatırımcısına getireceği getirilerdeki belirsizlikler olarak bahsetmiştir.

Dünya piyasalarında döviz kuru riski kavramı ilk olarak Bretton Woods sisteminin çökmesi ve dalgalı kur sisteminin ortaya çıkması ile gündeme gelmiştir. Uluslararası faaliyette bulunan firmalar açısından 1970'ler ve öncesine kadar karşılaşılan en büyük risk kaynağı üretim maliyetleri ve mal piyasaları ile ilgili olan riskler iken bu tarihten sonra döviz kuru riski kavramı önem kazanmaya başlamıştır.

Günümüzde, sermaye ve para piyasalarında, artan globalleşme karşısında ülkeler arası fon hareketlerinin hızlanması sonucu, kur riskinin önemi daha da belirginleşmiştir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 508).

- **Politik Risk**

Politik koşullardaki değişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri açıklar (Karabıyık, 1997: 35).

Koruma girişimleri, kotalar, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar veya yabancı sermaye yatırımları bu riskin unsurlarını oluşturmaktadır. Özellikle globalleşme hareketleri çerçevesinde, finansal piyasaların serbestleşmesi, son yıllarda bu riskin etkisini daha da artırmaktadır (Mumcu, 2005: 19).

Politik riskin artış gösterdiği ülkelerde, firma faaliyetleri ve ekonomik büyüme yavaşlayarak, hisse senedi getirileri azalmaktadır. Bu nedenle, özellikle uluslararası yatırım kararlarında, yatırımcıların yatırım yapılan ülkenin politik şartlarından doğan riskleri dikkate alması gerekmektedir. Literatürde, politik risk ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki konusundaki genel kanı, politik riskteki artışların hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği yönündedir (Yapraklı ve Güngör, 2007:205).

1.4.2 Sistemantik Olmayan Risk

Sistemantik olmayan risk, toplam riskin firmaya ya da firmanın içinde yer aldığı sektöre özgü kısmıdır. Grevler, yönetim hataları, yeni buluşlar, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerinde değişiklikler, kanuni uygulamalar, firmanın getirilerinde dalgalanmalara yol açabilir (Bolak, 1994: 138).

Bütün bu faktörler, işletmenin nakit akımlarında ve kârlılık düzeyinde dalgalanmaların ortaya çıkmasına neden olur. Sistemantik olmayan risk, portföydeki menkul kıymetlerin sayısının değiştirilmesi (arttırılıp-azaltılması) veya etkin portföy çeşitlendirme stratejilerinin uygulanması yolu ile azaltılabilir veya tamamen elimine edilebilir (Çıtak, 1999: 20).

- **İş ve Endüstri Riski**

Reilly ve Brown'a (2011) göre iş riski; bir firmanın işin doğası nedeniyle gelir akışlarındaki belirsizliklerdir. Taçali (2008) bir veya birkaç iş kolunda faaliyet gösteren firmaların kârlarında meydana gelebilecek değişimler bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olacağını savunmuştur.

Bunun nedenleri arasında; yönetim hataları, mal üzerindeki ya da hizmetindeki aksaklıklar, işkolundaki grevler, hammadde sağlanmasındaki güçlükler, tüketiciye ulaşmasındaki istenmeyen durumlar, rekabet nedeniyle satışların azalması gibi etkenler sayılabilir (Diril, 2000: 23).

Bu değişimler, firmaların kârlarını ve dolayısı ile finansal varlıklarının pazar fiyatlarını düşürücü rol oynayabilir. Bu tür olumsuz değişmelere açık bir sektörde verim değişkenliği ve dolayısı ile risk yüksektir. Örneğin, hammadde kaynakları dışa bağımlı bir sektörün sektörel riski, dış ödemeler sıkıntısı çeken bir ülkede yerli hammaddeyi kullanan bir sektörün riskinden yüksektir (Sarıkamış, 2000:181).

- **Likidite Riski**

Yatırımcının elinde bulunan kıymetleri istediği zaman nakde çevirememesi ya da zor çevirebilmesi sonucu, kıymetlerin cari piyasa değerlerinin altında elden çıkarılmasını ifade eder (Karabıyık, 1997: 35).

Gerek ortaklık sağlayan, gerekse borçluluk veya alacaklılık ifade eden yatırım araçlarında var olabilen likidite riski, sahip olunan kıymet ve bunun işlem gördüğü ikinci el piyasa ile yakından ilişkilidir. Benzer veya standart özelliklere sahip kıymetlerin hem alıcı, hem de satıcı sayısının fazla olduğu sürekli ve aktif piyasalarda likidite riskinin üzerinde genellikle pek durulmaz (Mumcu, 2005: 20).

Ayrıca kısa vadeli kıymetlerde likidite riski uzun vadeliye göre genellikle daha azdır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001: 507).

- **Finansal Risk**

Yatırım yapılan kıymetin ait olduğu şirketin finansal güçlük içine girerek faiz, kupon veya anapara ödemeleri gibi yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığıdır. Vade uzadıkça finansal risk artmaktadır. Devlet güvencesi sebebiyle finansal riskin kamu kuruluşlarında, özel şirketlerden daha az olduğu kabul edilmektedir (Karabıyık, 1997: 35).

Zira firmanın durumu ne olursa olsun, tahvillere olan faiz borcunu ödemek zorundadır, ancak bu faiz borcunun büyüklüğü, hisse senedi sahiplerine kalacak karda büyük dalgalanmalara yol açabilir (Bolak, 1994: 138).

Nitekim borçlanma, iki tarafı keskin bir kılıca benzetilebilir. Şirketin faaliyetleri başarılı bir düzeyde giderse borçlanma kaldıraç etkisi nedeni ile pay sahipleri lehine bir sonuç doğurur. Ancak faaliyetlerin başarısız olduğu dönemlerde ise pay sahiplerinin aleyhine bir durum ortaya çıkabilir (Çıtak, 1999: 20).

- **Yönetim Riski**

Ortaklık yönetimi, yönetim kararları alır ve bu kararları uygularken yapmaları olası hatalar finansal varlıkların verim değişkenliklerini etkileyebilir. Bu etkileme yönetim riski olarak karşımıza çıkar. Sistemik olmayan, firmaya has bir

risk türüdür. Hatalı yönetim kararları, hangi yönetim alanında uygulamaya konulursa konulsun, genellikle firmanın kârı üzerinde olumsuz etkide bulunur ve hatta firmanın tasfiyesi sonucunu dahi verebilir (Sarıkamış, 1980: 151).

Hatalı bir yatırım kararı, işletmenin sabit giderlerini arttırabilir. İşletmenin sabit giderlerinin arttırılması da faaliyet riskinin yükselmesine sebep olur. Toplu iş sözleşmelerinde, yönetimin hatalı davranışı, grev veya lokavtla sonuçlanabilir. İşletmenin kaynak seçiminde hatalı davranışı ise işletmenin finansal riskini arttırıcı yönde etki eder (Kanalıcı, 1997: 21).

1.5 Hisse Senedi Arzı ve Devri

1.5.1 Hisse Senedinin Arzı

Sermaye piyasası 2499 numaralı kanunun 3 no'lu maddesi hisse senetlerinin halka ihraç ve arzını şöyle tanımlamaktadır; “ *Bu kanunun uygulanmasında ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışdır. Halka Arz ise; Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.* “

Aynı kanunun 4. maddesi gereği ise ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPK'ya kaydettirilmesi zorunludur.

Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankasınca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının SPK'ya kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında SPK'ya bilgi verilir.

Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz.

Hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle halka açılan ve hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler,

- Halka arz yoluyla bir yandan sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta,

- Diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile yeni yatırımlara girebilme olanağına kavuşmakta,
- Tasarrufçunun atıl fonlarını aktif hale getirmekte,
- Kısa vadeli fonların uzun vadeli fonlara dönüşmesini sağlamaktadırlar.

Halka açılan şirketlerin kurumsallaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa süre içinde kavuşabilmektedirler (Hisse Senedi Piyasaları, 2011:71).

1.5.2 Hisse Senedinin Devri

Nama Yazılı hisselerin devri, ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 1997:162).

Hamiline yazılı hisse senetleri sadece teslim ile devredilebilir. TTK'nın 415. maddesi hükmüne göre, devrin şirkete bildirilmesine veya kaydedilmesine gerek yoktur.

1.5.3 Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar

Hisse senetleri sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler tarafından çıkartılabilir. Ayrıca özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlar da hisse senedi çıkarabilir. Yeni TTK ile birlikte limited şirketlerin de paylarını nama yazılı senetlere bağlama olanağı getirilmiştir.

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar;

i Anonim Şirketler

Anonim şirketlerini, hisse senetlerini hangi yolla çıkardıkları göz önüne alınarak üç ana grup halinde tasnif etmek mümkündür.

- a) Yalnızca Türk Ticaret Kanunu'nun hükümlerine tabi, halka açık olmayan anonim ortaklıklar (hisse senetleri halka arz edilmemiş anonim ortaklıklar):
Bu tip şirketlerde, şirketin kendi iradesinin hâkim olduğu, bu iradenin sadece Ticaret Kanunu'ndaki amir hükümlerle sınırlandırıldığı görülmektedir. Özellikle anonim ortaklık yakın akrabalarından ve aynı soyadı

taşıyan ortaklar arasından kurulmuşsa, anonim ortaklık sermaye idaresi ve yönetimi de tek kişinin iradesi ile işleyen bir görüntü verir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgilenmediği bu tip şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp bu yolla özsermaye birikimi sağlama yolunu benimsemediklerinden, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadırlar.

- b) Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları hükümlerine tabi, Kayıtlı Sermaye Sistemi dışındaki halka açık anonim ortaklıklar (hisse senetlerini halka arz etmiş veya arz etmiş sayılan anonim ortaklıklar):

Bir kapalı veya aile anonim ortaklığı hisse senetlerini halka arz ederek, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına girme kararı verebilir ve böylece halka açık anonim ortaklık karakteri kazanabilir. Böyle bir karar küçük tasarrufları toplayarak özkaynak niteliğinde fon oluşturmak niyetinden kaynaklanır.

Öte yandan pay sahibi sayısının 250'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların -hisse senetlerini halka arz etmeseler bile- hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tâbi olurlar (SPK, Md. 11).

Hisse senetleri hamiline yazılı olan şirketlerde ortak sayısının 250'yi aştığı birkaç yoldan anlaşılabilir:

- Genel kurula katılanların kaydedildiği hazırun cetvelinden,
- Temettü ödemesi esnasında kesilen kasa fişlerinden,
- Sermaye artırımlarında artırıma katılanlara ait kayıtlardan.

Yine SPK'nın 11'inci maddesine göre, Kurul'ca yapılan incelemede, bu Kanuna tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının oluştuğu anlaşıldığı takdirde, Kurul bu ortaklıkların doğrudan ya da dolaylı ortak sayısını veya bilanço büyüklüğünü dikkate alarak, menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı da getirebilmektedir.

- c) Sermaye artırımını yönünden, yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi anonim ortaklıklar (Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Anonim Ortaklıklar):

Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da, sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler (SPK, Md. 12).

Bu halde ortaklığın esas sermayesi, çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir (SPK, Md.12).

Anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak suretiyle kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri gibi bu sisteme alınmada aranan nitelikleri yitirmeleri halinde, Kurul tarafından da sistemden çıkartılırlar.

ii Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar

Bu şirketler de hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak teorik olarak menkul kıymet kabul edilebilecek olan bu senetler, kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4'üncü maddesinde '*Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz*' ifadesi yer almaktadır.

iii Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar

Bazı bankalar, TC Merkez Bankası, sigorta şirketleri, anonim ortaklık halinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edebilirler (TSPAKB, 2012:15).

1.5.4 Borsada İşlem Görmeye Başlamının Şirketlere Sağladığı Faydalar ve Maliyetleri

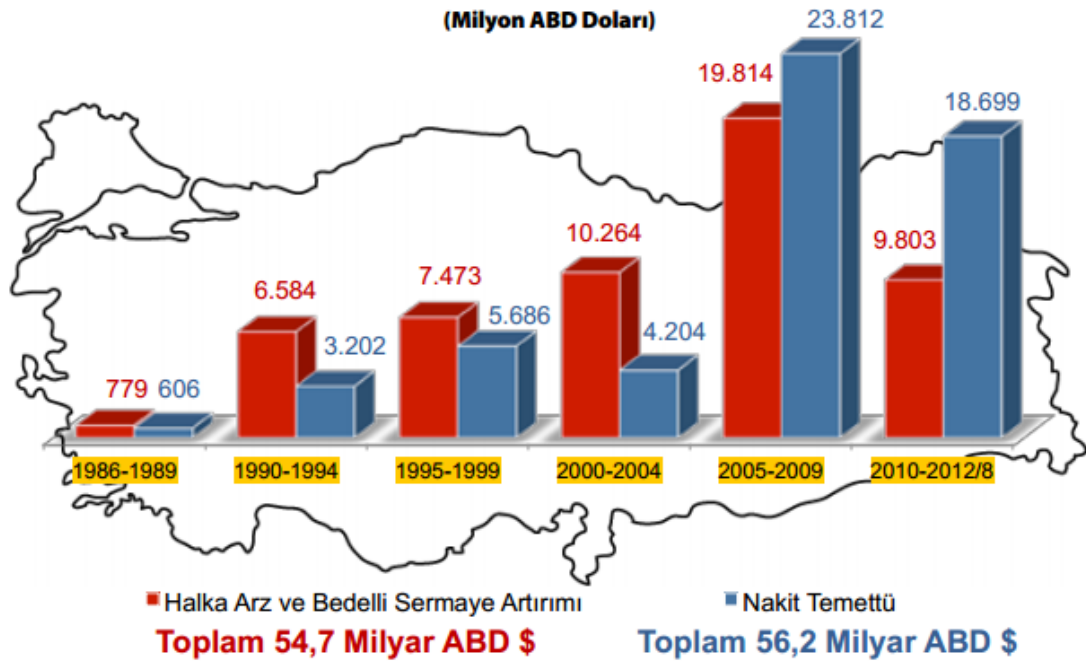
Halka Arzda Faydalar

Paylarını halka arz edecek şirketin halka arz sonrasında elde edeceği faydalardan başlıcaları aşağıda özetlenmiştir.

i) Finansman Sağlamak

Şirketler, faaliyet gösterdikleri sektöre ve şirketin içinde bulunduğu duruma göre farklı finansman yöntemlerini kullanmaktadırlar. Her bir finansman yönteminin kendine göre avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Finansman yöntemi olarak halka arzın tercih edilmesi durumunda, şirketler paylarını primli fiyatla halka arz ederek, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetli ve uzun vadeli bir kaynak elde etmektedirler. Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve payları Borsada işlem görmeye başladıktan sonra da paylarını teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından yararlanmak suretiyle finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler.

Borsa şirketi olarak sermaye piyasasından kaynak temin etmenin şirketlerin kaynak problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir. Şirketler sadece birincil halka arz yolu ile değil, daha sonra, payları işlem görmekte iken, yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimini, mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısmen veya tamamen kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri “İkincil Halka Arz”lar yolu ile karşılayarak da yeniden bir finansman imkânı yaratabilirler. Aşağıdaki grafikte, payları Borsada işlem gören şirketlerin halka arzdan sağladıkları kaynak ile işlem görmeye başladıktan sonra gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarından sağladıkları kaynak toplamları ve ortaklara sağladığı nakit temettüler verilmektedir (İMKB, 2012:3).

Grafik 1.3 Ekonomiye Kazandırılan Fonlar**ii) Likidite Sağlamak**

Halka arz edilen payların organize bir piyasada istenilen zamanda, piyasa arz ve talebine göre oluşan fiyatlardan, şeffaf bir şekilde alım satımının yapılabilmesine imkân sunulması mevcut ortaklara önemli bir likidite imkânı sağlamaktadır.

iii) Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım

Payları Borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, Borsanın şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurt içi ve yurt dışındaki yatırımcılara Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Şirketler hakkındaki bilgilerin kamuya duyurulması, şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurt içinde hem de yurt dışında tanınmasına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde, gerek yurt içi ve gerekse yurt dışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle işbirliğine gidebilme ve ortak girişimler oluşturularak benzeri konularda çalışmalar yapılabilmesi imkânı doğabilmektedir (İMKB, 2012:3).

iv) Kurumsallaşma

Şirketlerin halka açık hale gelmesi kurumsallaşmasının sağlanmasında önemli bir kilometre taşıdır. Şirkete yeni ortaklar almak sorumlulukları artırmakta ve buna bağlı olarak hesap verebilirlik, şeffaflık, süreklilik gibi konular önem

kazanmaktadır. Halka açılma sonrasında firmanın faaliyetlerinin giderek kişilerin varlığına bağımlı olmaktan kurtulması ve kendi kurum kültürünü oluşturması sürecinde halka açık olmanın getirdiği sorumluluk ve yükümlülükler kurumsallaşmaya önemli bir katkı sağlamaktadır. Bilindiği üzere, ülkemizde faaliyette bulunan şirketlerin karakteristik özelliği aile şirketi hüviyetine sahip olmalarıdır. Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi bulunan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir.

Diğer taraftan, şirketlerin paylarını halka arz etmesi ve Borsada işlem görmeye başlamaları SPK ve BİST'in incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleşmektedir. Ayrıca şirketler işlem görmeye başladıktan sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve BİST'in sürekli denetimine tabi olmaktadır. Bu çerçevede, halka açılarak paylarının Borsada işlem görmesi ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim imkânlarına daha kısa sürede kavuşabilmektedirler (İMKB, 2012:3).

v) Kredibilite

Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmesi bankacılık ve para piyasası nezdindeki kredibilitelerini artırmakta, daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânı kazanmalarını sağlamaktadır.

vi) Globalleşme

Şirketlerin paylarının Borsada işlem görmeye başlaması ile birlikte, şirketler yabancı ülkelerde de kolayca menkul kıymet ihraç edebilir ve o ülkede menkul kıymetlerini kote ettirerek işlem görmesini sağlayabilirler. Böylece, yurt dışı piyasalara erişebilirler. Menkul kıymetleri bir Borsada kote olan şirketlerin yabancı ortak bulması ve ortak girişim kurabilmesi imkânları artmaktadır (İMKB, 2012:3).

Halka Arzda Maliyetler

Paylarını halka arz edecek şirketin halka arz maliyetini oluşturan başlıca unsurlar aşağıda özetlenmiştir (İMKB, 2012:3).

i) Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler

İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kuruluş ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı ile aracı kuruluş arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir.

ii) Sermaye Piyasası Kuruluna Ödenen Ücretler

Sermaye Piyasası Kurulu kayda alınan ve satışı yapılacak olan payların ihraç değerinin binde ikisi (% 0,2) oranında kayıt ücreti almaktadır.

iii) BİST'e Ödenen Ücretler

Payları Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan şirketlerden, sermayenin nominal tutarının binde biri (%0,1) oranında kotasyon ücreti alınmaktadır. II. Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan şirketler için pazar kayıt ücreti, kota Alma Ücreti ile aynı esaslar çerçevesinde hesaplanarak ilgili ortaklıklara tahakkuk ettirilir.

iv) Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ne Ödenen Ücret

Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., pay ihraççılarından çıkarılmış/ödenmiş sermayenin %0,1'ini üyelik giriş aidatı olarak almakta olup, bu tutar 2.000 TL den az 50.000 TL'den fazla olmamaktadır. Pay ihraç öncesinde aynı kurumun borsa yatırım fonu, varant, özel sektör borçlanma aracı, VDMK, VTMK ihraçlarından herhangi biri için üyeliği mevcutsa yeniden üyelik aidatı alınmamaktadır.

v) Diğer Maliyet Unsurları

İhraççı şirketin halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretlere ek olarak bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödenen ücretler ile yurt dışı ve yurt içi tanıtım masrafları söz konusu olmaktadır (İMKB, 2012:17).

1.6 Hisse Senedi Değer ve Fiyat Tanımları

1.6.1 Değer Tanımları

1.6.1.1 Defter Değeri

Bir işletmenin özsermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada öz sermaye ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır (TSPAKB, 2012:18).

1.6.1.2 Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Şirketin pay senetlerinin pazar değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Diğer bir deyişle şirketin pay senetlerinin pazar değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde o işletmeyi likide etmek en akılcı yol olacaktır (Bolak, 1994:127).

1.6.1.3 İşleyen Teşebbüs Değeri

Burada, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001:161).

1.6.1.4 Net Aktif Değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır (TSPAKB, 2012:19).

Net aktif değerinin tespiti için, bilançoda bazı düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Bilanço kalemleri üzerinde gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra bulunan öz varlık değeri, şirketin hisse sayısına bölüldüğünde elde edilen değer, hisse senetlerinin net aktif değerini vermektedir. Net aktif değerinin bulunması

usulü, şirketin tasfiyesi halinde, aktif kalemlerinin parça parça satılarak paraya çevrilmesine benzetilmektedir. Yani net aktif değeri, bir bakıma tasfiye değeri olmaktadır. Bazı ülkelerde net aktif değerine hurda değeri de denilmektedir.

Net aktif değerinin borsa fiyatından farklı olması, bu usulün işletmenin yalnız maddi varlığını parçalar halinde göz önüne almış olmasından kaynaklanmaktadır. Oysa para kazanan bir işletmenin, maddi varlığının üstünde ayrıca bir bütün olarak işletme değeri vardır (Halabak, 2006:64).

1.6.1.5 Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001:161).

1.6.1.6 Gerçek Değer

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir (Hilal, 2007:20).

1.6.1.7 Piyasa (Pazar, Borsa) Değeri

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat o pay senedinin piyasa değeri olarak tanımlanır. Piyasa değeri arz ve talep koşullarına göre oluşur (Bolak, 1994: 106).

Pazar değeri, pazar koşullarında sunu ve isteme göre oluşan bir fiyat olup, hisse senedinin gerçek değerinden farklılık gösterebilir. Aynı zamanda, ortaklığın koşullarında değişme olmadan da pazar koşullarındaki değişmelere bağlı olarak pazar değerinde, zaman içinde değişmeler gözlenebilir. Hisse senedinin pazar

değerinin gerçek değere yaklaşması kuramsal olarak beklenir. Ancak pazar koşullarının pazar değerini gerçek değer altına düşürdüğü veya üzerine çıkardığı gözlenebilmektedir. Pazar fiyatının hisse senedinin gerçek değerinin altında olduğu zamanlarda hisse senedinin pazarda değerini bulamadığından, fiyatın gerçek değer üzerinde olduğu zamanlarda ise hisse senedinin değerinden fazlaya satıldığından söz edilebilir (Sarıkamış, 1995: 234).

1.6.1.8 Emisyon Değeri

Hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarılması aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Şirket hisselerinin satışa sunulduğu değer ile nominal değer arasındaki fark, ilgili hissenin emisyon değerini ifade etmektedir. Özellikle tanınmışlık düzeyi iyi ve gelişme potansiyeli fazla olan şirketler, hisse senetlerini halka arz ederlerken, emisyon değerini yüksek tutmakta ve elde ettikleri emisyon ihraç primlerini öz sermayeye ilave ederek, mali yapılarını güçlendirmektedirler (Diril, 2000:8).

1.6.1.9 İhraç Değeri

Hisse senetlerinin piyasaya arz edildiği değer olarak ifade edilmekte olup, hisse senetleri nominal değer altında veya üstünde bir ihraç değeriyle piyasaya çıkartabilmektedir. Ancak bizim hukuk sistemimiz, nominal değer altında bir değerle ihraca imkan vermemektedir (Halabak, 2006:63).

1.6.2 Fiyat Tanımları

1.6.2.1 Nominal Fiyatı

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001:160). TTK'ya göre ülkemizde pay senedinin nominal fiyatı en az Bir Yeni Kuruş olabilir ve bu değer ancak en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebilir. Uygulamada en sık görülen pay senedi nominal fiyatı 1000 TL'lidir.

1.6.2.2 İhraç Fiyatı

Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra artı kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon fiyatı normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satım ordinosunda en düşük fiyatı belirlemesi) sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir. (TSPAKB, 2012:17)

1.6.2.3 Piyasa Fiyatı

Hisse senedinin Sermaye Piyasasında alınıp satıldığı fiyattır. Piyasada hisse senedinin fiyatı arz ve talebe göre oluşur. Bir ülkede borsa mevcut ise piyasa fiyatı borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılır (Karabıyık, 1997:25).

1.6.2.4 Borsa Fiyatı

Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatlarıdır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve en yüksek ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır (Apak, 1995:34).

1.7 Hisse Senedi Seçimi ve Değerleme Yöntemleri

Firma analizi yaparken veya hisse senedi alım satımı planlanırken ilgili şirketin gerçek değerini doğru bir şekilde ortaya koymaya yarayan modeller vardır. Bu sayede hisse senedinin gerçek değerinin ne olduğu belirlenmeye çalışılır. Eğer bugünkü değer, gerçek değer altında ise alım kararı, üzerinde ise satım kararı verilebilir.

1.7.1 Piyasa Değerlemesi Yaklaşımı

Hisse senetleri için en objektif değer, varsa borsa değeridir. Borsa değeri piyasa değeri olarak da bilinmektedir (TSPAKB, 2002:70). Piyasa değerlendirme yaklaşımı menkul kıymet değerinin, benzer nitelikleri taşıyan başka menkul kıymetlerle karşılaştırılması suretiyle yapılır. Ancak birbirine benzeyen menkul

kıymeti bulmak bazen çok zor olabilir. O zaman farklı menkul kıymet kombinasyonları oluşturmak daha verimli sonuç verecektir (Akman, 2011:23). Borsa değeri objektif bir değer olmakla birlikte, bu her zaman borsa değerinin birinci öncelikle kullanılması gerektiği anlamına gelmez. Piyasaların zayıf ve güçlü olduğu dönemler vardır. Böyle dönemlerde borsa değeri hisse senedinin gerçek değerinin çok altında ya da çok üstünde olabilir. Burada gerçek değerden kasıt, hisse senedi piyasasındaki koşullardan bağımsız olarak, hisse senedinin olması gereken (oluşturduğu ekonomik değere paralel) değeridir.

Ayrıca borsaya kote olmayan şirketler için, borsa değeri de olmadığına göre, alternatif değerlendirme yöntemleri kullanmak bir zorunluluktur (TSPAKB, 2002:70).

1.7.2 Beklenen Değer Yaklaşımı

Menkul kıymet değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek bir başka yöntem de beklenen değer yaklaşımıdır. Bu yöntem temelde, menkul kıymetlerin farklı olaylar karşısında farklı getiriler sağlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu noktadan hareketle beklenen değer yaklaşımında menkul kıymetin değeri iki aşamada belirlenir.

Öncelikle olaylar karşısındaki muhtemel getiri olasılık hesabına göre bulunur. Sonra da söz konusu getiriler bugünkü değer yaklaşımıyla hesaplanır. Olasılık hesabı yapılırken menkul kıymet analisti, öncelikle hisse senedinin duyarlı olduğu muhtemel olayları ve bu olayların ortaya çıkma olasılıklarını kendi kanaat ve tecrübelerine dayanarak belirler. Daha sonra bu ilişkideki tutarlılığın araştırmasına başlar. Tahminler küçük aralıklarla yapılarak bir olasılık dağılımı oluşturulur. Bu durum istatistikteki normal dağılım şeklindedir ve en önemli özelliği de dağılımın aritmetik ortalaması yanında mod ve medyan değerinin beklenen değere eşit olmasıdır. Böylece bulunan merkezi eğilim bize beklenen değeri, standart sapma ile riski belirtir (Akman, 2011:23).

1.7.3 Bugünkü Değer Yaklaşımı

Hisse senedi fiyatının hesaplanmasındaki en etkin yol gelecekteki temettü dağıtımının bugüne indirgenmesidir. Bu noktada dikkate alınması gereken iki husus vardır. Birincisi temettü esasına dayanan değerlendirme, ikincisi ise firma karı esasına

dayanan değerleme yöntemidir. Temettü Esasına Dayanan Değerleme Yönteminde hisse başına dağıtılan temettü miktarı tahvillerin faiz getirisine benzetilir ve hisse senetleri, vadesi olmayan bir tahvil olarak kabul edilerek ileride yapılması beklenen kar payı ödemelerinin ilgili yıllara göre piyasadaki faiz oranı üzerinden iskonto edilmiş değerleri toplanıp bugünkü değere indirgenir (Akman, 2011:24).

İlk kez Gordon - Shapiro tarafından önerilen fakat sonra Gordon tarafından geliştirilen modele göre, yatırımcı için hisse senedinin gerçek değeri, bu hisse senedine sahip olmakla, her yıl eline geçecek nakit miktarının diğer bir ifade ile temettülerin bugünkü değerine eşittir. Bu ifadeyi formül olarak şu şekilde gösterebiliriz:

$$BD = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t}$$

BD = Hisse senedinin bugünkü değeri

dt = Hisse senedi için t döneminde elde edilecek kâr payı (temettü)

k = Piyasa iskonto faiz haddi

Model gelecekteki temettüleri temel aldığına göre, gelecek dönemlerde beklenen temettülerin sabit kalması (cari dönemle aynı tutarda olması) pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Temettülerin her yıl aynı nispeten büyüyebileceği farz edilebileceği gibi, belli sürelerde farklı büyüme oranlarını da dikkate alarak değerleme modellerini geliştirmek mümkündür (Kanalıcı, 1997:26).

Firma Karı Esasına Dayanan Değerleme Yöntemi ise hisse senetleri sahiplerine firmanın malvarlığı üzerinde mülkiyet hakkı vermektedir. Bu nedenle dağıtılmayan karlar, firmanın sahip olduğu gayrimenkullerin değerindeki artış, temettünün miktarı, şirketin borç yapısı gibi birçok unsur hisse senedinin fiyatını etkilemektedir. Bu gerçekler ışığı altında hisse senetlerinin değerlendirilmesi yapılırken hisse başına dağıtılan temettü miktarı yerine net firma karının veya hisse başına düşen net firma karının esas alınması gereği ortaya çıkmaktadır. Belli bir dönemdeki net firma karı, yapılan temettü dağıtımı ile firma malvarlığına eklenen kısmın toplamına eşittir (Akman, 2011:24).

Hisse senetlerinde temettü üzerinden yapılan değerleme yerine, hisse başına kar üzerinden değerlendirme yapıldığı takdirde, daha doğru sonuca ulaşılabilecektir.

$$BD = \sum \frac{d (1 + b)^n k_0}{f}$$

Burada;

n = Zaman,

k₀= Dönem başındaki firma net karını,

b= Firma net karındaki beklenen artışı,

d= Temettü dağıtım oranını,

f = Piyasa iskonto faiz oranını, ifade etmektedir.

Yukarıda verilen bugünkü değer formülü, hisse senedinin gerçek değerinin ya da olması gereken piyasa fiyatının hesaplanmasında kullanılabilecek en uygun yöntemi ifade etmekle birlikte, ona bir özelliğin daha eklenmesi yararlı olacaktır. Bu özellik, firmaların ortaklara dağıtmayarak firma bünyesinde alıkoydukları fonları, daha karlı yatırımlarda kullanacakları varsayımına dayanır. Dolayısıyla net kardaki büyüme oranı, yukarıdaki formülde varsayıldığı gibi sabit değil, dağıtılmayan kar miktarına bağlı olarak artan oranlı olacaktır.

$$BD = \frac{d (1 + b) k_0}{f - v (1 - d)}$$

burada;

v = Net firma karındaki büyümenin artış oranını ifade etmektedir (Halabak, 2006:69).

1.7.4 Fiyat/Kazanç Oranı Yaklaşımı

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı pay senedi değerlemesinde kolay olması nedeniyle sermaye piyasasında aracı kuruluşlar tarafından çok fazla kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem pay senedi değeri ile pay başına düşen net kar değeri arasındaki ilişkiyi inceler. Burada net kar, kurumlar vergisi ve fonlara ilişkin, yasal yükümlülükler ile

yasal yedek akçe, kurucu ve ayrıcalıklı pay sahipleri, yönetim kurulu ve çalışanlarına ödenmesi gereken tutarlar ayrıldıktan sonra kalan tutardır.

Diğer bir deyişle buna dağıtılabılır kar denir.

Pay başına net kâr = Net kar / Pay senedi sayısı

Fiyat/Kazanç oranı yaklaşımında kar paylarının olağan kalacağı veya olağan aralıklarda artacağı var sayımına dayanır. F/K oranı geçmiş yıllarla ilgili verilerin ortalaması alınarak ya da aynı kesimde (sektörde) ki işletmelere ait yine aynı şekilde ortalaması alınarak hesaplanmış olan kat sayıların ortalaması alınarak bulunabilir. Daha sonra, işletmenin gelecek yıl elde edeceği pay başına net kar saptanıp, gerçek değer;

PsGd = Pay başına net kar (Pbnk) x (Fiyat/Kazanç) Oranı biçiminde hesaplanır.

Herhangi bir pay senedi içinde bulunulan yıl ve geçmiş 5 yıla ait bilgileri aşağıdaki gibi ve gelecek yıl elde edeceği pay başına net kar (Pbnk) 300. -TL olarak kestiriliyorsa, Ps.Gd aşağıdaki gibi Belirlenecektir (Rodoplu, 1993:228).

Yıl	Ortalama Piyasa Fiyatı	(Pbnk)	F/K oranı
-5	1000. -	80. -	12. 50
-4	1200. -	120,-	10. 00
-3	1500. -	200. -	7. 50
-2	1400. -	175. -	8. 00
-1	1600. -	280. -	5. 71
0	1700. -	340,-	5. 00

Ortalama (F/K) Oram;

$$(12. 50 + 10. 00 + 7. 50 + 8. 00 + 5,71 + 5. 00) : 6 = 8. 1183$$

$$Ps Gd = 300 \times 8. 1183 = 2435. 49 \text{ TL hesaplanır}$$

Karar ölçütü:

PsGd : Pay senedi gerçek değeri

Bor. d : Borsa değeri

Ps Gd > Bor. d. ise elde tut veya al

Ps Gd < Bor. d. ise sat veya alma

Fiyat/Kazanç oranı en çok bilinen ve en sık kullanılan piyasa çarpanı olmasına rağmen diğer piyasa çarpanları içinde hataya en açık olanıdır. Net kar bir şirketin ekonomik durumu için ne kadar iyi bir göstereyse, Fiyat/Kazanç oranı da değerlendirme için ancak o kadar iyi bir göstergedir. Özellikle ülkemizde, yüksek enflasyon nedeniyle, net kar rakamı şirketin gerçek karlılığını yansıtmaktan çok uzaktır (TSPAKB, 2012: 74).

1.7.5 Piyasa / Defter Değeri Yaklaşımı

F/K (Fiyat/Kazanç) oranı kadar kullanılmamasına rağmen, borsadaki genel eğilimi ortaya koyması bakımından önemli bir gösterge olan piyasa/defter değeri yaklaşımında amaç, hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin edebilmektedir. Bir şirketin defter değeri sadece maddi öz varlığın bilançodaki değeri ile ölçülür. Bulunan öz varlık ödenmiş sermayeye bölüldüğünde tek hisse senedinin defter değeri ortaya çıkar. Öz varlık = sabit ve bağlı kıymetler + dönen kıymetler – borçlar şeklinde formüle edilir.

Diğer bir ifade ile şirketin bilançoda gösterilen öz varlık tutarını hisse sayısına bölünürse bir hissenin defter değeri elde edilmiş olur. Şirketin piyasa değeri ise hissenin pazardaki alım - satım fiyatıdır. Aynı sektördeki şirketlerin, verilerinden elde edilen ortalama Piyasa/Defter değeri oranı bu yaklaşımda bir referans noktası olarak kabul edilir.

Böylece şirketin hisse başına düşen toplam varlıklarının değeri, sektörün ortalama Piyasa/Defter değeri oranı ile çarpılarak senedin olması gereken fiyatı hesaplanır. Sonuçta, bulunan fiyatla ilgili hissenin piyasa fiyatı karşılaştırılarak alım veya satım kararı verilebilir (Akman, 2011:25).

$G D = \text{Defter değeri} \times (\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri})$ oranı; olmak üzere,

Örneğin, aynı sektördeki 6 işletmeye ait piyasa değerleri ve defter değerleri aşağıdaki gibiyken, A işletmesinin hisse senedinin defter değeri 2000 TL ise, gerçek değeri şöyle belirlenecektir (Bolak, 1994:164);

İşletme	Ortalama Piyasa Fiyatı (TL)	Defter Değeri TL	Piyasa Değ./ Defter Değ.
B	4000	2500	1.60
C	9500	7000	1.36
D	10000	5500	1.82
E	4200	3000	1.40
F	5400	3000	1.80
G	12000	6500	1.85

Ortalama (Piyasa Değeri/Defter Değeri) oranı:

$$(1.60 + 1.36 + 1.82 + 1.40 + 1.80 + 1.85) / 6 = 1.64$$

$$G D = 2000 \times 1.64 = 3280 \text{ TL}$$

1.7.6 Net Aktif Değer Yaklaşımı

Net aktif değer yöntemi kısaca, şirket aktiflerinin rayiç bedelinden borçlarının indirilmesi olarak tanımlanabilir. Bu yöntemde en önemli problem şirket aktiflerinin ve borçlarının gerçek değerinin tespit edilmesidir. Bilanço kalemleri üzerinde gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra bulunan öz varlık değeri şirketin hisse sayısına bölüldüğünde elde edilen değer, hisse senetlerinin net aktif değeridir (Akman, 2011:26).

Net aktif değerinin hesaplanma süreci, şirketin tasfiyesi halinde aktif kalemlerinin parça parça satılarak paraya çevrilmesine benzetilebilir. Bu itibarla, net aktif değeri bir anlamda şirketin tasfiye değeri olmaktadır. Ancak, tasfiyenin söz konusu olmadığı durumlarda, şirketin bütün olarak değeri parçaların toplam değerinden daha yüksek olabilir. Net aktif değerleri kullanılırken, bu olasılık göz önünde bulundurulmalıdır. Anlaşılması oldukça kolay ve objektif bir yöntem olan net aktif değerlemesi, aktif veya pasif kalemlerinin piyasa değeri olarak kullanılacak borsa değeri gibi objektif kriterlerin bulunmadığı durumlarda, sübjektif bir yöntem haline dönüşebilir (TSPAKB, 2012: 72).

Örneğin, bir bankayı net aktif değerlemesi kullanarak değerleyebilmek için;

- Bankanın hazır değerlerini, diğer bir ifadeyle kasasında bulundurduğu nakit ve menkul kıymet cüzdanında bulunan kıymetlerin piyasa değerini (hisse senedi ile Hazine bonusu ve Devlet tahvillerinin borsa değerini),
- Bankanın kullandığı kredilerin piyasa değerini (banka verdiği kredileri bugün tahsil etmek istese toplayabileceği nakit miktarı + bugün tahsil edemeyeceği (batık ya da şüpheli olmayan) krediler için bu kredileri başka bir finansal kuruma sattığı takdirde alabileceği nakit miktarı ya da bu kredilerin makul bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmiş değerini),
- Bankanın gayrimenkullerinin ve diğer duran varlıklarının piyasa değerini,
- Bankanın bankacılık lisansı ve isminin piyasa değerini

toplayarak bulunan değerden;

- Bankanın toplamış olduğu mevduatın piyasa değerini,
- Bankanın almış olduğu kredilerin piyasa değerini

toplayarak bulunan değer çıkarılması gerekir. Sonuçta bulunan değer bankanın hisse senetlerinin toplam değeridir (TSPAKB, 2002: 71).

1.7.7 Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içerisinde, şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden, bir hisseye düşen gelir tutarını açıklamaktadır. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça, alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

Hisse senedinin alternatif geliri şöyle hesaplanır: (Halabak, 2006:67).

$$AGD = \frac{FPD + \ddot{O}S}{HSS}$$

$$FPD = \frac{FPG}{BK}$$

$$FPG = BK-AG \text{ (4.5)}$$

$$AG = \ddot{O}S * AGY \text{ (4.6)}$$

Burada:

AGD : Hisse Senedinin alternatif gelir değeri,

ÖS : Öz sermaye,

FPD : Firmanın peştamallık (katkı) değeri,

HSS : Hisse senedi sayısı,

BK : Bilanço karı,

FPG : Firmanın peştamallık (katkı) geliri (Şirketin karı ile alternatif gelir arasındaki olumlu fark),

AG : Alternatif Gelir,

AGY : Alternatif Gelir Yüzdesidir.

1.8 Türkiye’de Borsa

1.8.1 Türkiye Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler

2008 yılının başlarına doğru ortaya çıkan ve ilk olarak gelişmiş ölkelerin finansal piyasalarını daha sonrada tüm dünya ekonomisini etkisi altına alan “mortgage krizi” dünyadaki mevcut düzenin bu şekilde sarsılabilir olduğunu ve bu düzenin sorgulanması gerektiğini göstermiştir. Başta AB üyesi ölkeleri olmak üzere birçok gelişmiş öлке hala krizin etkilerini yaşarken kriz, 2012 yılından başlayarak kendilerini teğet geçtiğini düşündüğü birçok gelişmekte olan öлке piyasasını da etkisine alarak büyüme oranlarında ciddi bozulmalara ve yavaşlamalara neden olmuştur. Türkiye’de 2011 yılında %8.8’lik bir büyüme oranına erişilmiş iken 2012 yılında bu oran %2.2’ye kadar gerilemiştir. 2013 yılında yakalanan %4’lük büyüme hızı da gösteriyor ki Türkiye bu küresel ekonomik krizden en hızlı çıkan ve son dönemlerdeki küresel ekonomik belirsizlikten görel olarak az etkilenen ölkelerdendir.

1.8.2 Borsa İstanbul

1.8.2.1 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Unvan Değişikliği

26 Aralık 1985 tarihinde kurulan ve 3 Ocak 1986 tarihinde 40 şirketle faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 27 yıllık faaliyetinin ardından İstanbul Menkul Kıymetler Borsasını (İMKB), Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nı (VOB) ve İstanbul Altın Borsası'nı (İAB) aynı çatı altında toplayarak uluslararası bir finans devi olarak 05.04.2013 tarihinde yeni bir döneme adım atarak faaliyetlerine "Borsa İstanbul AŞ" unvanıyla devam etmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) unvanının Borsa İstanbul A.Ş. olarak değişmesinden dolayı Pay Piyasası ve Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlem görmekte olan menkul kıymetlerden hesaplanmakta olan endekslerin adlarında yer alan "İMKB" kısaltması da "BIST" olarak değiştirilmiştir.

Tablo 1.1 Borsa İstanbul Pay Endeksleri Ad Değişiklikleri

ENDEKS KODU	TÜRKÇE ENDEKS ADLARI		İNGİLİZCE ENDEKS ADLARI	
	ENDEKSİN MEVCUT ADI	ENDEKSİN YENİ ADI	ENDEKSİN MEVCUT ADI	ENDEKSİN YENİ ADI
X U100	İMKB 100	BIST 100	İMKB 100	BIST 100
X U050	İMKB 60	BIST 50	İMKB 50	BIST 50
X U030	İMKB 30	BIST 30	İMKB 30	BIST 30
X BN10	İMKB 10 BANKA	BIST 10 BANKA	İMKB 10 BANKS	BIST 10 BANKS

Kaynak: (İMKB, 04.04.2013)

1.8.2.2 Borsa İstanbul'un Piyasa Durumu

1.8.2.2.1 İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri

Borsada işlem gören şirketlerin toplam değeri, bir ülkedeki şirketlerin borsaya kote olma oranları da göz önüne alındığında ülke ekonomisinin büyüklüğü hakkında önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Piyasa değerleri ve menkul kıymet sayısı dikkate alındığında Mart 2013 sonu itibari ile 390 şirketin işlem gördüğü borsada toplam piyasa değeri 606 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Borsanın en değerli ilk üç şirketi; Garanti Bankası (43 milyar 890 milyon TL), bu şirketi Akbank (39 milyar 680 bin TL) ve İş Bankası (32 milyar 699 milyon 782 bin 200 TL) takip etmektedir.

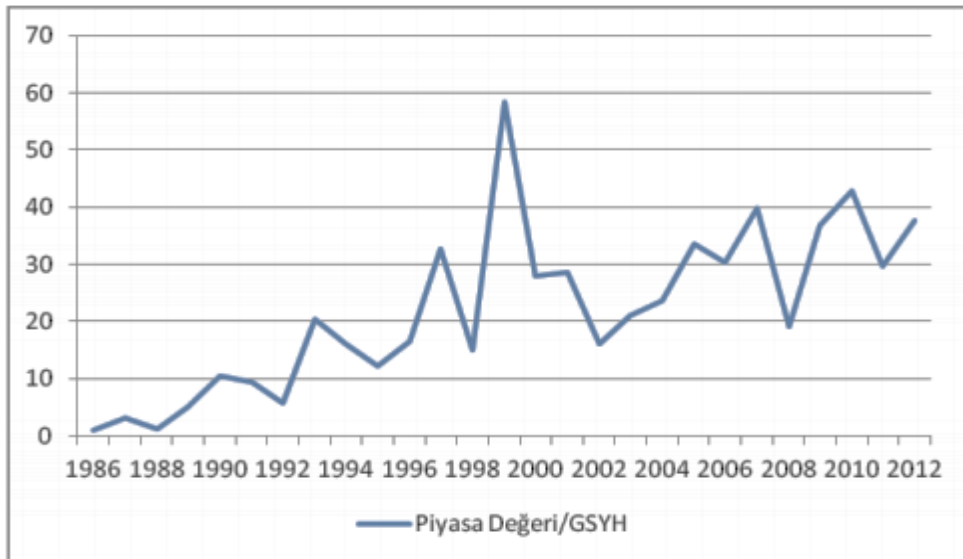
Tablo 1.2 Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Menkul Kıymet Sayısı

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri Milyon TL	2011	2012	2013/03	% Değişim
Toplam Piyasa Değeri	381.265	550.439	606.584	10,20%
Saklamadaki Hisse Senetleri	139.970	212.296	232.022	9,3%
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri	96.810	157.334	172.944	9,90%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,3%	28,6%	28,5%	AD.

Menkul Kıymet Sayısı	2011	2012	2013/03	% Değişim
Şirket	263	271	265	-2,20%
Diğer Şirket	74	117	125	6,80%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	38	34	34	0,00%
Varant	175	281	327	16,40%
Sertifika	-	50	102	104,00%

Kaynak: TSPAKB, Sermaye Piyasası Özet Verileri, 2013/03

Borsa İstanbul 1986 yılında ilk faaliyete geçtiğinde borsanın toplam piyasa değerinin GSYH'ya oranı yaklaşık olarak %1,03 iken tavan seviyeyi 1998-2000 yıllarında yaklaşık olarak %58 seviyesi ile görmüştür. Bu oran 2013 yılının başlarında ise yaklaşık olarak %38 civarındadır.

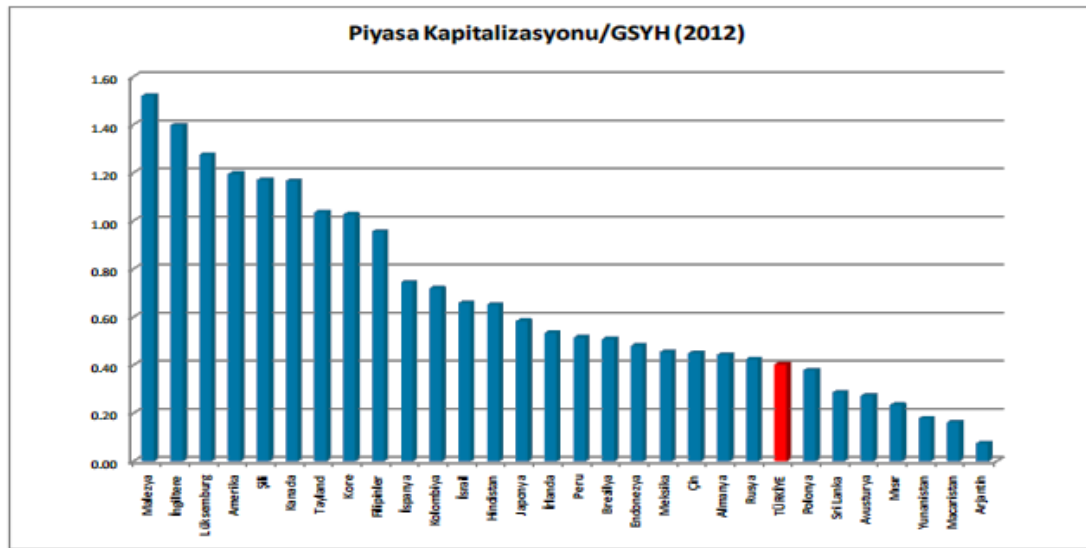
Grafik 1.4 BİST Piyasa Değeri/GSYH

Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

Ülkelerin Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu / GSYH Oranları grafiği (1.5) incelediğimizde ülke borsalarının toplam değerinin ülkenin GSYH değerinin yüzde kaçına tekabül ettiğini görmekteyiz.

Malezya ve İngiltere'nin başı çektiği grafikte Türkiye; Almanya, Rusya ve Polonya gibi ülkelerle yaklaşık olarak aynı yüzdeye sahip olarak son sıralarda yer almaktadır.

Grafik 1.5 Ülkelerin Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu / GSYH Oranları



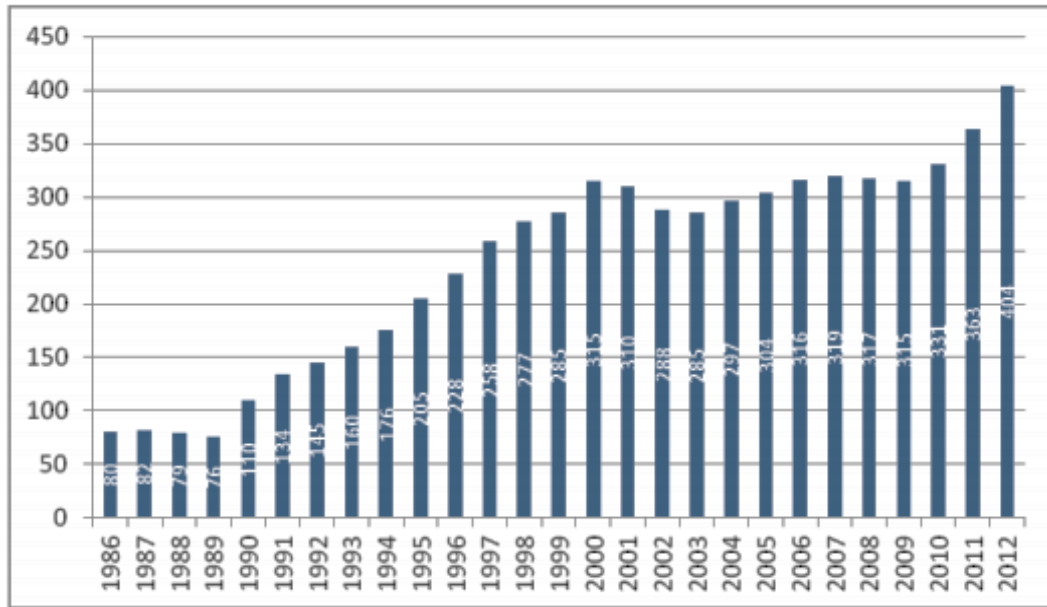
Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

1.8.2.2.2 İşlem Gören Şirket Sayısı

İlk olarak 1986 yılında 40 şirket ile faaliyete başlayan Borsa İstanbul AŞ borsasında işlem gören şirket sayısını halka açılım faaliyetleri çerçevesinde 2000 yılına kadar hızla arttırmış ve 2000 yılında 315 şirket ile faaliyetine devam etmiştir. Daha sonra 2010 yılına kadar 315-330 şirket sayısı ile faaliyetini devam ettirmiş ve yine halka açılım faaliyetleri çerçevesinde şirket sayısını 2012 de 404'e çıkartmıştır.

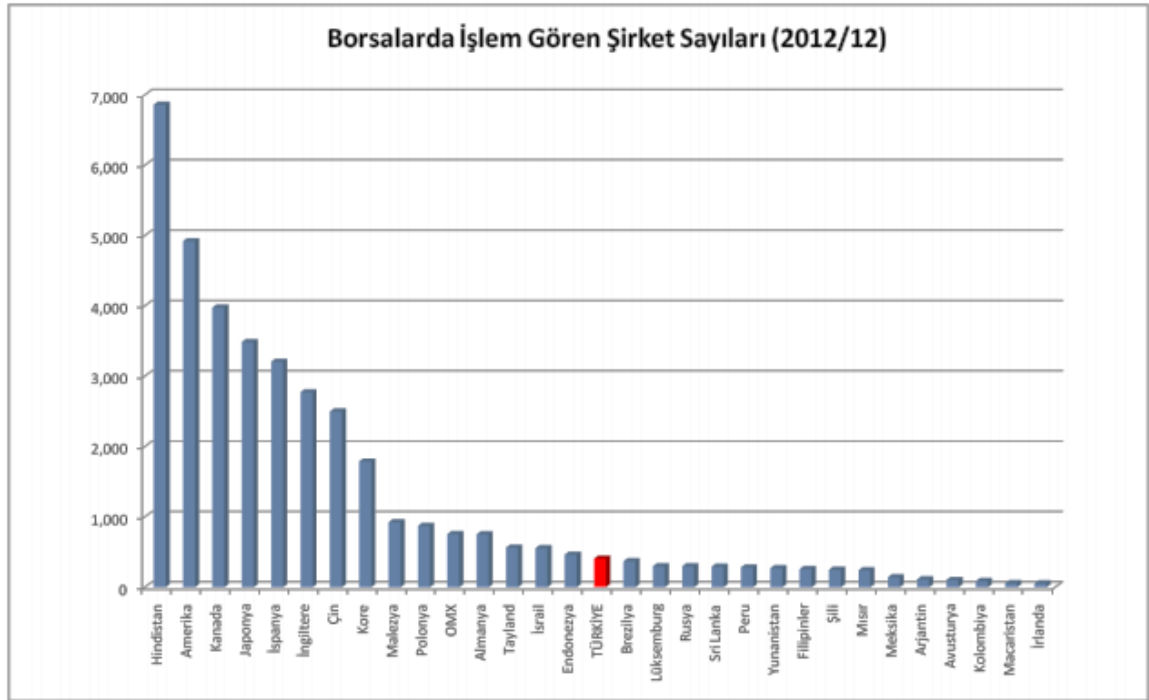
Türkiye'deki en büyük 1.000 sanayi kuruluşundan sadece 245 şirketin borsaya kote olduğu dikkate alındığında halka arz seferberliklerinin devam ettirilmesi ve borsaya katılımın hızlandırılması ülke çıkarları açısından oldukça önem arz etmektedir.

Grafik 1.6 BİST’de İşlem Gören Şirket Sayısı



Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

Son yıllarda tüm sermaye piyasası kurumlarının katılımı ile başta halka arzların artırılması olmak üzere, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, pazarların yeniden yapılandırılması, işlem sistemleri altyapısının yenilenmesi ve geliştirilmesi, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması konuları olmak üzere birçok alanda çalışma başlatılmış ve kurumlar arasında etkin ve sürekli bir işbirliği tesis edilmeye çalışılmıştır. Bunun sonucu olarak 1990–1999 yılları arasında yılda ortalama 23 şirket halka açılırken, 2000–2009 yılları arasında bu rakam 9’a düşmüş olup, 2011 yılında rakam 25’e ulaşmıştır. 2012 yılında ise 26 şirket halka açılmış olup, ayrıca halen halka arz süreci içerisinde çalışmaları devam eden başvurular bulunmaktadır. Son yıllarda gerçekleştirilen başarılı “Halka Arz Seferberliği” çalışmaları, ülke ekonomisinde sağlanan istikrar ile birleştiğinde sermaye piyasalarına ilgi artmış ve bunların sonucunda halka açık şirket sayısında önemli bir artış sağlanmıştır (SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu: 18).

Grafik 1.7 Ülkelerin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları

Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

1.8.2.2.3 İşlem Hacmi

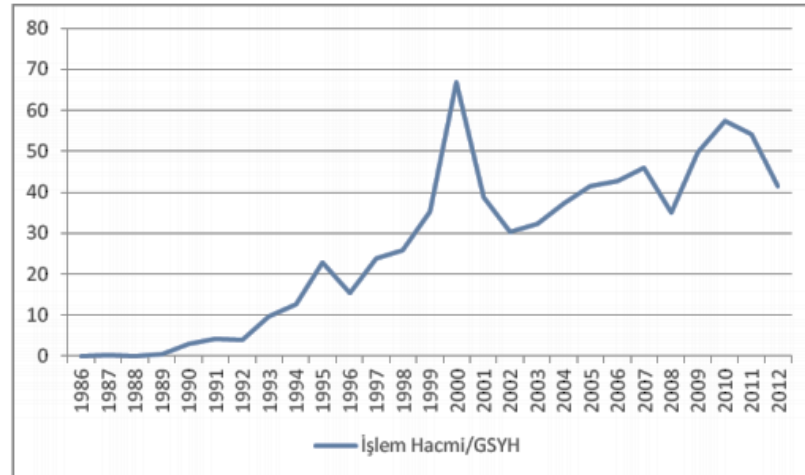
Ülkemizde birinci ve ikinci el piyasa işlemlerinin büyük bir kısmının yapıldığı Borsa İstanbul işlem hacmi açısından incelendiğinde (Tablo 1.3) faaliyete geçtiği 1986 yılında 8.700 TL olan yıllık işlem hacminin borsaya katılımların artmasına paralel olarak sürekli arttığı ve 2013 yılında 568 milyar TL'na ulaştığı gözlemlenmektedir. Kriz dönemlerinde her ne kadar işlem hacminde düşüşler yaşansa da işlem hacminin artan bir şekilde devam ettiği görülmektedir.

Tablo 1.3 BİST Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi verileri

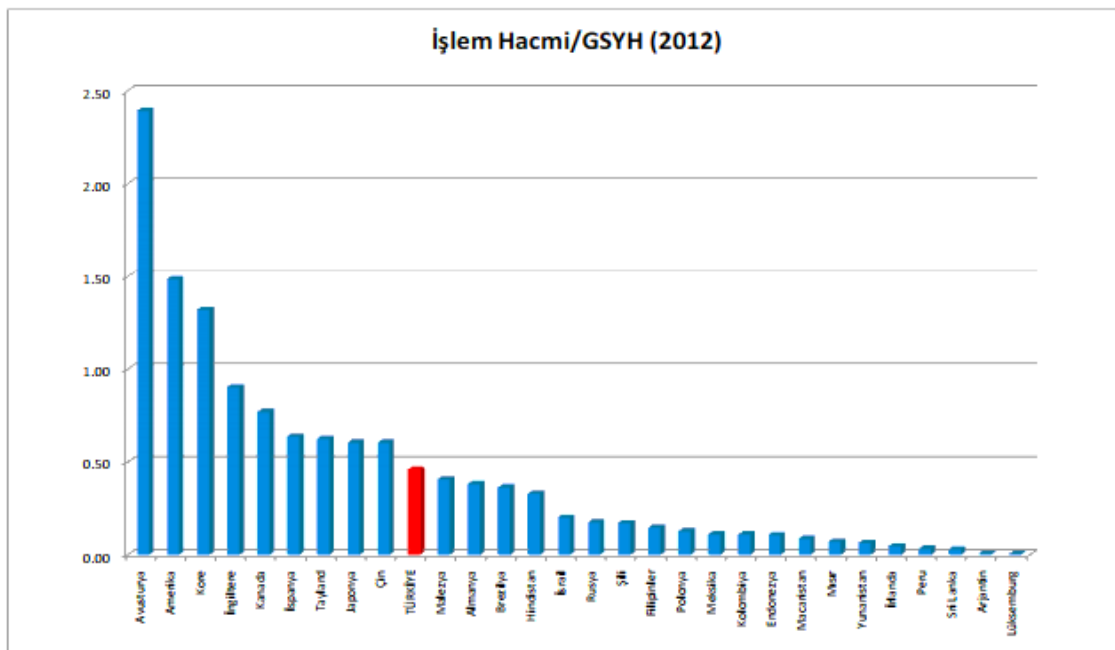
YIL	İŞ GÜNÜ SAYISI	TOPLAM İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	TOPLAM İŞLEM MİKTARI (NOMİNAL MİLYON TL)	GÜNLÜK ORT. İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	GÜNLÜK ORT. İŞLEM MİKTARI (NOMİNAL MİLYON TL)	SÖZLEŞME SAYILARI (MİLYON ADET)
1986	247	0,01	0,00	0,00	0,00	-
1987	266	0,11	0,01	0,00	0,00	-
1988	253	0,15	0,03	0,00	0,00	0,11
1989	255	1,74	0,24	0,01	0,00	0,25
1990	247	15,31	1,53	0,06	0,01	0,75
1991	247	35,56	4,54	0,14	0,02	1,45
1992	251	56,40	10,30	0,22	0,04	1,68
1993	246	255,65	35,29	1,04	0,14	2,82
1994	253	651,79	100,09	2,58	0,40	5,29
1995	251	2.374,80	306,25	9,46	1,22	11,67
1996	247	3.039,63	390,92	12,31	1,58	12,45
1997	252	9.272,35	918,56	36,80	3,65	17,06
1998	248	18.096,86	2.242,53	72,97	9,04	21,58
1999	236	36.903,11	5.823,86	156,37	24,68	25,79
2000	246	111.340,97	11.075,69	452,61	45,02	32,43
2001	248	93.116,23	23.938,15	375,47	96,52	31,38
2002	252	106.302,35	33.933,25	421,83	134,66	28,97
2003	246	146.644,97	59.099,78	596,12	240,24	29,94
2004	250	208.422,95	69.614,65	833,69	278,46	41,51
2005	254	269.932,29	81.099,50	1.062,73	319,29	43,94
2006	248	324.131,34	91.634,55	1.306,98	369,49	45,49
2007	252	387.777,42	116.824,18	1.538,80	463,59	48,34
2008	251	332.604,69	114.793,16	1.325,12	457,34	45,94
2009	252	474.611,10	201.194,28	1.883,38	798,39	67,40
2010	250	635.664,40	204.082,25	2.542,66	816,33	81,46
2011	253	695.327,55	202.146,19	2.748,33	798,99	101,85
2012	233	568.458,55	160.602,53	2.682,75	757,40	74,94

Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

Grafik 1.8’de BİST’in İşlem Hacminin GSYH ya oranı görülmektedir. Grafik incelendiğinde borsanın faaliyete geçtiği 1986 yılında borsa işlem hacminin GSYH’ya oranının %0,01 civarında olduğu ve bu oranın tavan seviyeyi yaklaşık olarak %67 ile 1999-2000 yıllarında yakaladığı görülmektedir. Son yıllarda ise (2012) borsanın işlem hacminin GSYH’nın önceki 2 yıla göre bir düşüş yaşayarak %41,6 sına tekabül ettiği görülmektedir.

Grafik 1.8 BİST İşlem Hacmi/GSYH

Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

Grafik 1.9 Ülke Borsalarının İşlem Hacmi/GSYH

Kaynak: SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu

1.8.2.2.4 İşlem Görme Oranları

Borsaların en önemli fonksiyonlarından biri likidite sağlamalarıdır. Likidite, borsaların performanslarının ölçülmesinde ön plana çıkan kriterlerden biridir. Likiditeyi, yeni bir bilgi olmadan, bir menkul değeri bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayacak bir fiyattan alabilme veya satabilme olarak tanımlayabiliriz. Bu tanımda likiditenin iki özelliği ortaya çıkmaktadır: alım satım işleminde süre ve uygun fiyat. Bunlardan ilki, menkul değerın kısa sürede nakde dönüştürülmesini

içeren pazarlanabilme kabiliyeti olup ikincisi bunun en düşük kayıpla paraya çevrilebilmesidir. Bu nedenle pazarlanabilme, likidite için gerekli bir koşul olmakla birlikte yeterli değildir.

Likiditede önemli nokta, fiyatın devamlılığı veya istikrarıdır. Bu özellik, yeni bir bilgi olmadan, fiyatın bir işlemde diğerine değişmeden aynı kalmasıdır. Bu özellik pazara devamlılık ve güven kazandırır. Sürekli pazar için ayrıca derinlik de gerekir. Mevcut fiyatın altında ve üstündeki düzeylerde çok sayıda alıcı ve satıcının olması, fiyattaki değişiklik halinde, bunların devreye girmesiyle fiyatta önemli bir değişiklik olmamasına imkân yaratır (SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu: 22).

Likiditenin en temel göstergesi ve pazar derinliği hakkında bilgi verici önemli bir faktör olan işlem görme oranı, ülkeler arasında karşılaştırıldığında ülkemiz önemli bir yere sahiptir. Avusturya, Amerika ve Kore gibi ülkelerin işlem hacmi/GSYH oranı açısından başı çektiği bu karşılaştırmada Türkiye ilk 10 ülke arasında yer almaktadır. Bunun anlamı ise BİST'in likit ve işlem hacmi ülke GSYH'sına oranla yüksek olduğu bir ülkedir.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ

2.1 Fiyatlar Genel Seviyesi (Enflasyon)

Enflasyon oranı, özellikle, Türkiye gibi yüksek enflasyonun olduğu ülkeler göz önüne alındığında, makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına etkisinin analizinde yer alması gerekli bir değişkendir. Diğer bir ifade ile enflasyon gelişmekte olan sermaye piyasalarının hemen hemen tümünün karşı karşıya olduğu ciddi bir sorundur (Durukan, 1999:25).

Enflasyon oranı beklenen enflasyon ve beklenmeyen enflasyon olarak ayrılabilir. Beklenen enflasyon oranı ekonomistlerin ve tüketicilerin yıldan yıla yaptıkları planın bir sonucudur. Enflasyon bekleniyorsa, insanlar enflasyonun paranın değerini düşüreceğinden dolayı daha az para tutma eğilimindedirler. Beklenmedik enflasyon ekonomi ve tüketiciler tarafından beklenen dışındadır. Genel olarak, beklenmeyen enflasyonun beklenen enflasyona göre çok daha zararlı etkileri vardır (Geetha, vd., 2011:2).

Finansal varlıkların fiyatları, enflasyondan farklı derecede etkilenmektedir. Hazine bonusu, devlet tahvili gibi sabit getirili finansal varlıkların fiyatlarında enflasyonun etkisi daha şiddetli olurken, enflasyonun hisse senedi fiyatına etkisi konusunda değişik görüşler ileri sürülmüştür (Elyak, 2008:28). Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda üç ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, hisse senedi veriminin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür. İkinci görüş hisse senedi verimi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur (Albeni ve Demir, 2005:4).

Birinci görüş, hisse senedi fiyatının enflasyondan bağımsız olduğunu ileri sürmektedir. “Fisher Hipotezi” olarak bilinen bu görüş, ekonominin gerçek (reel) sektörünün, parasal sektörden oldukça bağımsız olduğu fikrinden hareket etmektedir. Buna göre pazarın etkin olduğu varsayımı altında hisse senedi fiyatı; sermayenin verimliliği, tasarruf sahiplerinin zaman tercihi gibi gerçek faktörler tarafından belirlenmektedir. Irving Fisher, beklenen enflasyon oranında bir artış meydana

gelmesi durumunda, nominal faiz oranının reel faiz oranını sabit bırakacak şekilde, beklenen enflasyon oranındaki artış kadar artacağını öngörmektedir. Diğer bir deyişle, nominal faiz oranı bir “enflasyon primi” içermekte, bunun sonucunda hisse senedi fiyatı etkilenmemektedir (Elyak, 2008:28).

İkinci görüş ise; yüksek enflasyon oranlarının düşük kar marjlarına neden olacağı inancından dolayı, hisse senedi fiyatları ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki olduğu inancıdır. Daha açık bir ifade ile firma ile ilgili düşük kar marjı beklentisi yatırımcının bu firmanın hisse senedinden elde etmeyi beklediği getiri ile ilgili kötümser bir bakış açısına sahip olmasına neden olacaktır. Bu bakış açısı ve beklenti yatırımcının karar verme aşamasında göz önüne aldığı hisse senedinden beklenen nakit akışlarını ve beklenen getiri oranını olumsuz etkileyerek, hisse senedi fiyatlarına negatif olarak yansıtacaktır. Dolayısıyla ile artan enflasyon oranı ile birlikte artan belirsizlik hisse senetleri fiyatlarında düşüşe neden olabilecektir (Durukan, 1999:25).

Bu görüş açısından başka bir açıklamaya göre rekabetçi bir ekonomide enflasyon firmaların üretim maliyetlerini artırır ve gelecekte nakit akımlarının azalmasına yol açar. Dolayısıyla enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Negatif ilişki şu şekilde ortaya çıkmaktadır. Firmaların faaliyetlerine ilişkin dönem başı imzalamış oldukları kontratlar, dönem içi fiyatlarda meydana gelen değişmelere karşı firmaların anında fiyat ayarlaması şeklinde tepki vermelerini güçleştirmektedir. Özetle girdi fiyatlarına enflasyonun yansımaları çıktı fiyatlarına göre çok daha hızlı olduğu için enflasyon firmaların gelecekteki nakit akımlarının azalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla enflasyon firmaların gelecekteki nakit akımlarının azalmasına ve hisse senedi fiyatlarının olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır (Öztürk, 2008:10).

Öztürk’ün (2008) çalışmasında bahsettiği gibi Fama ve Schwert (1977) çalışmalarında enflasyon ile hisse senedi arasında istatistiki olarak anlamlı negatif korelasyon ilişkisi bulmuşlardır.

Fama’ya göre hisse senedi fiyatları firmaların gelecekteki kazanç potansiyellerini yansıttığından, enflasyon oranındaki artış nedeniyle ortaya çıkan ekonomik bozulma hisse senedi fiyatlarını düşürür. Fama (1981) hisse senetleri ile

enflasyon arasındaki ters yönlü ilişkinin oldukça yanıltıcı olduğunu öne sürmektedir. Ona göre enflasyon, hisse senetleri ve enflasyon arasındaki ilişkiyi belirlemek için oluşturulan modellerde reel faaliyet değişkenlerini ifade eden bir vekildir. Bu vekil hipotezine göre enflasyon ve hisse senetleri arasındaki negatif ilişkiye iki faktör sebep olmaktadır.

1. Hisse senetleri ve ekonomik faaliyetler arasındaki pozitif ilişki.
2. Ekonomik faaliyetler ve enflasyon arasındaki negatif ilişki.

Hisse senedi denkleminde enflasyonun negatif ve anlamlı bir katsayıya sahip olması bu ilişkilerin mevcudiyetini yansıtmaktadır. Fama enflasyon ve reel kesim arasındaki negatif ilişkiyi ise para talebi teorisi ile açıklamaktadır.

Geske ve Roll (1983) Amerika Birleşik Devletleri'ndeki enflasyon oranı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmalarında hisse senedi fiyatları ile hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyon oranları arasında negatif bir ilişkinin varlığından söz etmiştir. Bu etkilenmenin ise reel faaliyetlerdeki azalmanın bütçe açıklarına yol açtığını ve dolayısıyla da para arzında artışlara neden olduğunu bununda enflasyon oranlarını yükselttiğini ifade etmişlerdir. Böylece hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasındaki negatif ilişkinin Merkez Bankası para arzına gitmesinden dolayı geliştiğini ifade etmektedirler.

Kaul (1987) ABD, Kanada, Birleşik Krallık ve Almanya üzerinde yaptığı araştırmalarında hisse senedi getirisi ve enflasyon arasındaki negatif ilişkinin para talebi ve para arzının ters konjonktürel etkisinden kaynaklandığını ifade etmiştir..

Enflasyon ile hisse senetleri fiyatları arasında ters bir korelasyon olduğu iddialarına karşın Kessel (1956); firmaların sermaye yapılarının borç üzerine kurulu olması ile firmaların enflasyon artışlarından karlı çıkacağını ve hisse senetlerinin değerleneceğini ifade etmiştir.

Hisse senedi fiyatı ile enflasyon arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ileri süren üçüncü görüş, hisse senedinin enflasyona karşı koruyucu olduğunu savunmaktadır. Buna göre, fiyat düzeyindeki artışlar işletme gelirlerini ve buna paralel olarak da kar paylarını artıracaktır. Kar payları ve gelirlerin birlikte artmasını hisse senedi fiyatının artışı bekleyecektir (Elyak, 2008:29).

Enflasyon doğru tahmin edilebilir ve para otoritesinin güvenilir olduğu görülürse, fiyat dalgalanması etkili yönetilebilir ama enflasyon doğru olarak öngörülemez ise bir kısım ekonomik birimler kaybederken, bazı ekonomik birimler kazanacaktır.

Taofik ve Agbaje (2013) çalışmasında beklenmeyen enflasyonun vatandaşların tasarrufları üzerindeki olumsuz etkisi hisse senetleri için talebin düşmesine yol açacağı ve talepteki bu azalmanın hisse senedi fiyatını ve hisse senedi gelirlerinin düşmesine neden olacağını ifade etmiştir.

Bir hisse senedinin enflasyona karşı korunak olabilmesi için hisse senedinden elde edilen nominal gelir oranının, enflasyon oranına eşit veya bu orandan büyük olması gerekmektedir. Ayrıca bu hisse senedini ihraç eden işletme de şu özelliklere sahip olmalıdır.

- Satışlarda, en az enflasyon artış oranına eşit bir artış
- Satışlardaki artış, enflasyon artış oranından az ise çalışma giderlerinde bunu etkisiz bırakacak oranda azalış.

Hisse senedinin enflasyona karşı koruyucu bir yatırım aracı olduğunu savunanlara göre, bütün hisse senetlerinin fiyatları yükselebilir ve fiyat düzeyindeki artışlar etkisiz hale getirilebilir (Elyak, 2008:29).

Fuller ve Petry (1981) de, enflasyon, öz kaynak karlılığı ve hisse senedi fiyatları üzerine yaptıkları çalışmalarında; hisse senetlerinin enflasyonist dönemlerde bir yatırım aracı olarak kullanılabilceğini düşünmektedirler. Ancak düşüncelerinin kar payı büyüme oranının (g) enflasyonun üzerinde olması varsayımı altında gerçekleşeceğini bunun da dağıtılmayan kar oranının ve öz sermaye verimliliğinin bir fonksiyonu olduğunu belirtmişlerdir.

Türkiye’de ise yapılan bir çalışmaya göre, tahmini enflasyon oranları ile nominal hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki vardır. Yine tahmini enflasyon oranları ile reel hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Bu durum, hisse senedi fiyatları üzerinde enflasyonun nazari olarak şişirici bir etmen olduğunu göstermektedir. Buna karşın, reel hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında gerçekleşen negatif ilişki temelde enflasyonun bu getiriler

üzerinde olumsuz bir etki yarattığını göstermektedir. Ancak bu ilişkiler istatistik olarak anlamlı değil ve göz ardı edilebilecek kadar düşüktür (Elyak, 2008:30).

2.2 Para Arzı

Borsa - Para arzı arasındaki ilişki, para arzındaki değişikliklerin direk olarak portföy değişiklikleri yoluyla veya endirekt olarak hisse senedi fiyatlarını belirleyen temel belirleyiciler üzerindeki etkisinden dolayı yaygınca test edilmiştir (Niarchos ve Alexakis, 2000:77).

Değişken olarak kullanılan M2, geniş anlamda para arzını ifade eder. Dolaşımdaki para, mevduat bankalarındaki vadesiz mevduat ve TCMB mevduatının toplamı olan M1'e, mevduat bankalarındaki vadeli mevduatın eklenmesi ile elde edilir (Mumcu, 2005:34).

Para arzının hisse senedi getirileri üzerindeki önemi 1981 yılında Fama, Jensen ve arkadaşları tarafından bulundu. Para arzındaki nominal artışlar enflasyonda büyük belirsizliklere yol açabilir ve bu da borsa üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilir (Rjoub vd., 2009:40). Makroekonomik değişkenlerden olan para arzındaki değişimler, genel ekonomi üzerindeki dolaysız etkilerinden dolayı öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkide bulunabilecektir (Dizdarlar ve Derindere, 2008:114).

Bu ilişkiye göre; para arzındaki değişiklikler, hisse senetlerinin fiyatlarından önce hareket etmektedir. Başka bir deyişle, para arzı, hisse senedi fiyat değişikliklerinin bir göstergesi olarak kullanılabilir (Elyak, 2008:38).

Yani, paranın seyyar bir araç olması ve yatırım araçları arasında en çok getiriye sağlayacak olana kayması özelliğinden hareketle; para, faiz oranları düştüğünde sermaye piyasasına kayacak, hisse senetlerine olan talep artacaktır (Karabıyık, 1997:67).

Para arzındaki artışların iç talepte bir artış ya da faizlerde bir düşüş sağlamak için faydalı bir yöntem olduğu ifade edilebilir. Buna karşı, para arzındaki yükselişlerin, enflasyon ve döviz kuru oranlarını aynı şekilde etkileyebileceği belirtilmektedir. Para arzındaki artışla beraber, faiz oranlarında görülecek düşüşlerin ise, borsalar üzerinde pozitif bir etki yaratacağı düşünülmektedir. Bunun nedeni, azalan faiz oranlarının piyasadan ucuz fon sağlamayı kolay hale getirmesidir (Omağ, 2009:284).

Merkez Bankası'nın yarattığı para borsayı iki yönden etkilemektedir.

1. Artan para hacmi kısa vadede borsada canlılık getirirse dahi uzun vadede fiyatlar genel seviyesinde yaratacağı etki sebebiyle borsada olumsuz etkilere yol açacaktır. Sürekli bir para arzı artış trendi ekonomide enflasyonist beklentileri güçlendirir ve borsada olumsuz tepkilere yol açar.
2. Para hacmindeki artış döviz piyasasına kayar ve döviz kurunda volatiliteye yol açarsa borsada yatırım yapan yabancı yatırımcılar borsadan çıkma kararı verebilirler. Borsadan ani çıkışlar ise endeksin sert düşüşüne yol açmaktadır (Öztürk, 2008:9).

Özellikle, para arzının unsurlarından M1'in artmasının hisse senedi fiyatlarında yükselişe, Türk Lirasının değerinde düşüşe neden olduğu akademik çalışmalarda gösterilmiştir. Buna karşı, para arzının artması, faiz oranlarında yükselişe neden olmuşsa, hisse senedi fiyatlarında düşüş, Türk Lirasının değerinde artış yaşandığı vurgulanmaktadır. Bu ilişki, likidite tercihi yaklaşımıyla açıklanmaktadır. Buna göre, "Likidite tercihi hipotezindeki varsayımda, para arzındaki artışın faiz oranlarını azaltması ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını yükseltmesi beklenir (Omağ, 2009:284).

Yapılan akademik çalışmalarda;

Fama (1981) Amerika'da hisse senedi fiyatları ile reel ekonomik aktivite arasındaki ilişkiyi modellemiştir. Buna göre hisse senedi getirisi ile para arzı arasında güçlü pozitif korelasyon ilişkisi bulunmuştur (Öztürk, 2008:36).

Durukan'ın da (1999) belirttiği gibi; Fosback (1991), Abdullah ve Hayworth (1993), Fitzpatrick (1994) ve Alexakis ve diğerleri (1996)'ni izleyerek, para arzındaki değişim oranının hisse senedi fiyatlarını etkileyeceği öne sürülebilir. Aksi yönde bulgular bulunmasına rağmen, Fosback (1991)'in belirttiği üzere, genel kanı, para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğu yönündedir.

Brezilya üzerine yapılan araştırmada para arzına karşı hisse senedi getirisinin tepkisinin hızlı, negatif ve anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sebebi ise para arzındaki artışın yüksek enflasyon ve düşük getiriye yol açması olarak açıklanmıştır (Öztürk, 2008:31).

Arjantin üzerinde yapılan araştırmalarda ise para arzındaki artış yatırımcıların gelecekteki enflasyon beklentisi riskini tetiklemesi sebebiyle hisse senedi getirisinde düşüşe yol açmaktadır (Öztürk, 2008:32).

Küçük ekonomiye sahip bir ülke olan Singapur menkul kıymet getirilerinin incelendiği bir çalışmada; para arzı için bir beklentinin olup olmamasının, hisse senedi getirisi üzerinde bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir (Mumcu, 2005:36).

2.3 Ekonomik Aktivite (GSMH ve SÜE)

Hisse senedi getirisi gelecekteki ekonomik aktivite düzeyinden pozitif etkilenmektedir. Yani ekonomik aktivite düzeyini ortaya koyan GSYH veya sanayi üretiminin gelecekteki değeri ile hisse senedi getirisi arasında pozitif ilişki mevcuttur. Bunun sebebi ise hisse senedi getirisinin gelecekteki nakit akımına bağlı olmasıdır. Ekonomik aktivite düzeyinin gelecekteki nakit akımlarını belirlemesi sebebiyle ekonomik aktivite düzeyi ile hisse senedi getirisi arasında pozitif ilişki mevcuttur (Öztürk, 2008:11).

GSMH'nin artması aynı zamanda üretimin artması demektir. Bu üretimin artışı beraberinde firmalara bir kâr artışı getirecektir. Bu kârlarında en kısa sürede borsada olan şirketlerin fiyatlarına yansımaları beklenmelidir. Dolayısıyla, bu da pazar endeksinde bir artışa sebep olacaktır (Sönmez ve Terzioğlu, 2007:100).

Yapılan araştırmalarda ekonomik faaliyetin en uygun ölçütlerinden biri olan GSMH'nin hisse senedi fiyatlarının trendini takip ettiğini gösteren kanıtlar

sunmuştur. Bu kanıtların yanı sıra, yapılan farklı ampirik araştırmalarda, ekonomik faaliyetin firma kazançları üzerindeki etkisinden dolayı, hisse senedi fiyatlarını etkilediğini savunmaktadır. Diğer bir ifade ile artan üretim beklenen nakit akımlarını artırarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkiye sahip olmaktadır (Durukan, 1999:26).

Ekonomide reel gelir yani GSMH arttıkça kişilerin kullanılabilir gelirlerinde de artma meydana gelecektir. Kişiler gelirleri arttığı için mal ve hizmetlere olan taleplerini arttırırlar. Dolayısıyla toplam talepte gözle görülür bir yükselme olacaktır. Toplam talepteki değişikliklerin şirket kazançları üzerinde pozitif bir tesiri vardır. Ekonomideki iktisadî birimler mal ve hizmetleri daha fazla talep etmeye devam ettikçe, şirketlerin satışlarında artış görülecektir. Çünkü şirketlerin ürünlerine olan talep artışı satış miktarlarını arttıracaktır. Herhangi bir şirketin satışlarında artış sözü konusu ise kazançlarında da artış meydana gelecektir. Şirketin kazancı arttığı için menkul kıymetler piyasasında faaliyet gösteren yatırımcılar o şirketin hisse senetlerini almak isterler. Bu durumda yüksek kazanç elde eden şirketin hisse senetlerine talep artacaktır (Kanalıcı, 1997:49).

Sanayi Üretim Endeksinde ise durum, ülkedeki imalat sanayinin zaman içindeki seyrini izlemek, dönemler arasındaki farklılıkları görmek, ekonomideki konjonktürel gelişimi takip etmek için piyasa aktörleri tarafından sıklıkla dikkate alınan bir makroekonomik değişken olduğundan, (Öztürk, 2008:76) sanayi üretimindeki artışlar ve kapasite kullanım oranları hisse senedi yatırımcıları için iyi birer gösterge olarak kabul edilebilir. Bu göstergelerdeki artışlar olumlu olarak yorumlanmakta ve mevsimsel değişikliklerin de göz önüne alınması gerekmektedir. Sanayi üretimi genellikle kış ve yaz aylarında düşüş, ilkbahar da ise nispeten artış gösterir (Diril, 2000:85).

Sanayi üretim endeksi, gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir. Sanayi üretimindeki artış, gelecekte elde edilmesi umulan nakit akışını ve firmanın karlılığını artırarak hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkileyecektir (Demireli, 2008:221).

2.4 Yurtiçi Faiz Oranı

Borsa ve faiz bir ülkenin ekonomik büyüme ile ilgili iki önemli faktörüdür ve faiz oranı doğrudan ekonomik büyüme ile ilgili önemli makroekonomik

değişkenlerden birisidir. Genel olarak, faiz oranı sermaye maliyeti olarak kabul edilir, bir süre için para kullanımı karşılığında ödenen fiyat anlamına gelir. Borçlunun bakış açısından faiz; borç maliyeti (borçlanma oranı), borç veren bakış açısından faiz oranı; borç para (borç verme faiz oranı) verme ücretidir (Alam, 2009:440).

Teorik olarak faiz oranları ve hisse senedi fiyatı arasında negatif bir korelasyon var. Faiz oranındaki bir artışın hisse senedinin gelecekteki temettü gelirinin bugünkü değerini azaltmasından dolayı hisse senedi fiyatlarını düşürmesi gerekir. Tersine, düşük faiz oranları ile borçlanma daha düşük fırsat maliyetine ve karlılığın yükselmesine neden olacağından ötürü hisse senedinin fiyatının yükselmesine neden olur. Böylece düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik faaliyetleri teşvik eder (Gupta ve Chevalier, 2000:2).

Ayrıca faiz oranları, hisse senetleri ve tahviller arasındaki rekabeti etkileyen en önemli unsurdur. Yalnızca iki piyasa, hisse senedi piyasası ve tahvil piyasası olduğu varsayıldığında, tahvil faiz oranları arttığında, tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini, hisse senedi piyasasından, tahvil piyasasına aktaracaktır. Bu durum, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürecektir. Tahvil faiz oranları azaldığında, tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasından hisse senedi piyasasına aktardığında, hisse senetlerine olan talep yükselecek ve bu talebe bağlı olarak da hisse senedi fiyatları yükselecektir (Albeni ve Demir, 2005:7).

Düşen faiz oranları artan hisse senedi fiyatlarını haber verirken, tam tersine olarak artan faiz oranları düşen hisse senedi fiyatlarının habercisidir. Çünkü faizden çıkan paranın bir kısmı hisse senedi alımları yoluyla fiyatların yükselmesini sağlayacaktır (Albeni ve Demir, 2005:7).

Faiz oranının yükselmesi portföyde faiz getirisi olan varlıkların getirisi artmakta bu durum ise portföyde hisse senedi tutmanın alternatif maliyetinin yükselmesine yol açmaktadır. Neticede faiz oranlarının yükselmesi portföyde bulunan hisse senetlerinin faiz getirisi olan varlıklar ile ikame edilmesine sebep olmaktadır (Öztürk, 2008:13).

Yatırımcılar faiz hadlerindeki yükselmeden kaynaklanan hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün yaygınlaşması korkusu ile daha fazla zarar etmek istemeyecekler ve sahip oldukları hisse senetlerini ellerinden çıkaracaklardır. Yüksek faizden yararlanmak isteyen yatırımcılar, hisse senedi yerine alternatif yatırım araçlarına yöneleceklerdir. Böyle bir durum söz konusu olduğunda, hisse senetlerine olan talep düşecektir. Hisse senetlerinin daha az talep edilmesi ise, bu menkul kıymetlerin değerinde düşmelere sebep olacak ve böylece hisse senedi fiyatları düşük olarak belirlenecektir (Elyak, 2008:35).

Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca, para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı rol oynayacaktır (Yılmaz vd., 1997:3).

Bunun nedeni, azalan faiz oranlarının piyasadan ucuz fon sağlamayı kolay hale getirmesidir (Omağ, 2009:284).

Bankaların mevduata uyguladıkları faiz oranı hisse senetlerine bir alternatif oluşturur. Çoğu hisse senedi yatırımcısının yatırım kararları vadeli Mevduat faizlerindeki artış ve azalışlardan geniş ölçüde etkilenir. Faiz oranı değişkeninin BİST indeksi üzerinde beklenen etkisi olumsuz yöndedir (Durucasu, 1997:134).

Ampirik çalışmalarda genel olarak kullanılan faiz oranı; hazine bonusu faiz oranları, şirket veya devlet tahvili faiz oranlarıdır. Bununla birlikte faiz oranlarının vade yapısı da bir risk unsuru olarak ele alınmaktadır (Taçali, 2008:59).

Hisse senedi piyasaları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllardan itibaren faizlerin ve enflasyonun düşmesi, ülkelerin daha liberal politikalar uygulamaya başlaması gibi nedenlerle daha da önem kazanmış ve gelişmiştir (Dizdarlar ve Derindere, 2008:114).

Ayrıca faiz oranları her zaman enflasyon ile tam hareket edeceği görüşü her ekonomide geçerli değildir. Çünkü faiz oranı mevcut enflasyondan daha çok gelecekte beklenen enflasyon oranını yansıtır (Geetha, vd., 2011:2).

Kısacası faiz hadleri, hisse senedi fiyatları üzerinde, doğrudan etkisi bulunan bir faktördür. Faiz hadleri yükseldiğinde hisse senedi fiyatları düşecek, faiz hadleri düştüğünde ise hisse senedi fiyatları yükselecektir. Dolayısıyla yatırımcıların faiz hadlerinin seyrini takip etmeleri ve buna göre yatırım yapmaları beklenir (Kanalıcı, 1997:59).

Cook ve Hahn (1988) çalışmalarında; faiz oranlarının bir ilan etkisi yaparak (announcement effect) faiz orandaki artışların hisse senetleri fiyatlarında düşüşe, faiz oranlarındaki azalışların ise hisse senetlerinde bir artışa işaret olduğunu belirtmiştir. Bununla beraber, Yılmaz vd., (1997) hisse senetleri ve birtakım makroekonomik faktörler arasındaki ilişkileri inceledikleri araştırmalarında hisse senedi fiyatları ve faiz oranı arasından uzun dönemli nedensellik tespit etmişlerdir.

2.5 Döviz Kuru

Ülkelerarası ekonomik ilişkiler sonucu ortaya çıkan uluslararası ödemeler, genellikle ulusal para ile yapılmadığından, ödemelere konu olan mal ve hizmetlerin fiyatlarını karşılaştırmak için yabancılar arasında bir bağ kurulması gerekir. İşte ülkelerin paraları arasındaki bu değişim oranına yani bir yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatına döviz kuru denilmektedir (Elyak, 2008:36).

Agrawal ve Srivastav (2010) döviz kurunun firma değeri ile ilgili olarak, döviz kurundaki değişimler firmaların gelecekteki döviz bazlı nakit akımlarını dalgalandırarak firma değerini etkileyeceğini ifade etmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerde dövizin, hisse senetlerine alternatif bir yatırım olması nedeniyle; döviz yatırımları ile hisse senedi yatırımları arasındaki ilişkinin ters yönlü olması beklenmektedir. Ancak firmaların döviz kurları karşısındaki pozisyonlarına göre ilişkinin yönü değişebilmektedir (Taçalı, 2008:59). Döviz kuru değişiklikleri doğrudan giriş ve çıkış fiyat üzerindeki etkileri göz önüne alındığında, firmaların uluslararası rekabetini ve değerini etkiler (Agrawal ve Srivastav, 2010:62). Eğer bir firmanın yabancı para varlıkları fazla ve / veya ticareti ihracat odaklı ise dövizdeki bir değerlenme bu firma için olumlu olacak ve sonuç olarak hisse senedi fiyatları ve karları artacaktır (Zia, 2011:906).

Ancak bu firmanın yabancı kaynakları döviz üzerine kurulu ve/veya hammaddesini de ithalat üzerinden karşılıyorsa döviz kurundaki yükselmeler firmanın maliyetlerini arttıracak ve dolayısıyla hisse değerinin düşmesine neden olacaktır.

Ayrıca firmalar açısından etki iki yönlü ortaya çıkar. Hem firmaların varlıkları, kaynakları, gelir ve giderleri etkilenir hem de ekonominin bozulması nedeniyle firma değer kaybına uğrar, uluslararası kaynak bulma güçlükleri, dış borç yükümlülükleri artar, dış borç ödeyememe güçlükleri ortaya çıkar (Dizdarlar ve Derindere, 2008:122).

Döviz kurunun artması, diğer bir deyişle yerel paranın değer yitirmesi aynı zamanda firma bilançolarını etkileyerek finansal durumlarının bozulmasına neden olur. Döviz kurunun genelde tüm ekonomiyi ve firmaları etkilediği görülmekle birlikte özellikle uluslararası alandan yabancı para ile kaynak sağlayan ve uluslararası düzeyde faaliyette bulunan firmalar üzerinde daha etkili olduğu kabul edilmektedir (Dizdarlar ve Derindere, 2008:115).

Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde yerli paranın mübadele, değer ve en önemlisi servet biriktirme görevlerini yabancı paraların üstlendiği görülmektedir. Böyle bir durumda dövizde yaşanan bir talep artışı diğer yatırım araçlarından kaçışa neden olmaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarındaki bir değişimin hisse senedi fiyatları üzerinde ters etki yapması beklenir (Öztürk, 2008:12).

Stavarek (2005) çalışmasında; yine ekonomik belirsizlik zamanlarında devalüasyon beklentisi yatırımcıların yatırımlarını hisse senetlerinden dövize kaydırmasına yeterli olurken, revalüasyon beklentileri de yatırımların dövizden hisse senedi ve diğer yatırım araçlarına kaymasına neden olacağını ifade etmiştir.

Yapılan literatür taramalarında bu konu ile ilgili olarak yapılmış çalışmalarda bir fikir birliğine varılamadığı gözlenmiştir. Örneğin, Soenen ve Hennigar (1988) hisse senedi fiyatları ve döviz kuru arasında negatif bir ilişki bulurken, Aggarwal (1981) ve Solnik (1987) ise bu iki değişken değişimleri arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Aggarwal (1981), döviz kuru hareketlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini araştırdığı çalışmasında hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğu ve bu ilişkinin uzun dönemde kısa dönemde nazaran daha güçlü olduğunu ifade etmiştir.

Solnik (1987), yaptığı çalışmasında ele aldığı dokuz piyasadaki (ABD, Japonya, Almanya, İngiltere, Fransa, Kanada, Hollanda, İsviçre ve Belçika) hisse senedi fiyatlarının döviz kuru, faiz oranları ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenler tarafından nasıl etkilendiğini araştırmış ve araştırma sonucunda elde ettiği bulgularda döviz kuru hareketlerinin ABD piyasası hisse senetleri fiyatları hariç diğer ülke piyasası hisse senetlerinin pozitif etkilediği sonucuna varmıştır.

Dizdarlar ve Derindere (2008); Hisse senedi endeksini etkileyen faktörlerin tespiti amacıyla BİST 100 için 2002:01-2007:12 dönemini kapsayan farklı dönemler ve farklı modeller için yaptığı araştırmanın sonucunda sadece döviz kurunun BİST 100 endeksini etkileyen anlamlı değişken olduğu tespit etmiştir. Özellikle 2005:01-2007:12 dönemi için aylık verilerle yaptığı regresyon analizinin sonucunda döviz kurunun BİST 100 endeksindeki değişimlerin 0.55'ini açıklama gücüne sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Stavarek (2005) çalışmasında hem teorik hem de ampirik araştırmalarda hisse senedi piyasaları ve döviz piyasaları arasındaki etkileşim ile ilgili herhangi bir görüş birliğine varılmadığı ve bunun için bu iki faktörün daha fazla test ve analizinin yapılması tavsiye etmektedir.

2.6 Altın Fiyatları

Hisse senetlerinin alternatif yatırım araçları arasından biri de kıymetli madenlerdir. Kıymetli madenler arasında da altın başta gelmektedir (Özer vd., 2011:168).

Bir ekonomide belirli ihtiyaçlar karşılandıktan sonra artan tasarruflar eğer enflasyon söz konusu ise çeşitli yatırım alternatiflerine yönelir. Özellikle Türkiye gibi finansal alternatiflerin yeterince gelişmediği veya yeterince tanınmadığı ülkelerde tasarrufların önemli bir bölümünün enflasyondan da korunma güdüsüyle altına yöneldiği görülmektedir (Elyak, 2008:39).

Altın yüzyıllar boyunca paranın sahip olduğu fonksiyonları yerine getirmiş ve günümüzde çoğunlukla tasarruf aracı olarak kullanılsa da eski öneminden pek fazla bir şey kaybetmiş değildir. Her ne kadar finansal piyasaların globalleşmesi, yatırım araçlarının çeşitlenmesi, altını daha geri plana itmiş gözükse de, tarihsel ve sosyo-ekonomik nedenlerle özellikle az gelişmiş ülkelerde gözde yatırım aracı olma özelliğini (oran olarak az da olsa) korumaktadır. Ayrıca kriz ve savaş dönemlerinde insanlar tarafından en güvenilir yatırım aracı olarak algılanmaktadır. Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla gerek ABD’de gerekse ülkemizde yapılan çalışmalar, bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır (Albeni ve Demir, 2005:7).

Altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasında doğrudan bir ilişkiden ziyade dolaylı bir ilişki vardır. Hisse senetlerinin toplam tasarruflardan altına giden pay nedeniyle daha az pay almasıdır. Daha çok şirketin halka açılması ve ekonomiye daha çok kaynak akması için tasarrufların yastık altında kalmak yerine hisse senedine yönelmesi ekonominin büyümesi ve gelişmesi için gereklidir (Elyak, 2008:40).

Tasarruf aracı olarak altının özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Mumcu, 2005:39):

- 1) Altın tüm ülkelerde paraya çevrilebilir.
- 2) Genellikle dolar ile ters orantılı olarak hareket etmektedir.
- 3) Altının fiyatını etkileyen faktörlerin başında enflasyon oranı, mevduat faizi ve hisse senedi fiyat hareketleri gelmektedir.
- 4) Siyasi, sosyal ve ekonomik istikrarda etkileyen diğer olaylardır.
- 5) Ayrıca “Dış Faktörler” dediğimiz, dünyanın herhangi bir bölgesindeki siyasi ve askeri gerginlikler, petrol fiyatları ve liderler de altın fiyatları üzerinde etkili olmaktadır.

Albeni (2005), yaptığı çalışmasında endeksi açıklayan anlamlı modelde en önemli açıklayıcı değişken olarak Cumhuriyet altını bulmuştur. Ancak beklentisinin aksine altın fiyatları ile mali endeks arasında pozitif bir korelasyon hesaplamıştır. Bu durumu ülkemizde insanların altına karşı bakış açısını yansıttığını,

yatırımcıların altını fiyat hareketlerine bağılı bir kazanç aracı olarak görmediğı şeklinde açıklamıştır.

Hürer'in (1995), çalışmasında altındaki bir birimlik artış, sanayi Endeksi'nde 2.51 birimlik artışa neden olmakta. Altında bir birimlik artış mali Endeksi 4.20 birim artırmaktadır. Altın ile BİST Endeksi arasındaki pozitif ilişki, altının alternatif bir yatırım aracı olmadığı şeklinde açıklanabilir (Mumcu, 2005:63).

Mumcu (2005) ise yaptığı analizler sonucunda Altın fiyatında meydana gelen bir birimlik artışın BİST Endeksi'ni 0.007 düzeyinde azalttığı ifade etmiştir. Oran çok küçük de olsa, altın BİST karşısında alternatif bir yatırım aracı olması nedeniyle bu sonuç beklenen bir sonuç olduğunu açıklamıştır.

2.7 Diğer faktörler

2.7.1 Spekülasyon ve Manipülasyon

Spekülasyon, mevcut piyasa yapısının değerlendirilmesi sonrasında oluşan beklentiler dikkate alınarak ve risk üstlenilerek kazanç sağlayabilme çabasıdır. Spekülatör, menkul kıymetleri ucuz bir fiyatla alıp daha ileri bir tarihte, alış fiyatından daha yüksek fiyatla satmayı hedefleyen kişidir (Akel, 2006:1).

Bu açıklamalarla birlikte İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gibi, daha henüz yeteri kadar derinlik kazanmamış borsalarda hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir diğer önemli faktör spekülatif hareketlerdir (Mumcu, 2005:45).

Spekülasyonlar, ekonomik dalgalanma yaratarak gelecek hakkındaki belirsizliği artırır. Spekülatörlerin piyasayı önceden tahmin ederek alım-satım işlemleri yapmaları halinde, piyasayı önceden tanımayan ve arkadan gelen spekülatörlere göre daha fazla kar elde etmeleri söz konusudur. Spekülatörler, doğru öngörülere sahip iseler; fiyatlar düşerken alım, yükselirken satım yaparak kazanç sağlamayı amaçlarlar (Elyak, 2008:43).

Manipülasyon ise herhangi bir mali aracın fiyatının, arz ve talep koşulları dışında, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak amacıyla yapılan işlemlerdir (Mumcu, 2005:41).

Bu tanıma göre manipülatif eylemler (Akel, 2006:3):

- Arz ve talebin serbest bir şekilde etkileşimini engelleyerek fiyat mekanizmalarına müdahalede bulunmak
- İnsanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya sevk etmek,
- Menkul kıymet fiyatını yapay bir seviyede tutmak amacıyla tasarlanan eylemlerdir.

Manipülatif işlemlerde 3 çeşit amaç gözlenmektedir (Elyak, 2008:43).

- Fiyatları yükseltici alım satım işlemlerinde bulunmak,
- Menkul kıymet fiyatlarını stabilize etme amaçlı işlemler yapmak. Bu işlemler sonucunda menkul kıymet fiyatı doğal olarak ulaşacağı seviyeden daha iyi bir

noktaya gelmektedir. Bu yöntem özellikle yeni menkul kıymet ihraçlarında yaygınlık kazanmaktadır.

- Fiyatların tamamıyla düşmesine yönelik bir amaç izlenebilmektedir. Böylece açığa satış işlemleri yaparak kazanç sağlama beklentisinden hareket edilmektedir.

Manipülasyon Türleri ise (SPK, Kanun:47, Bend: A-2/A-3)

- İşlem bazlı manipülasyon; yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımının yapılmasıdır.
- Bilgi bazlı manipülasyon; sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmesi, haber yayılması, yorum yapılması ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgilerin açıklanmamasıdır.

İşlem bazlı manipülasyon SPK'nun 47'nci maddesinin (A-2) bendinde düzenlenmiştir. Anılan düzenleme, "Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımının yapılmasının" 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacağını hükme bağlamıştır.

SPK'nun 47'nci maddesinin (A-3) bendinde, aynı maddenin (A-2) bendinde öngörülen işlem bazlı manipülasyona paralel olarak, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgiye dayanan bazı fiiller cezai müeyyideye bağlanmıştır. Anılan düzenleme, "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmesi, haber yayılması, yorum yapılması ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgilerin açıklanmamasının" 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacağını hükme bağlamıştır.

Piyasaların, manipülatif eylemlerle kötüye kullanılması, şirketlerin finansman maliyetlerini arttırmanın yanında piyasaların dürüstlüğüne zarar vermekte ve halkın piyasalara duyduğu güveni zedelemektedir. Bu tür eylemlerin, serbest piyasa kurallarına göre oluşan arz ve talebe müdahale ederek, yeni yatırımcıları piyasalara

girmekten caydırdığı ve ciddi olumsuz sonuçlar ortaya çıkardığı kabul edilmektedir (Akel, 2006:4).

2.7.2 Siyasi Faktörler

Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir (Albeni ve Demir, 2005:2).

Siyasi belirsizlikler ve dolayısıyla ekonomik gelişme ile ilgili olumsuz beklentiler hisse senedi fiyatlarını etkileyen en önemli faktörler arasında gelmektedir. “*Borsada beklentiler alınır gerçekler satılır*” deyimini uzun tecrübeler ışığında belirlenmiş ve borsa literatürüne özlü sözler olarak girmiştir. Siyasi belirsizliklerin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde, hisse senetleri ve borsa endeksinin kendisine yön belirlemede oldukça zorlandığı görülmektedir. Yaşanan siyasi çalkantılar ve bununla beraber oluşan iktisadi belirsizlik ortamı, hisse senedi piyasasının geleceği konusunda tahmin yapmayı neredeyse imkânsız hale getirmektedir. Bu tip belirsizlikler uzun dönemli analiz ve beklentileri pratikte işlevsiz hale getirmekte, piyasa tahminleri ancak bir kaç gün için yapılabilmektedir.

Belirsizlik ortamlarının yatırım riskini arttırdığı bilinmektedir. Bu tip ortamlarda riskin en yüksek olduğu piyasalardan olan hisse senetlerine yatırım azalır, hatta faiz ve döviz gibi riskin düşük olduğu yatırım araçlarına doğru kaçış olur. Belirsizliklerin olduğu dönemlerde aylık enflasyon rakamlarının yüksek çıkması, İMF’ nin kredi vermeye yanaşmaması ve ülkenin kredi notunun düşürülmesi gibi ekonomik olumsuzlukların eklenmesi ile birlikte hükümete duyulan güven daha da sarsılmakta ve piyasa adeta bir bekle-gör havasına bürünmektedir. Piyasanın olumlu bir trende girebilmesi, ancak siyasi istikrarın yeniden sağlanabilmesi ile mümkün olabilmektedir (Egegorus.com, 11.04.2014).

Özellikle seçimler genel konjonktürü her zaman etkilemiştir. Seçim sonuçları ortada ise, koalisyon belirsizlikleri, hükümet bunalımı ihtimali piyasada yüksek bir konjonktürün oluşmasına imkân vermez. Bir bekle gör davranışı ve dolayısıyla talep yetersizliği yaratır. Şayet seçim sonucunda, ekonomik görüşleri itibariyle devletçi bir partinin iktidara gelme şansı varsa, piyasa seçim sonuçları alınıncaya kadar, hatta hükümet kurulup güvenoyu alınıncaya kadar adeta durur. Aksine liberal görüşlü ve

piyasa ekonomisinden yana, iktisadi büyümeye önem veren bir partinin iktidara gelmesi yâda gelme ihtimalinin yüksek oluşu piyasada canlılık yaratabilir (Halabak, 2006:143).

BİST dünyanın en volatil (oynak) piyasaları arasında ilk sıralarda gelmektedir. Yani kazandırma riski de kaybettirme riski de çok yüksektir. Riskin bu denli yüksek olmasında, ülkemizin stratejik ve jeopolitik konumunun oldukça önemli bir faktör olduğu tahmin edilmektedir. Ülkemiz koşulları dikkate alındığında Türkiye dünyanın en sıcak bölgelerinden olan Ortadoğu, Balkanlar ve Kafkasların tam ortasında yer almaktadır. Rusya' nın yıkılmasından sonra kuzeydoğumuzda yaşanan gelişmeler, yaklaşık onaltı yıldır süren Körfez Krizi, Yunanistan ve Suriye ile yaşanan gerginlikler ve Irak' daki belirsizlik ve iç çatışmalar bu stratejik önemi daha da arttırmaktadır. Komşu ülkelerle olan ilişkilerimize bakıldığında ise halen istikrarlı ilişkilerin kurulamadığı dikkati çekmektedir. Bu durum borsa için en önemli risklerden biri olarak kabul edilen siyasi risk unsurunu daha da arttırmaktadır. Dış kaynaklı siyasi risklerin yanında, ülkemizin iç siyasetinin yapısı da oldukça oynaklık göstermektedir. Demokrasinin tam olarak yerleşmemesi, zaman zaman gündeme oturan ihtilal söylentileri, önemli toplumsal ve siyasal olaylar nedeniyle, BİST uluslararası piyasalarda riskli ülkeler konumunda değerlendirilmektedir (Egegorus.com, 11.04.2014).

BİST'in tarihinde Türkiye'nin, koalisyonlarla yönetildiği seçim tartışmalarının ve erken seçimle ilgili spekülasyonların yaşandığı dönemlerde hisse senetleri piyasası oldukça sert tepkiler göstermiştir. Buna karşılık, tek parti iktidarının söz konusu olduğu; geleceğe yönelik belirsizliklerin kalktığı ve seçim tartışmalarının olmadığı dönemlerde ise hisse senetleri piyasasının olumlu yönde hareketlilik gösterdiği izlenmektedir (Mumcu, 2005:44).

Seçim tartışmaları ve özellikle erken seçimle ilgili yapılan spekülasyonlar, hisse senetleri piyasalarının asla tahammül edemediği ve çok sert tepkiler verdiği konuların başında gelmektedir. Çünkü seçim kararının alınmasıyla birlikte, ekonomideki hedeflerde sapma yaşanacak, reformlar rafa kaldırılacak, seçime gidecek hükümet oy kaygıları nedeniyle toplumda tartışma yaratacak radikal kararlara (vergi ve sosyal güvenlik reformu gibi) imza atmak istemeyerek paramusluklarını açma yoluna gidecektir. Ayrıca popülist politikalar uygulanarak her

kesime mavi boncuk dağıtılması ve kamu zamlarının ertelenmesi, Türkiye'nin geçmiş seçim dönemlerinde görmeye alıştığı olağan uygulamalar arasında gelmektedir. Bütçe açıklarının giderek büyüdüğü ülkemizde yeni harcama kapılarının açılması, para basılması ve enflasyonla mücadelenin unutulmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumun da sermaye piyasasını ve dolayısıyla borsayı olumsuz etkilemesi gayet doğaldır. Tablo 3.1' den de görüleceği gibi bu gibi dönemlerde hükümetlerin tarımsal ürünlere yüksek taban fiyatlar uygulaması, teşvikler ve bir takım tavizler vermesi enflasyonu daha da artırmakta ve bu da özellikle hisse senetleri fiyatlarını oldukça yakından ilgilendirmektedir.

Tablo 3.1 Seçim Öncesi ve Sonrası Dönemlerde Uygulanan İktisat Politikaları

SEÇİM ÖNCESİ DÖNEM	SEÇİM SONRASI DÖNEM
<p><u>1.GENİŞLETİCİ MALİYE POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *Kamu harcamalarının arttırılması *Vergi oranlarını indirilmesi *Kamu harcamalarının finansmanı için iç ve dış borçlanmaya başvurulması *Açık bütçe politikası *Memur ve işçi maaşlarına zam yapılması *Tarımsal destekleme politikaları ile çiftçiye ödemeler yapılması 	<p><u>1.DARALTICI MALİYE POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *Kamu harcamalarının açık finansmanla yürütülmeye devam edilmesi *Vergi oranlarının yükseltilmesi veya yeni vergiler konulması *Bütçe açıklarının finansmanı için borçlanma politikasına devam edilmesi
<p><u>2.GEVŞEK PARA POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *Artan kamu harcamalarının para basmak suretiyle karşılanması *Açık piyasa işlemleri yoluyla finansman temini *Hazineye kısa vadeli avans temini *KİT'lere finansal destek sağlanması *Tarımsal destekleme alımları için kredi desteği 	<p><u>2.SIKI PARA POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *Para arzının daraltılmaya çalışılması *Hazine, KİT ve tarımsal destekleme alımı yapılan kuruluşlara açılan merkez bankası kredilerinin konsolidasyonu
<p><u>3.KİT POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *KİT zamlarının ertelenmesi 	<p><u>3.KİT POLİTİKASI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> *KİT zamlarının yapılması

Yukarıda saydığımız bu ve benzeri sebepler, borsada seçime ilişkin duyulan paniğin gerekçeleridir. Bilindiği gibi hisse senetleri, diğer yatırım alternatiflerine göre daha yüksek oranda risk içermekte ve belirsizliklerden olumsuz etkilenmektedir. İşte bu belirsizlikler nedeniyle, piyasadaki para kendisine güvenli

bir yer arar, faizler yükselir, dövize olan talep artar ve dolayısıyla hisse senedi piyasasına karamsarlık hâkim olur.

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen faktörler konusunda pek çok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalarda daha çok ekonomik faktörler üzerinde durulmuş ve değişik modeller uygulanarak, bu faktörlerin hisse senedi fiyatlarının etkileme dereceleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmacıların ortak görüşü, en önemli etkinin siyasi çalkantılar ve belirsizlikler olduğu kanısındır.

1997 yılında yapılan bir ampirik araştırmada Türkiye’de seçim ekonomisinin bütçe açıkları, kamu sektörü borçlanma gereği ve enflasyon üzerindeki üç temel etkisi üzerinde durulmuş ve 1983, 1987 ve 1991 seçim dönemleri incelenmiştir. Bu araştırma sonucunda enflasyon rakamlarının seçim dönemlerini izleyen yıllarda önemli ölçülerde artış gösterdiği gözlemlenmiş olup, bunun nedeni olarak da seçim ekonomisinin ülkemizde fiyatlar genel düzeyini bir yıl gecikmeyle etkilediği ileri sürülmüştür .

Geçmiş seçim dönemleri incelendiğinde hisse senetleri piyasasının bu üç seçimden de aynı şekilde etkilendiği görülmektedir. Başka bir deyişle borsa klasik bir trend içerisinde hareket etmektedir. Borsanın gerek 1991 ve gerekse 1995 seçimleri öncesinin seyri aynı şekilde birbirine paralellik içerisinde olup, her iki dönemde de seçim tartışmalarının başlamasıyla yaşanan düşüş trendi, seçim kararının resmen alındığı ve seçimlerin yapıldığı, hatta yeni hükümetin kurulmasına kadar devam ettiği gözlemlenmiştir. Seçim dönemlerinde ufak tefek dalgalanmalar olsa bile bu dalgalanmalar genel trendi bozacak güce ulaşamamaktadır (Egegorus.com, 11.04.2014).

Bekaert ve Harvey (1997), politik riskteki artışın piyasa performansını düşürdüğünü ve getiri oranlarını azalttığını iddia etmişlerdir.

Perotti ve Oijen (2001), Yapraklı ve Güngör (2007) geliştirmekte olan ülkelerde politik riskin hisse senedi piyasasının gelişmesi ve hisse senedi getirileri üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu ve politik riskin azaltılmasının hisse senedi piyasasına olumlu yansıtacağını belirtmişler ve politik risk ve hisse senedi fiyatlarındaki değişimler arasında negatif ve oldukça kuvvetli bir ilişki olduğu yönünde bulgular elde etmişlerdir

2.7.3 Dönemsel Faktörler

Dönemsellik, sektörler ve bağlı bulunan şirketlerin satış ve karlılıklarını etkileyen önemli unsurlardandır. Satış ve karlılıkta oluşan artışlar, hisse senedi fiyatlarını da olumlu etkilemektedir. Dönemsellik etkisi sadece mevsim bazında değil, ay bazında da kendini hissettirebilmektedir. Bundan başka, haftanın belirli günlerinde ve tatil öncesine rastlayan dönemlerde de dikkat çekici değişmelerin yaşandığı görülmektedir (Halabak, 2006:155).

Yılın ilk üç ayında işletmelerin yıllık bilançolarının belli olmasıyla birlikte hisse senedi piyasasında fiyatların genel olarak yükseldiği görülmektedir. Çoğunlukla Mart ayında toplanan işletme genel kurulunda dağıtılacak kar paylarının kesinlik kazanması bu yükselişi Nisan sonuna kadar taşır. Kar paylarının dağıtımından sonra tatil mevsiminin de etkisi ile hisse senedi fiyatlarında düşme görülür.

Yaz aylarındaki durgunluğun ve düşüşün ardından Eylül ayına doğru işletmelerin altı aylık bilanço rakamlarının belirmesi ve tatil mevsiminin sona ermesiyle piyasa hareketlenmeye başlar, mevsimlik olarak genel bir yükselme olur. Ancak bu daha ziyade iyi bilançolara sahip işletmeler için geçerlidir. Dokuz aylık bilançoların ardından yılsonu bilanço beklentileri yükselişi sürdürür. Hisse senedi fiyatları, karlılık durumuna göre beklenen temettü dağıtım karlarının yönetim kurullarından çıkmasına kadar geçen süre içinde en yüksek düzeyini bulur. Bundan sonra temettü dağıtımına kadar geçen süre içinde en yüksek düzeyini bulur. Bundan sonra temettü dağıtımına kadar fiyat değişmez (Karslı, 1994:476).

Bazı şirketlerin faaliyet alanları ile mevsimler arasında yakın ilişkiler vardır. Örneğin; bira ve meşrubat sektörleri için sonbahar ve kış ayları stoklama, ilkbahar sonu ve yaz mevsimi satış, dolayısı ile kar etme dönemidir. Aynı şekilde buzdolabı ya da klima üretimi yapan bir şirketin satışları ilkbahar ve yaz mevsimlerinde en yüksek düzeylere ulaşır. Kışın ise üretilen malların büyük bir çoğunluğu stoklanır. Dolayısı ile bu tür şirketlerin özellikle 3 aylık bilançolarında karları düşük gözükabilir. Bu durum ilgili şirketlerin yılı zararlı ya da düşük karla kapatacağı anlamına gelmemelidir (Halabak, 2006:156).

2.7.4 Grup Psikolojisi

Fiyat hareketlerini belirli birtakım koşullara bağlamak çoğu zaman olanaksızdır. Ekonomik ve politik ortamın uygun olduğu dönemlerde borsada bir durgunluk görülebilmekte ve fiyatlar düşebilmektedir. Birtakım genel göstergelerin, olumsuz koşulların varlığını işaret ettiği dönemlerde de borsanın canlılığını koruduğu, fiyatların yükseldiği, talebin hızla arttığı görülebilmektedir. Bu gibi çelişkili durumlar “piyasa psikolojisi” ile açıklanmaktadır (Elyak, 2008:44).

Yatırımcının verdiği bir yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi, bir yatırımcı davranışının sürü davranışı olarak kabul edilmesi içinin koşuldur. Sürü davranışı genel olarak ikiye ayrılabilir: Rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı. Rasyonel sürü davranışı, temelde temsil probleminden kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, kendi çıkarlarını ve itibarlarını korumak adına sahip oldukları bilgiyi kullanmayabilmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. İrrasyonel sürü davranışı ise büyük ölçüde yatırımcı psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, yatırımcılar inançlarını ve bilgilerini terk ederek diğer yatırımcıların davranışlarını takip edebilmektedir (Canbaş ve Kandır, 2007:222).

Yatırımcıların gerek ekonomik gerekse sosyal ve politik gelişmeler (savaşlar, siyasi krizler, barış anlaşmaları vs.) hakkında karamsar veya iyimser olmaları piyasa psikolojisini belirlemekte ve bu da fiyatları etkilemektedir (Mumcu, 2005:44).

Ekonomik ve piyasa şartlarına göre oluşan hisse senetlerinin fiyatlarının bu şartlarda açıklanamadığı gibi durumlarda yatırımcıların psikolojik davranışları daha fazla öne çıkmaktadır. Aynı şekilde psikolojik davranışların etkisi ile piyasa koşullarında hiçbir değişiklik olmadığı halde hisse senedi fiyatları çok büyük dalgalanmalar gösterebilmektedir (Özer vd., 2011:164).

İnsanoğlundaki hazıra konma ve kolay yoldan zengin olma dürtüsünün üç aşamalı bir süreç izlediğini; ilk aşamada, sürü psikolojisi ile irrasyonel biçimde insanların alım yaptığını (Cinnet), fiyatlar tavan yapınca fırsattan yararlanmak isteyen kişilerin satışa geçip piyasadan çıktıklarını, geriden gelen ve yüksek fiyatlardan alım yapan kişilerin ellerindeki spekülasyon malzemesinden kar edemeyeceklerini anlamalarıyla başlayan şaşkınlık ve telaş (Panik) ve nihayet, hiç

değilse zararı azaltırım düşüncesiyle insanların satışa geçmesinin kaçınılmaz “Çöküş” ü getirdiğini belirtmektedir (Demirel, 2009:40).

Hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesine yönelik olarak psikolojik faktörleri ele alan ilk çalışmalardan birisi Kahneman ve Tversky’ye (1979) aittir. Literatüre Kahneman ve Tversky beklenti teorisi olarak geçen bu çalışma ve sonrasında yapılan akademik çalışmalar yatırımcı psikolojisinin de hisse senedi fiyatlarının oluşmasında rol oynadığını göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

Çalışmanın önceki bölümlerinde hisse senedine ilişkin temel bilgiler, BİST100 endeksi ve hisse senedi fiyatları ile etkileşim halindeki makroekonomik ve diğer faktörler incelenmiştir.

Bu bölümde ise, hisse senedi ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişki, Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli, Granger Nedensellik Testi ve Korelasyon analizi yapılarak açıklanmaya ve anlamlandırılmaya çalışılmıştır.

3.1 Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı hisse senedi fiyatları ile hisse senedi fiyatlarını etkilediği düşünülen enflasyon, para arzı, döviz sepeti, altın fiyatları, hazine bonusu faiz oranı ve GSMH'yi temsilen sanayi üretim endeksi gibi literatürde kabul edilmiş bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri, çoklu regresyon modeli, korelasyon analizi ve Granger nedensellik testleri yardımıyla 1995.12 - 2011.11 dönemi içerisinde ilişki, ilişki yönü ve şiddeti şeklinde araştırmak ve hisse senedi fiyatlarının hareketlerinin nelerden etkilendiğini ortaya koymaktır.

3.2 Veri Setlerinin Oluşturulması

Uygulamada ki veri seti 1995 yılının Aralık ayından 2011 yılının Kasım ayına kadar olan toplam 192 aydan oluşmaktadır.

Uygulamada BİST 100 Endeksi bağımlı değişken olarak tanımlanmıştır. Bağımsız değişken olarak; enflasyon, para arzı, döviz sepeti, altın fiyatları, hazine bonusu faiz oranı ve GSMH'yi temsilen sanayi üretim endeksi alınmıştır.

Veriler Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu web sayfalarından temin edilmiştir. Kullanılan veriler aylık olarak ve ay sonları itibariyle dikkate alınmış, BİST 100 endeksinin kapanış fiyatları kullanılmıştır.

Verilerin analizi “Eviews 6.0” ve “Spss V.20” paket programları ile analize tabi tutulmuştur.

Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve İstatistiksel Özellikleri

Çalışmamızın bu bölümünde BİST 100 endeksi üzerindeki teorik olarak etkisi olduğu düşünülen ve çalışmamıza dâhil edilen faktörlerin 1995 - 2011 dönemi dikkate alınarak ne ölçüde BİST 100 endeksini etkilediği irdelenecektir. Çalışmaya dâhil edilen makroekonomik faktörler aylık bazda ve mevsimsel etkilerden arındırılmış bir vaziyette logaritmik transformasyona tabi tutularak analiz edilecektir.

Tablo 3.2 Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

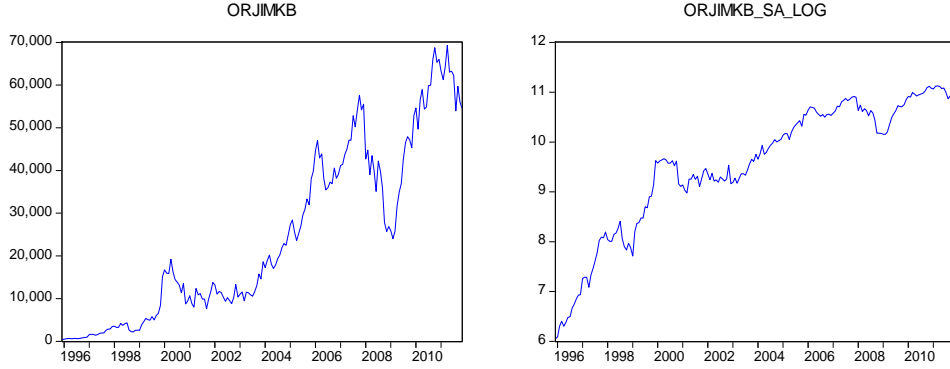
Seri	BİST	ALTIN	PARA ARZI	SUE	DÖVİZ	TÜFE	FAİZ
Ortalama	24,389.02	159.40	187,000,000.00	118.73	2.09	7,932.78	55.18
Medyan	17,170.17	125.90	80,754,584.00	113.15	2.60	8,801.05	28.71
Maksimum	69,250.14	693.40	664,000,000.00	170.38	3.79	17,390.46	420.90
Minimum	400.25	4.99	1,256,632.00	77.10	0.13	239.60	7.08
Standart S.	20,254.31	152.66	204,000,000.00	22.18	1.12	5,367.23	53.53
Çarpıklık	0.57	1.34	0.88	0.25	-0.63	-0.03	2.18
Basıklık	2.02	4.58	2.37	1.88	1.80	1.63	12.92

Analize dâhil edilen makroekonomik faktörlere ilişkin yukarıda tabloda gösterilen istatistiki özetlere ait gözlemler şu şekildedir;

BİST endeksinin gözlemlendiği 16 yıllık dönem içinde endeksin en düşük 400 puan seviyesini gördüğü, en yüksek de 69,250 puan seviyesini gördüğü gözlemlenmektedir. Ortalamanın 24,389 puan seviyesinde olduğu, BİST endeksinin standart sapmasının ise ortalamasının %83'ü ne tekabül eden 20,254 puan seviyesinde olduğu görülmektedir. Yine göze çarpan diğer bir önemli istatistiki özellikte, para arzına aittir. Para arzının gözlenen dönem içerisindeki en düşük değeri 1,256,632 TL iken en yüksek değeri 664,000,000 TL'dir. Ayrıca para arzının dönem ortalaması 187,000,000 TL iken standart sapması ortalamasının %109'una tekabül eden 204,000,000 TL seviyesindedir. Yine bu dönemde faizin ortalamasının 55 puan olduğu, standart sapmasının ise ortalamasının %96'sına tekabül eden 53 puan seviyesinde olduğu görülmektedir. Tabloda özetle ifade edilmek istenen şey, analize dâhil edilen faktörlerin standart sapmasının çok yüksek olduğudur. Çalışmamızın devamında her bir değişken tek tek ele alınarak grafikler yardımıyla incelenecektir.

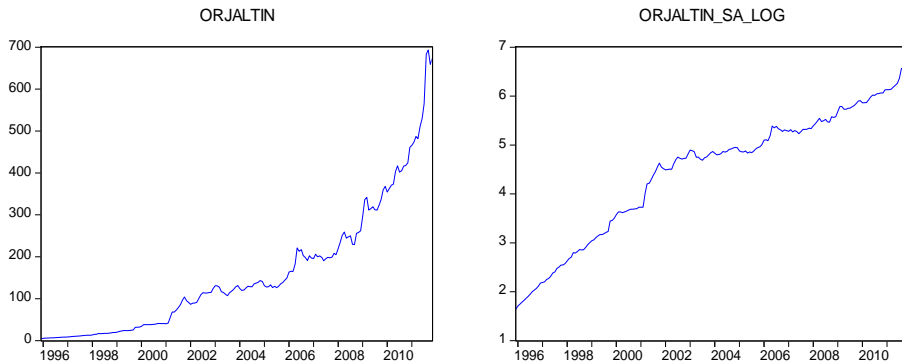
- **BİST**

26 Aralık 1985 yılında kurulan ve 3 Ocak 1986 tarihinde faaliyete geçen Borsa İstanbul'un (BİST)'in XU100 endeksin analiz yılları içerisindeki grafiği incelendiğinde, endeksin en düşük seviyesinin 24,389 puan en yüksek seviyesinin 69,250 puan olduğu görülmektedir. Grafikte de görülebildiği gibi endeksin 1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinden etkilenerek düştüğü ve 1999 yılından itibaren tekrar artmaya devam ettiği görülmektedir. Endeks en sert düşüşlerinden birini 2000 - 2001 likidite krizlerinde yaşamıştır. Diğer ise 2008 de yaşanan ve tüm dünyayı etkileyen ilk olarak ABD de ortaya çıkarak tüm dünyaya yayılan finansal krizdir.



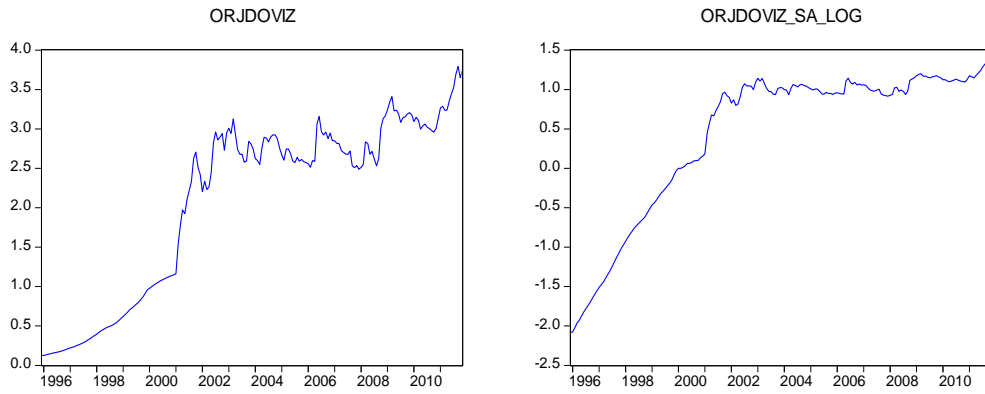
- **Altın**

Kriz dönemlerinin güvenli limanı olarak düşünülen altının grafiği incelendiğinde analize dâhil edilen yıllar içerisinde en düşük değerinin 4.99 TL, en yüksek değerinin ise 693.40 TL olduğu görülmektedir. BİST'i etkileyen krizler döneminde altının seyrinin sabit kaldığı veya BİST endeksinin tersine değerlerinin yükseldiği görülmektedir.



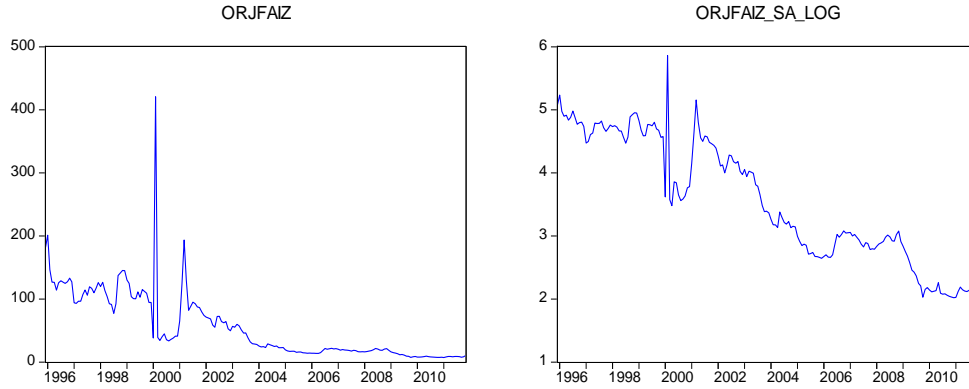
- **Döviz**

Ülke içerisinde ekonomik huzurun bozuk olduğu dönemlerde ülke parasının değişim ve değer koruma görevini üstlenen değerlerden biride dövizdir. Dövizde yaşanan bir talep artışının diğer yatırım araçlarında azalma yaratacağı beklenen bir durumdur. Bu nedenle analizimize dâhil edilen döviz paketi, oluşturulurken ele alınan zaman dilimi içerisinde en çok talep gören Mark, Dolar ve Euro dikkate alınmıştır ve paket oluşturulurken 1 Dolar + 1.5 Mark ve Mark kullanımdan kaldırılıp yerine Euro kullanılmaya başlanmasından itibaren paket 1 Dolar + 0.77 Euro olarak oluşturulmuştur. Döviz paketi grafiği incelendiğinde kriz dönemlerinde döviz talebinde artışların yaşandığı gözlenmektedir.



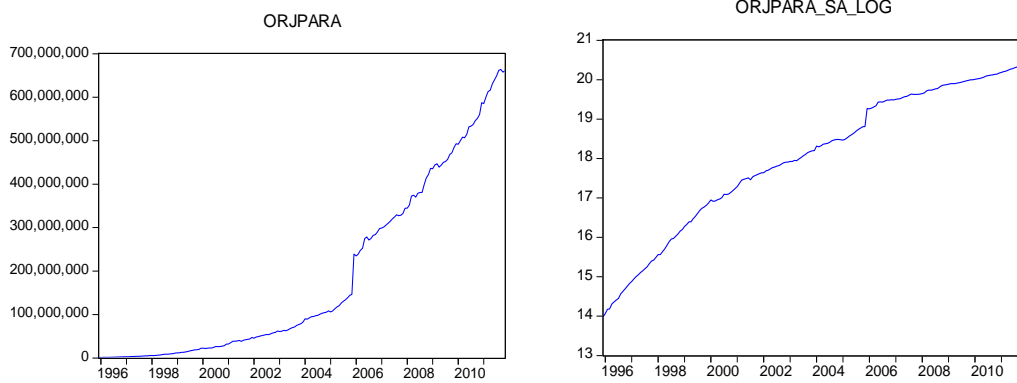
- **Faiz**

Hazine Bonosu Faiz Oranları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Elektronik veri Dağıtım Sisteminden temin edilmiştir. Faiz oranlarının grafiği incelendiğinde 2000-2001 yıllarında krize neden olan sıkı para politikasının faiz oranlarını faiz ortalamalarının 8 katına kadar yükselttiği görülmektedir. Borsada yaşanan düşüşlerin yatırımcıları sahip oldukları hisse senetlerini satmaya ve oluşan nakit akımlarını faize yöneltmeye neden olduğu görülebilmektedir. Ancak 2008 yılında yaşanan finansal krizden dolayı borsadan kaçan nakit akımlarının faize değil de altın, döviz ve diğer yatırım araçlarına yöneldiği faizin stabil seyrinden anlaşılmaktadır.



- **Para**

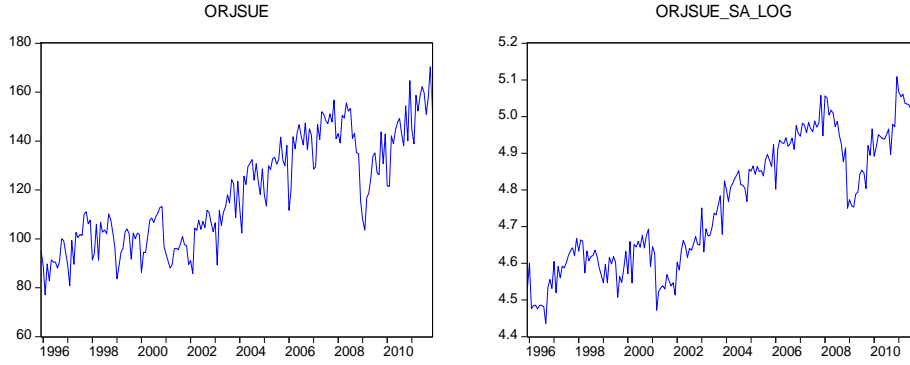
Analize değişken olarak dâhil edilen M2, geniş anlamda para arzını ifade eder. M2 dolaşımdaki para, mevduat bankalarındaki vadesiz mevduat ve TCMB mevduatının toplamı olan M1'e, mevduat bankalarındaki vadeli mevduatın eklenmesi ile elde edilir. Analize tabi tutulan yıllar içerisindeki M2 grafiği incelendiğinde, para arzının sürekli bir artış trendi içerisinde olduğu gözlenmektedir. Bu durum gerek ekonomik büyüme gerekse ekonomide yaşanan enflasyon dolayısıyla paraya olan talebin artması ile açıklanabilir.



- **SUE**

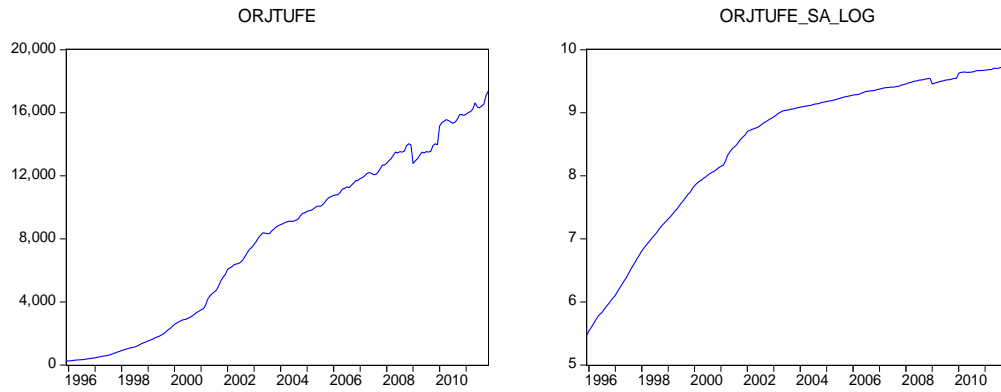
GSMH'nin aylık olarak hesaplanmamasından dolayı üretim yolu ile hesaplanan GSMH ile ciddi benzerlik gösteren sanayi üretim endeksi analize dâhil edilmiştir. Sanayi üretim endeksinin grafiği incelendiğinde grafiğin artan bir şekilde yıl içinde dalgalandığı göze çarpmaktadır. Diğer göze çarpan önemli bir nokta ise

sanayi üretim endeksinin ülkeyi etkileyen kriz dönemlerinde ciddi düşüşler sergilemesidir.



• TÜFE

Türkiye gibi yüksek enflasyonun olduğu ülkeler göz önüne alındığında, makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına etkisinin analizinde yer alması gerekli bir değişken olan enflasyon analizimize tüfe olarak dâhil edilmiştir. Aylık bazda TÜİK'ten alınan enflasyon verileri, 1994=100 temel alınmıştır. Grafik incelendiğinde 2002 yılına kadar sürekli bir artış eğiliminde olan tüfe endeksi 2002 yılından sonra uygulanan anti enflasyonist politikalar sonucunda daha düşük bir artış hızına sahip olmuştur.



3.3 Araştırmanın Metodolojisi

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli

Regresyon analizi; veriler kullanılarak “bağımlı değişken” ile “açıklayıcı değişken ve değişkenler” olarak adlandırılan bağımsız değişken veya değişkenler arasındaki ilişkiyi ele almaktadır (Mumcu, 2005: 47).

Herhangi bir ekonomik sorunu ele alıp incelediğimizde birden fazla önemli açıklayıcı değişkenin bulunduğu bir ilişki söz konusu olabilir. Zaten ekonomide bir bağımlı değişken çok nadir hallerde yalnız bir bağımsız değişkene bağlıdır. Ekonomik gerçekler bir sonucu çok sayıda bağımsız değişkenin doğurduğunu göstermektedir. Bu sebeple ekonometrik modeller çoğunlukla birden fazla sayıda değişken bulunan modeller olarak kullanılmakta ve parametre tahmini bu modellere göre yapılmaktadır (Elyak, 2008:46).

Çoklu doğrusal regresyon modeli şu şekilde yazılabilir (Mumcu, 2005:48):

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli: $y = \beta_0 + \beta_1\chi_1 + \beta_n\chi_n + \varepsilon$

y = Bağımlı Değişken

χ_i = Bağımsız Değişken

β_i = Tahmin edilecek parametreler

ε = Hata terimi

ε_i modelin stokastikliğini (rastlantısal) ifade eder ve modele dâhil edilmeyen değişkenleri içerir. Ayrıca model spesifikasyonunda yapılan hataların etkisi hata modeline yansır.

Regresyon modellerinin değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamak için yeterli olup olmadığı veya ilişkiyi iyi açıklayıp açıklamadığı konusunda karar vermek için, hata terimleri ile ilgili temel varsayımların geçerli olması gerekmektedir. Varsayımların geçerli olmaması durumunda tahminciler taşımasını istediğimiz bazı özellikleri taşımayacaklardır (Güriş, 2000:93).

Çoklu doğrusal regresyon modelinin varsayımları aşağıdaki gibidir.

- Normal dağılım
- Doğrusallık
- Hata terimlerinin ortalaması sıfırdır.
- Sabit varyans
- Otokorelasyon olmaması
- Bağımsız değişkenler arasında tam doğrusal çoklu bağlantı olmaması.

Çoklu Regresyonda Hipotez Testleri: Çoklu regresyon modelinde H_0 hipotezi tüm regresyon katsayılarının sıfıra eşit olduğu ($H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$) şeklinde kurulurken, H_a hipotezi en az bir β_i 'nin sıfırdan farklı olduğu şeklinde kurulur. Parametrelerin tek tek istatistiksel olarak anlamlılığı için t testi ve modelin bir bütün olarak anlamlılığı için ise F testine bakılır.

t Testi: Modelde yer alan tahmini parametrelerin anlamlılıklarının ayrı ayrı sınıandığı bu teste, bağımsız değişkenlerin her birinin bağımlı değişkeni açıklama gücüne sahip olup olmadığı araştırılmaktadır.

H_0 : Katsayı istatistiksel olarak anlamsız

H_1 : Katsayı istatistiksel olarak anlamlı

F Testi: Regresyon analizinde sabit parametre dışındaki tüm parametrelerin bir bütün olarak anlamlılıklarını sınamak için "F Testi" kullanılmaktadır. Bu test ile bütün bağımsız değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklama gücüne sahip olup olmadığı belirlenmeye çalışılmaktadır.

H_0 : Model genel olarak anlamsız

H_1 : Model genel olarak anlamlı

Belirlilik Katsayısı: Belirlilik katsayısı (R^2) bağımlı değişkenin yüzde kaçının modele dâhil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir. Çoklu doğrusal regresyon modelinde; belirlilik katsayısı modele dâhil edilen değişken sayısı arttıkça artar (Mumcu, 2005: 48-49).

Korelasyon Analizi

Değişkenlerin bağımlı veya bağımsız olması dikkate alınmaksızın aralarındaki ilişkinin derecesini ve yönünü belirlemek amacıyla kullanılan istatistik yöntemine korelasyon denir.

Pearson korelasyon katsayısı, aralıklı ölçekte ölçülmüş olan değişkenlerin arasındaki doğrusal ilişkinin derecesine ve yönüne bakmak istediğimizde, en sık kullanılan katsayıdır. Pearson korelasyon katsayısı “r” harfiyle gösterilir.

Pearson korelasyon katsayısı -1 ile +1 ($-1 < r < +1$) arasında değişen değerler alır, r katsayısı ilişkinin yönünü ve kuvvetini gösterir. r katsayısının eksi değerler alması değişkenler arasındaki ilişkinin ters orantılı olduğunu; artı değerler alması ilişkinin doğru orantılı olduğunu gösterir, r değeri ± 1 'e yaklaştıkça ilişkinin kuvveti artarken 0' a yaklaşması ilişkinin kuvvetinin az olduğuna işaret eder (Yurtkoru vd., 2010:143-144).

Granger Nedensellik modeli

Çalışmada hisse senedi fiyatı ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü araştırmak amacıyla ‘Granger Nedensellik Testi’ yapılmıştır. Bu test ilk kez Granger (1969) tarafından literatüre kazandırılmıştır. Daha sonra Hamilton (1994) bu testi geliştirmiştir. Granger nedenselliğinde x ve y gibi iki değişken arasındaki ilişkinin yönü araştırılır. Şayet mevcut y değeri, x değişkeninin şimdiki değerinden çok, geçmiş değerleri ile daha iyi tahmin edilebiliyorsa, x değişkeninden y değişkenine doğru Granger nedenselliğinin varlığından bahsedilir (Yılmaz vd., 1997:7). Bu ifadenin doğruluğu sıandıktan sonra ilişki $X \rightarrow Y$ şeklinde gösterilir. Regresyon çözümlemesi bir değişkenin öbürüne bağılılığı ile ilgilenmekle birlikte bunun nedensellik anlamına gelmeyeceği açıktır. Burada ise iki değişkenin birbirini gecikmeli olarak etkileyip etkilemediği, X’in mi Y’nin nedeni olduğu ($X \rightarrow Y$), Y’nin mi X’in nedeni olduğu ($Y \rightarrow X$) yoksa iki değişken arasında geri besleme mi (hem $X \rightarrow Y$, hem de $Y \rightarrow X$) bulunduğu araştırılmaktadır (Öztürk, 2008:99).

Bu analiz aşağıdaki iki denklem kullanılarak yapılmaktadır.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (2)$$

Granger nedensellik analizi, yukarıdaki modellerde hata teriminden önce yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığı test edilerek yapılır.

(1) no'lu denklemdeki β_i katsayıları belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunursa, X'in Y'nin nedeni olduğu sonucuna varılır.

Aynı şekilde (2) no'lu denklemde δ_i katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olması da Y'nin X'in nedeni olduğunun göstergesidir. Bu durumda Y ile X arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi var demektir. Sadece (1) no'lu denklemdeki β_i katsayıları sıfırdan farklı ise X'den Y'ye doğru tek yönlü, sadece (2) no'lu denklemdeki δ_i katsayıları sıfırdan farklı ise Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Hem β_i hem de δ_i katsayılarının sıfırdan farklı olmaması ise bu iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı göstergesidir.

Granger Nedensellik Analizinde bir tahmin değil nedensellik çıkarılması yapıldığı için değişkenler önceden durağanlaştırılmalıdır. Çalışmada ele alınan değişkenlerin durağanlık testleri "Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF)" testi ile araştırılmıştır. ADF testi aşağıdaki regresyon denkleminin koşulmasını gerektirmektedir.

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma \text{Trend} + \rho Y_{T-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

ADF testi, yukarıda tahmin edilen regresyon denkleminde $\rho=0$ olup olmadığını test eder. H_0 hipotezi ($\rho=0$) reddediliyor ise, Y değişkenin orijinal seviyesinde durağan olduğu, H_0 hipotezinin kabulünde ise, durağan olmadığı belirlenmiş olur. Orijinal seviyesinde durağan olmayan bir değişkenin durağanlığı bulununcaya kadar devresel farkları alınır. Dönemsel gecikme sayısı (denkleminde k olarak ifade edilmiştir) Akaike ve Schwartz yöntemleri kullanılarak tespit edilebilir. Gecikme uzunlukları belirlenen denklemin ADF-t istatistiği MC Kinnon (1990)

kritik değerleri ile karşılaştırılarak, değişkenin test edilen seviyede durağan olup olmadığı belirlenir (Mumcu, 2005:49-50).

3.4 İstatistiksel Sınama, Bulguları ve Yorum

3.4.1 Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ve Sonuçları

Çoklu doğrusal regresyon modeli oluşturulurken ilk olarak verilerin normal dağılıma uygunlaştırılması gerekmektedir. Bununla ilgili olarak ilk yapılan çalışmada Sue, döviz ve tufe dışındaki tüm değişkenlerin normal dağılıma uygun olmadığı görölmüştür. Normal dağılıma uymayan değişkenlere logaritmik transformasyon uygulanarak normal dağılıma uygun hale getirilmiştir. Sue, döviz ve tufe ise olduğu gibi analize alınmıştır.

SPSS' paket programında yapılan analizlerden elde edilen veriler, sonuçlar ve yorumları aşağıdaki belirtilmiştir.

Tablo 3.3 Çoklu Doğrusal Regresyon Model Özeti^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbins-Watson
1	,987 ^a	,975	,974	,20864	,642

a. Predictors: (Constant), logfaiz, doviz, sue, logpara, tufe, logaltin

b. Dependent Variable: logBist

Oluşturulan modelin özeti incelendiğinde R Square bize bağımlı değişkenin yüzde kaçlık kısmının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını, Durbin-Watson istatistik değeri ise modelde Otokorelasyon olmadığını göstermektedir ve bu değerin 2 civarında olması modelde otokorelasyonun varlığına işarettir.

Uygulamada R Square değeri incelendiğinde; modele dâhil olan bağımsız değişkenlerin LogBİST endeksini %98.7, düzenlenmiş R Square değeri incelendiğinde ise bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler vasıtasıyla %97.5'lik oranla açıklandığını göstermektedir. Bağımlı değişkenin R Square değeri için %1.3, düzenlenmiş R Square değeri için %2.5'lik kısmını ise modele dâhil edilmeyen diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Durbin-Watson istatistik değeri incelendiğinde istatistik değerinin 0,642 olması modelde otokorelasyonun olmadığını göstermektedir.

Tablo 3.4 ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	315,233	6	52,539	1206,959	,000 ^b
	Residual	8,053	185	,044		
	Total	323,286	191			

a. Dependent Variable: logBist

b. Predictors: (Constant), logfaiz, doviz, sue, logpara, tufe, logaltin

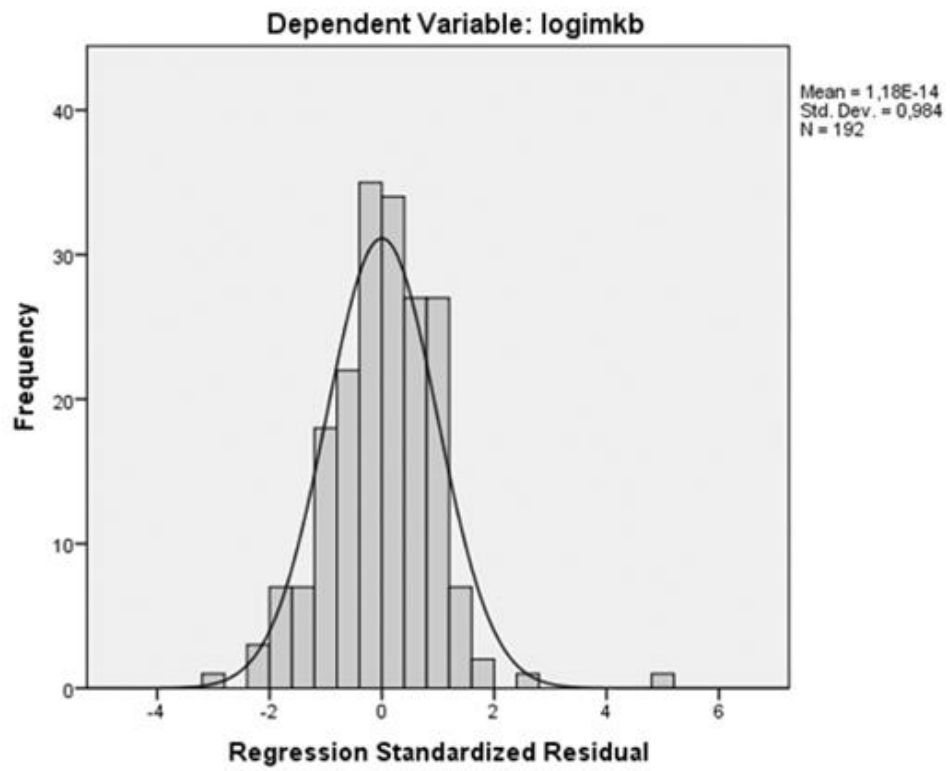
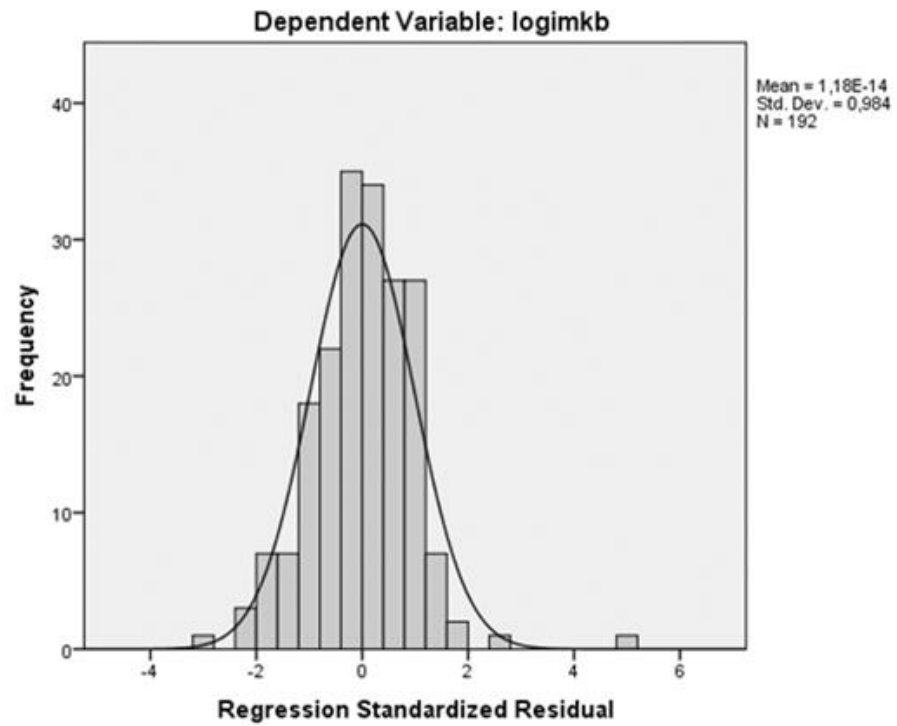
Kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığının tespiti için modeldeki F-statistic değerinin 0,05 ile kıyaslanması yeterlidir. Buna göre; Sig. 0,0000<0,05 olması modelin genel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.5 Katsayılar^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Correlations			
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	
1	(Constant)	-4,045	,877		-4,611	,000	-5,776	-2,314			
	logaltin	,730	,134	,727	5,442	,000	,465	,995	,950	,371	,063
	logpara	,721	,070	,992	10,289	,000	,583	,859	,970	,603	,119
	logfaiz	-,378	,048	-,286	-7,815	,000	-,473	-,283	-,889	-,498	-,091
	sue	,009	,002	,152	5,781	,000	,006	,012	,816	,391	,067
	doviz	-,261	,068	-,225	-3,813	,000	-,396	-,126	,875	-,270	-,044
	tufe	-0.000230	1.59E-05	-,949	-14,462	,000	,000	,000	,904	-,728	-,168

a. Dependent Variable: logBist

Analiz sonucunda elde edilen Normallik ve Doğrusallık Grafikleri aşağıda verilmiştir.

Grafik 3.1 Normal Dağılım Grafiği**Grafik 3.2 Doğrusallık Grafiği**

Yapılan analiz sonucunda elde edilen katsayılar yardımıyla BİST XU100 endeksine ait çoklu doğrusal regresyon modelini şu şekilde yazabiliriz.

$$\hat{Y} = - 4,045 + 0,730\text{Altin} + 0,721\text{Para} - 0,378\text{Faiz} + 0,009\text{Sue} - 0,261\text{Döviz} - 0.000230\text{Tufe} + \epsilon$$

Kurulan regresyon modelinin katsayıları yorumlandığında;

Cumhuriyet Altını fiyatlarında meydana gelen bir TL'lik artış BİST endeksini 0,730 puan arttırmaktadır.

Para arzında meydana gelen bir TL'lik artış BİST endeksini 0,721 puan arttırmaktadır.

Faiz oranlarında meydana gelen bir puanlık artış BİST endeksini 0,378 puan azaltmaktadır.

Sanayi üretim endeksinde meydana gelen bir puanlık artış BİST endeksini 0,009 puan arttırmaktadır.

Döviz sepetinde meydana gelen bir TL'lik artış BİST endeksini 0,261 puan azaltmaktadır.

Yapılan analiz sonucunda Tüfe endeksinin katsayısının 0.000230 olması tüfe endeksinde meydana gelebilecek bir değişimin BİST endeksini neredeyse hiç etkilemeyeceğini ifade etmektedir.

3.4.2 Korelasyon Analizi

Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ikili korelasyonlar incelenirken değişkenler arasında mevsimsel ve devresel trendlerden dolayı yaşanan dalgalanmalardan ötürü sahte korelasyon oluşmaması amacıyla korelasyon analizine alınan tüm değişkenlerin mevsimsellikleri arındırılmış, logaritmik transformasyona uğratılmış ve birinci farkları alınmıştır. Yapılan korelasyon analizleri sonucu ortaya çıkan korelasyon sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.6 Korelasyon Sonuçları

	Korelasyon BİST 100_Sa_Log_D Endeksi	İLİŞKİ
FAIZ_Sa_Log_D	-0.102362	Ters Orantı
DOVIZ_Sa_Log_D	-0.166601	Ters Orantı
ALTIN_Sa_Log_D	-0.073380	Ters Orantı
M2_Sa_Log_D	0.024938	Doğru Orantı
SUE_Sa_Log_D	0.117205	Doğru Orantı
TUFE_Sa_Log_D	0.176560	Doğru Orantı

3.4.3 Granger Nedensellik Testi ve Sonuçları

Granger nedensellik testinde BİST 100 endeksi ve bu endeksi teorik olarak etkileyen makroekonomik faktörlerin birbirleri üzerinde nedensellik yaratıp yaratmadığı çift yönlü olarak test edilerek yorumlanacaktır.

$X \rightarrow Y$ şeklinde gösterilen yön bağlantısı için kurulacak hipotez;

Ho: X, Y'nin Granger Nedeni Değildir.

H1: X, Y'nin Granger Nedenidir.

F tablo > F hesap ise Ho reddedilemez / Prob > 0,05 ise Ho Reddedilemez.

1, 3, 6, 9 ve 12 aylık gecikme düzeylerinde çift yönlü Granger Nedensellik Testi sonuçları aşağıda gösterilmektedir.

- **BİST – Para ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve Para Arzı arasındaki nedensellik test edilmeden önce, Para arzı serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-2.133	% 1	-4.007
	% 5	-3.434
	% 10	-3.141

Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında küçük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında

McKinnon kritik değerlerinden büyük olması, Para arzının kendi düzeyinde durağan olmadığını göstermektedir.

Para arzının birinci devresel farkı alındığında ise; Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon %1- %5- %10 kritik değerlerinden mutlak değerleri dikkate alındığında büyük olduğu görülmektedir. Yani, Para arzı değişkeni serisi durağan hale getirilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-14.679	% 1	-4.007
	% 5	-3.434
	% 10	-3.141

Durağan hale getirilen seri üzerinde yapılan Granger Nedensellik Testinde aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Tablo 3.7 Para Arzı – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları				
Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	PARA → BİST	3.76515	0.0538	Granger Nedeni Değildir
	BİST → PARA	7.039	0.0087	Granger Nedenidir
3	PARA → BİST	1.64399	0.1808	Granger Nedeni Değildir
	BİST → PARA	1.96495	0.1209	Granger Nedeni Değildir
6	PARA → BİST	0.89822	0.4976	Granger Nedeni Değildir
	BİST → PARA	1.48818	0.1848	Granger Nedeni Değildir
9	PARA → BİST	0.98007	0.4585	Granger Nedeni Değildir
	BİST → PARA	1.44608	0.1725	Granger Nedeni Değildir
12	PARA → BİST	0.88609	0.5625	Granger Nedeni Değildir
	BİST → PARA	1.22983	0.2673	Granger Nedeni Değildir

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve Para arzı arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde BİST 100 Endeksinin 1 aylık gecikme düzeyinde para arzının Granger Nedeni olduğu dolayısıyla BİST 100 endeksinin 1 aylık gecikme düzeyinde Para arzı seviyesini etkilediği konusunda önemli istatistiksel bulgulara ulaşılmıştır. Ancak para arzındaki değişikliklerin BİST 100 endeksini 1 aylık gecikme ile %10 anlamlılık düzeyi haricinde söz konusu gecikme düzeylerinde etkilemediği ortadadır. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin tek yönlü ve kısa vadede olduğu istatistiki açıdan açıktır.

- **BİST – SUE ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve Sanayi üretim endeksi arasındaki nedensellik test edilmeden önce, Sanayi üretim endeksi serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-0.642	% 1	-3.465
	% 5	-2.877
	% 10	-2.575

Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında küçük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında McKinnon kritik değerlerinden büyük olması, Sanayi üretim endeksinin kendi düzeyinde durağan olmadığını göstermektedir.

Sanayi üretim endeksinin birinci devresel farkı alındığında ise; Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon %1- %5- %10 kritik değerlerinden mutlak değerleri dikkate alındığında büyük olduğu görülmektedir. Yani, Sanayi üretim endeksi değişkeni serisi durağan hale getirilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-24.516	% 1	-4.007
	% 5	-3.434
	% 10	-3.141

Durağan hale getirilen seri üzerinde yapılan Granger Nedensellik Testinde aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	SUE → BİST	0.99235	0.3205	Granger Nedeni Değildir
	BİST → SUE	0.016	0.8995	Granger Nedeni Değildir
3	SUE → BİST	0.68525	0.5621	Granger Nedeni Değildir
	BİST → SUE	4.48061	0,0046	Granger Nedenidir
6	SUE → BİST	0.80361	0.5684	Granger Nedeni Değildir
	BİST → SUE	4.87292	0,0001	Granger Nedenidir
9	SUE → BİST	0.90222	0.5248	Granger Nedeni Değildir
	BİST → SUE	3.47996	0,0006	Granger Nedenidir
12	SUE → BİST	0.65051	0.796	Granger Nedeni Değildir
	BİST → SUE	2.95428	0,001	Granger Nedenidir

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve Sanayi Üretim Endeksi arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde BİST 100 Endeksinin 3,6,9,12 aylık gecikme düzeylerinde Sanayi Üretim Endeksinin Granger Nedeni olduğu dolayısıyla BİST 100 endeksin 3,6,9,12 aylık gecikme düzeylerinde Sanayi Üretim Endeksi seviyesini etkilediği konusunda önemli istatistiksel bulgulara ulaşılmıştır. Ancak Sanayi Üretim Endeksindeki değişikliklerin BİST 100 endeksini söz konusu gecikme düzeylerinde etkilemediği ortadadır. Bu noktada teorik olarak sanayi üretim endeksinin BİST 100 endeksinin Granger nedeni olması beklenirken, istatistiki sonuçlar incelendiğinde BİST 100 endeksinin SÜE'nin Granger nedeni olması BİST 100 endeksinin spekülasyon hareketlerinden etkilendiğini ve bu etkilenmelerinde 3, 6, 9, 12 aylık bir gecikmeyle sanayi üretim endeksine yansıdığı ortadadır.

- **BİST – Altın ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve Altın fiyatları arasındaki nedensellik test edilmeden önce, Altın serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-1.868	% 1	-3.465
	% 5	-2.877
	% 10	-2.575

Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında küçük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında McKinnon kritik değerlerinden büyük olması, altının kendi düzeyinde durağan olmadığını göstermektedir.

Altının birinci devresel farkı alındığında ise; Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon %1- %5- %10 kritik değerlerinden mutlak değerleri dikkate alındığında büyük olduğu görülmektedir. Yani, altın fiyatları değişkeni serisi durağan hale getirilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-10.619	% 1	-3.465
	% 5	-2.877
	% 10	-2.575

Durağan hale getirilen seri üzerinde yapılan Granger Nedensellik Testinde aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Tablo 3.9 Altın – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları				
Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	ALTIN → BİST	3.5452	0.0613	Granger Nedeni Değildir
	BİST → ALTIN	0.32522	0.5692	Granger Nedeni Değildir
3	ALTIN → BİST	1.93815	0.125	Granger Nedeni Değildir
	BİST → ALTIN	0.48372	0.694	Granger Nedeni Değildir
6	ALTIN → BİST	1.46281	0.1937	Granger Nedeni Değildir
	BİST → ALTIN	1.06553	0.3852	Granger Nedeni Değildir
9	ALTIN → BİST	0.99678	0.4448	Granger Nedeni Değildir
	BİST → ALTIN	1.21638	0.2882	Granger Nedeni Değildir
12	ALTIN → BİST	0.84338	0.6058	Granger Nedeni Değildir
	BİST → ALTIN	1.0119	0.4407	Granger Nedeni Değildir

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve Altın Fiyatları arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde BİST 100 Endeksi ve Altın Fiyatları arasında %5 anlamlılık seviyesinde hiçbir Granger nedenselliği tespit edilememiştir. Ancak yine de dikkat edilmesi gereken bir noktada altının %10 anlamlılık seviyesinde BİST'in Granger nedeni olduğudur.

- **BİST – Döviz ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve Döviz sepeti arasındaki nedensellik test edilmeden önce, Döviz sepeti serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-4.378	% 1	-3.465
	% 5	-2.877
	% 10	-2.575

Döviz için hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında büyük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında McKinnon kritik değerlerinden küçük olması, Dövizin kendi düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Bu nedenle döviz sepeti değişkeni Granger nedensellik testine olduğu gibi dâhil edilmiştir.

Tablo 3.10 Döviz – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları				
Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	DÖVİZ → BİST	5.94769	0.0157	Granger Nedenidir
	BİST → DÖVİZ	1.30904	0.254	Granger Nedeni Değildir
3	DÖVİZ → BİST	2.36924	0.0722	Granger Nedeni Değildir
	BİST → DÖVİZ	2.98866	0.0324	Granger Nedenidir
6	DÖVİZ → BİST	1.58912	0.153	Granger Nedeni Değildir
	BİST → DÖVİZ	2.20373	0.0449	Granger Nedenidir
9	DÖVİZ → BİST	1.70617	0.0913	Granger Nedeni Değildir
	BİST → DÖVİZ	2.94419	0.0029	Granger Nedenidir
12	DÖVİZ → BİST	1.63034	0.0884	Granger Nedeni Değildir
	BİST → DÖVİZ	2.37193	0.0079	Granger Nedenidir

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve Döviz Sepeti arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde bu iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. BİST 100 Endeksinin 3,6,9,12 aylık gecikme düzeylerinde Döviz Sepetinin Granger Nedeni olduğu dolayısıyla BİST 100 endeksin 3,6,9,12 aylık gecikme düzeylerinde Döviz Sepeti seviyesini etkilediği konusunda önemli istatistiksel bulgulara ulaşılmıştır. Nedensellik diğer yönüyle incelendiğinde Döviz Sepetindeki değişikliklerin BİST 100 endeksini %5 anlamlılık seviyesinde ilk

1 aylık gecikme düzeyinde etkilediği, %10 anlamlılık seviyesinde ise 1,3,9 ve 12 aylık gecikmelerde geri beslemeli şekilde birbirlerinin nedeni olduğu görülmektedir. Bu noktada %5 anlamlılık seviyesinde dövizde yaşanan değişikliklerin BİST 100 endeksine hemen yansıdığı ancak BİST 100 endeksinde yaşanan değişikliklerin ise hisse sahiplerinin bekleme güdüsünden kaynaklı olarak 3,6,9,12 aylık gecikme düzeylerinde döviz sepetine yansıdığı çıkarımı yapılabilmektedir.

- **BİST – Faiz ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve Faiz arasındaki nedensellik test edilmeden önce, Faiz serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-3.577	% 1	-4.007
	% 5	-3.434
	% 10	-3.141

Faiz için hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında büyük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında McKinnon kritik değerlerinden küçük olması, Faizin kendi düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Bu nedenle Faiz değişkeni Granger nedensellik testine olduğu gibi dâhil edilmiştir.

Tablo 3.11 Faiz – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları				
Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	FAİZ → BİST	5.82071	0.0168	Granger Nedenidir
	BİST → FAİZ	6.32709	0,0127	Granger Nedenidir
3	FAİZ → BİST	1.53944	0.2059	Granger Nedeni Değildir
	BİST → FAİZ	6.29008	0.0004	Granger Nedenidir
6	FAİZ → BİST	1.05376	0.3925	Granger Nedeni Değildir
	BİST → FAİZ	5.15789	0,000007	Granger Nedenidir
9	FAİZ → BİST	1.89816	0.0555	Granger Nedeni Değildir
	BİST → FAİZ	3.79541	0.0002	Granger Nedenidir
12	FAİZ → BİST	1.0194	0.4339	Granger Nedeni Değildir
	BİST → FAİZ	4.89131	0,0000008	Granger Nedenidir

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve Faiz Oranları arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde bu iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. BİST 100 Endeksinin tüm gecikme düzeylerinde Faiz Oranlarının Granger Nedeni olduğu dolayısıyla BİST 100 endeksin tüm gecikme düzeylerinde Faiz Oranları etkilediği konusunda önemli istatistiksel bulgulara ulaşılmıştır. Nedensellik diğer yönüyle incelendiğinde Faiz Oranlarındaki değişikliklerin BİST 100 endeksini ilk 1 aylık gecikme düzeyinde etkilediği görülmektedir. Bu noktada faiz oranlarında yaşanan değişikliklerin BİST 100 endeksine hemen yansıdığı, BİST 100 endeksinde yaşanan değişikliklerin ise Faiz oranlarına tüm gecikme düzeylerinde kademeli olarak yansıdığı çıkarımı yapılabilmektedir.

- **BİST – TÜFE ADF ve Granger Nedensellik Testi**

BİST 100 endeksi ve TÜFE arasındaki nedensellik test edilmeden önce, TÜFE serisinin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
1.581	% 1	-2.577
	% 5	-1.943
	% 10	-1.616

Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon kritik değerlerinden mutlak değerleri alındığında küçük olması veya mutlak değerleri dikkate alınmadığında McKinnon kritik değerlerinden büyük olması, TÜFE'nin kendi düzeyinde durağan olmadığını göstermektedir.

TÜFE'nin birinci devresel farkı alındığında ise; Hesaplanan ADF test istatistiği değerinin McKinnon %1- %5- %10 kritik değerlerinden mutlak değerleri dikkate alındığında büyük olduğu görülmektedir. Yani, TÜFE endeksi değişkeni serisi durağan hale getirilmiştir.

ADF Birim Kök Testi Sonuçları		
Test Değeri	McKinnon Kritik Değerleri	
-8.789	% 1	-4.007
	% 5	-3.434
	% 10	-3.141

Durağan hale getirilen seri üzerinde yapılan Granger Nedensellik Testinde aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Tablo 3.12 TÜFE – BİST Granger Nedensellik Testi Sonuçları				
Gecikme Uzunluğu	Yönü	F - İstatistiği	Prob.	$\alpha=0,05$
1	TÜFE → BİST	6.10051	0.0144	Granger Nedenidir
	BİST → TÜFE	0.68402	0.4093	
3	TÜFE → BİST	2.13061	0.0979	Granger Nedeni Değildir
	BİST → TÜFE	0.70954	0.5475	
6	TÜFE → BİST	1.22242	0.297	Granger Nedeni Değildir
	BİST → TÜFE	1.26423	0.2764	
9	TÜFE → BİST	0.78686	0.6288	Granger Nedeni Değildir
	BİST → TÜFE	0.79106	0.625	
12	TÜFE → BİST	0.70807	0.742	Granger Nedeni Değildir
	BİST → TÜFE	1.11111	0.3549	

Yukarıdaki BİST 100 endeksi ve TÜFE arasındaki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde nedenselliğin tek yönlü olduğu ve TÜFE'nin 1 aylık gecikme düzeyinde BİST 100 Endeksinin Granger Nedeni olduğu dolayısıyla TÜFE endeksindeki değişikliklerin 1 aylık gecikme düzeyinde BİST 100 endeksinin seviyesini etkilediği konusunda önemli istatistiksel bulgular mevcuttur.

SONUÇ

Bu çalışmanın amacı hisse senedi fiyatları ve hisse senedi fiyatlarını etkilediği düşünülen bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri 1995.12 - 2011.11 dönemini kapsayacak şekilde araştırmaktır. Bağımlı değişken olarak BİST 100 Endeksi, bağımsız değişkenler olarak enflasyon, para arzı, döviz sepeti, altın fiyatları, hazine bonusu faiz oranı ve GSMH'yi temsilen sanayi üretim endeksi tanımlanmıştır. Değişkenler arasındaki bu ilişkileri araştırmak amacıyla çoklu regresyon modeli, ilişkilerin yönünü ve gücünü araştırmak amacıyla korelasyon analizi ve hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin nedensellik yönü için ise Granger Nedensellik Testi kullanılmıştır.

Değişkenlerden Endeksi negatif anlamda etkileyen en önemli faktör Hazine Bonusu Faiz Oranları olduğu tespit edilmiştir. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ve korelasyon analizine göre, Hazine Bonusu Faiz Oranları ile BİST Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. İkilinin Granger Nedensellik Testi sonuçları yorumlandığında ise; Hazine Bonusu Faiz Oranları'ndaki bir değişme BİST Endeksi'ni etkilemekte, BİST Endeksi'ndeki bir değişme de Hazine Bonusu Faiz Oranlarını etkilemektedir. Her iki değişken arasında nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu, beklenen ve oldukça anlamlı bir sonuçtur. Çünkü elinde hisse senedi bulunduran yatırımcı alternatif yatırım aracı olan faiz oranlarının yükselmesini pozitif bir durum olarak yorumlayacak ve elindeki hisse senetlerini satıp hisse senetlerine göre çok daha risksiz olan faize yatıracaktır.

BİST endeksini faiz oranlarından sonra negatif olarak etkileyen diğer en önemli faktörün döviz kuru olduğu tespit edilmiştir. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ve korelasyon analizine göre, döviz kuru ile BİST Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Granger nedensellik analizi sonuçları incelendiğinde kısa dönemde döviz kurunun BİST endeksinin Granger nedeni olduğu ancak uzun dönemde ise BİST endeksinin döviz kurunun Granger nedeni olduğu açıkça görülebilmektedir. Bu durumu da döviz kurunun ani yükselişini bir kriz öncüsü olarak yorumlayan borsa yatırımcılarının tepkileri açıklayabilir. Uzun dönemde ise ülke borsasının istikrarlı hale gelerek güven verir yapısı kriz beklentilerini ortadan kaldırarak yatırımcıların tekrar ülke borsasına dönmesi sağlamaktadır. Bu iki

değişken arasındaki karşılıklı ters yönlü ilişki dövizin borsanın alternatif bir yatırım aracı olması ile açıklanabilir.

Tüketici Fiyat Endeksi, Çoklu Doğrusal Regresyon modeli içerisinde incelendiğinde - 0.000230 gibi bir katsayıyla BİST endeksini neredeyse hiç etkilemediği görülmektedir. Katsayının negatif olması yükselen enflasyon oranlarının firmaların nakit akımlarının değerini düşüreceği beklentisine ve bununda yatırımcılar vasıtasıyla borsa değerlerine yansıtacağı varsayımıyla açıklanabilir. Granger nedensellikleri incelendiğinde ise tüketici fiyat endeksinin bir aylık gecikmeyle borsaya yansıdığı görülmektedir.

Para arzının BİST endeksi üzerindeki etkilerinin analiz sonuçları incelendiğinde para arzının BİST endeki üzerinde önemli derecede olumlu katkı yarattığı çoklu doğrusal regresyon modelindeki katsayısından görülebilmektedir. Ayrıca regresyon analizi sonuçları da incelendiğinde para arzı ve BİST endeksi arasında bir doğru orantı tespit edilmiştir. İkilinin nedensellikleri incelendiğinde ise BİST endeksinin para arzını kısa dönemde tetiklediği görülmektedir. Bu beklenen bir durumdur çünkü para arzındaki artış kredi verilebilir kaynakların artmasına bu da faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu durum hem yatırımcıların BİST'in de içinde bulunduğu farklı yatırım araçlarına kaçmasına hem de para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomide büyümeye neden olacaktır. Ayrıca faizlerin düşmesinden dolayı işletmeler daha cesaretle davranarak düşük kredilerle büyümeyi ve üretimi arttıracak ve borsa değerlerini yükseltebileceklerdir.

Altın değişkeni üzerine yapılan analizler incelendiğinde korelasyon analizleri çerçevesinde düşük seviyede negatif bir ilişki söz konusu olduğu görülmektedir. Bu beklenen bir sonuçtur. Ancak çoklu doğrusal regresyon modeline dâhil edilen altın değişkeni model içerisinde kendine pozitif bir yer edinmesi ve ikilinin nedenselliği üzerine yapılan analizlerde ise herhangi bir nedenselliğe ulaşamaması beklenen bir durum değildir. Düzgün işleyen bir sistemde altın ve borsa birer yatırım aracı olduğu için birbirlerinin nedeni ve alternatifi olması gerekmektedir.

Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinde sanayi üretim endeksinin katsayısı yorumlandığında sanayi üretim endeksinin BİST endeksini arttırıcı bir rol üstlendiği görülmektedir. Bu durum; sanayi üretim endeksinin artmasını işletme karlılığını arttıracığı ve de bu borsadaki durumuna yansiyacağı varsayımı altında beklenen bir durumdur. Söz konusu bu iki değişkenin korelasyon analizleri incelendiğinde yine katsayısı düşük olsa dahi yine aynı yönde bir ivme olduğu açıktır. Değişkenler nedensellik yönünden incelendiğinde ise 3 ay ve sonraki dönemlerde BİST endeksinin sanayi üretim endeksinin nedeni olduğu görülmektedir. Bu da spekülasyonlara maruz kalan borsa endeksinin istikrarlı hale gelmesiyle işletmelerin değerlendirilmesi, üretim ve karlılığın artması ve sonuç olarak sanayi üretim endeksine yansması olarak değerlendirilebilir.

Sonuç olarak; yapılan analizler sonucunda BİST'in tam anlamıyla etkin bir piyasa olduğu sonucuna varılamaz. BİST daha çok, tam etkin olmayan bir piyasa olup manipülasyondan etkilenmektedir. Bu çalışmada elde edilen sonuçlar da bu bulguları destekler niteliktedir. Çünkü elde edilen bulgular, BİST'deki yatırımcıların psikolojik faktörlerden de etkilendiğini ortaya koymaktadır. Yine de örnek dönemde Türkiye ekonomisi için hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında, farklı derecelerde de olsa, bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Özellikle faiz oranları, döviz kuru ve altın fiyatları dikkate alınarak piyasanın seyri hakkında bilgi sahibi olunabilir ve yatırımlar yönlendirilebilir.

KAYNAKÇA

- AGGARWAL, R. (1981), "Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market under Floating Exchange Rates," *Akron Business and Economic Review*, Vol:7-12
- AGRAWAL, Gaurav ve A. Kumar SRIVASTAV (2010), A Study Of Exchange Rates Movement And Stock Market Volatility, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No: 12
- AKEL, Veli (2006), Arbitraj Spekülasyon Manipülasyon, [iibf.bozok.edu.tr /kisiselsiteler/veli_akel/arbitraj.doc](http://iibf.bozok.edu.tr/kisiselsiteler/veli_akel/arbitraj.doc) (Erişim tarihi 28.04.2013),
- AKMAN, Mehmet Ozan (2011), Hisse Senedi Çeşitlendirmesi Yoluyla Optimum Portföy Oluşturma ve İ.M.K.B Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı; Balıkesir
- ALAM, Mahmudul (2009), Relationship Between Interest Rate And Stock Price: Empirical Evidence From Developed And Developing Countries, *International Journal of Business and Management*, Vol:4, No:3
- ALBENİ, Mesut ve Yusuf DEMİR (2005), Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı), *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Sayı:14; Muğla
- APAK, Sudi (1995), Sermaye Piyasaları ve Borsa, *Bilim Teknik*; İstanbul
- BEKAERT, Geert ve Campell R. HARVEY (1997), "Emerging Equity Market Volatility", *Journal of Financial Economics*, Vol:43
- BOLAK, Mehmet (1994), *Menkul Kıymetler Portföy Analizi*, Beta; İstanbul
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice DOĞUKANLI (1997), *Finansal Pazarlar*, 2. Baskı, Beta; İstanbul

- CANBAŞ, Serpil ve Serkan Yılmaz KANDIR (2007), Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri Üzerindeki Etkisi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:22, Sayı:2; İzmir
- CEYLAN, Ali ve Turhan KORKMAZ (1993), *Portföy Yönetimi*, Ekin; Bursa
- COOK, T. ve T. HAHN (1988), “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol: 20
- ÇITAK, Serdar (1999), *Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine*, Dünya; İstanbul
- DEMİREL, Hatice Gökçe (2009), Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı; Karaman
- DEMİRELİ, Erkan (2008), Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma, *Ege Akademik Bakış*; İzmir
- DİRİL, Melih (2000), Hisse Senetlerine Yatırım ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü; Balıkesir
- DİZDARLAR, Işın ve Sinem DERİNDERE (2008), Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma, Yönetim: *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*; İstanbul
- DURUCASU, Hasan (1997), Ekonomik göstergelerin İMKB'ye Etkisinin Analizi, *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:13, Sayı:1-2; Eskişehir

DURUKAN, Banu (1999), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, İMKB Dergisi; İstanbul

Egegorus.com, <http://www.egegorus.com/erhan-ogan/secim-donemleri-ve-secim-kararlarinin-istanbul-menkul-kiymetler-borsasi-uzerine-olan-etkileri>

ELYAK, Ayhan (2008), İMKB 100 Endeksini Etkileyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi; İstanbul

FAMA, E. F. (1981) “Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money”, *American Economic Review*, Vol:71

FULLER, Russell J ve Glenn H . PETRY (1981) “Inflation, Return on Equity, and Stock Prices”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol:7

GEETHA, Caroline, Rosle MOHİDİN, V. Vincent CHANDRAN ve Victoria CHONG (2011), The Relationship Between İnflation And Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China, *International Journal of Economics and Management Sciences*, Vol. 1, No. 2, Pp. 01-16

GESKE, R. ve R. ROLL (1983), “The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation”, *Journal of Finance*, Vol:38

GRANGER, C.W.J. (1969), “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods”, *Econometrica*

GUPTA, P. Janesh ve Alain CHEVALIER (2000), The Causality Between İnterest Rate, Exchange Rate And Stock Price in Emerging Markets: The Case Of The Jakarta Stock Exchange, ESCP-EAP, 79 Avenue de La Republigue, 75011 Paris, France

- GÜRİŞ, Selahattin (2000), *Ekonometri Temel Kavramlar*, Der Yayınları; İstanbul**
- HALABAK, Didem (2006), Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı; İstanbul**
- HAMILTON, James D. (1994), “Time Series Analysis”, *Princeton University Press*; UK**
- HİLAL, Havva (2007), Hisse Senedi Satın Almada Finansal Bilgi Sisteminin Etkisinin Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü; Isparta**
- Hisse Senedi Piyasaları; *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği*; 2011**
- İMKB, (2012), Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, *İMKB Kasım 2012*; İstanbul**
- KAHNEMAN, D. ve T. AMOS (1979), “Prospect theory: An analysis of decision under risk”, *Econometrica*, Vol.47. No.2**
- KANALICI, Hülya (1997), Hisse Senedi Fiyatlarını Tespiti ve Tesir Eden Faktörler, *SPK Yayınları*, Yayın No: 77, Ankara**
- KARABIYIK, Lale Erdem (1997), *Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri*, Marmara; Bursa**
- KARSLI, Muharrem (1994), *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan; İstanbul**
- KARSLI, Muharrem (2003) *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Alfa; İstanbul**
- KAUL, Gautam (1987), “Stock Returns and Inflation: the Role of the Monetary Sector”, *Journal of Financial Economics*, Vol:18**

KESSEL, R.A. (1956), “Inflation Caused Wealth Redistribution: A Test Of A Hypothesis”, *American Economic Review* Vol:46

LEVISAUSKAITE, Kristina (2010), Investment Analysis And Portfolio Management, *Leonardo Da Vinci Transfer Of Innovation, Vytautas Magnus University Kaunas; Lithuania*

MAYO, Herbert B. (1997), *Investments: An Introduction*, Mc.Graw Hill; New York

Mevzuat.gov.tr, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2499.doc>

MUMCU, Fatma (2005), Hisse Senedi fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı; Isparta

NIARCHOS, A. Nikitas ve Christos A. ALEXAKIS (2000), The Predictive Power Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns. *The Case Of The Athens Stock Exchange*, Vol.50, No1-2, University of Piraeus

OMAĞ, Aclan (2009), Türkiye’de 1991-2006 Döneminde Makro Ekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, *Öneri Dergisi*, Cilt:8, Sayı:32; İstanbul

ÖZER, Ali, Abdulkadir KAYA ve Nevin ÖZER (2011), Hisse Senedi Fiyatları İle Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1; İzmir

ÖZTÜRK, Beyamil (2008), Makroekonomik Faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi ve Volatilitesi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi (1997-2006), İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi; İstanbul

- PEROTTI, E. ve P. OIJEN (2001), "Privatization, Market Development and Political Risk in Emerging Economies," *Journal of International Money and Finance*, Vol:20/1
- REILLY K. Frank ve C. Kaith BROWN (2011), *Investment Analysis & Portfolio Management*, Cengage Learning, Tenth Edition
- RJOUB, Husam, Turgut TÜRSOY ve Nil GÜNSEL (2009), The Effects Of Macroeconomic Factors On Stock Returns: Istanbul Stock Market, *Studies in Economics and Finance* Vol. 26 No. 1, pp. 36-45
- RODOPLU, Gültekin (1993), Türkiye Sermaye Piyasası ve İşlemleri, *Marmara Üniversitesi Nihad Sayâr Eğitim Vakfı Yayınları*; İstanbul
- SARIKAMIŞ, Cevat (1980), *Sermaye Pazarları*, Alfa; İstanbul
- SARIKAMIŞ, Cevat (1995), *Sermaye Pazarlar*, Alfa; İstanbul
- SARIKAMIŞ, Cevat (2000), *Sermaye Pazarlar*, Alfa; İstanbul
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları*, 1997, 11. Basım, İstanbul
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları*, 2001, 16. Basım, İstanbul
- SERPAM, Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu , (http://serpam.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/02/SPR_2012.pdf) (05.05.2013)
- SOENEN, L. A. ve E. S. HENNIGAR (1988), "An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices: the U.S. Experience between 1980 and 1986", *Akron Business and Economic*
- SOLNIK, B. (1987) "Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note", *Journal of Finance*, Vol:42

SÖNMEZ, Feriştah ve Mustafa TERZİOĞLU (2007), Gayri Safi Milli Hâsıla İMKB 100 Endeksini Etkiliyor Mu?, *MUFAD Dergisi*; Bursa

SPK, Sermaye Piyasası Kanunu, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2499.pdf>, (06.03.2013)

SPK, Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, (Seri: IV, No: 27), http://www.tuyid.org/files/tebligler/SeriIV_No27.pdf, (06.03.2013)

SPK; Sermaye Piyasası Kurumu <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=0&subid=5>

STAVAREK, Daniel (2005), Stock Prices And Exchange Rates İn The Eu And The Usa: Evidence Of Their Mutual İnteractions, *Czech Journal of Economics and Finance*, 55, 2005, â. 3-4

TAÇALI, Derya Eda (2008) Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Analizi: Türkiye Örneği Yüksek Lisans Tezi, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Genel İktisat Programı; İzmir

TAOFIK, M. Ibrahim ve Omosola M. AGBAJE (2013), The Relationship Between Stock Return And inflation in Nigeria, *European Scientific Journal February 2013 edition vol.9, No.4*

TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr/>

TSPAKB, (2002) Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz, *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği*

TSPAKB, (2012) Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği*

TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği <https://www.tspakb.org.tr/tr/>

TSPAKB, Sermaye Piyasası Özet Verileri, (http://www.tspakb.org.tr/tr/LinkClick.aspx?fileticket=XrNvA6aroDE%3D&tabid=133&mid=671) (01.05.2013)

TTK, Türk Ticaret Kanunu, http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/kanun-mevzuat-yonetmelik/turk_tic_kan_kitap_cilt_01.pdf, (06.03.2013)

TUİK, Türkiye İstatistik Kurumu, http://www.tuik.gov.tr/

YAPRAKLI, Sevda ve Bener GÜNGÖR (2007), Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma, Ankara Üniversitesi SBE Dergisi, Sayı:2 Cilt:62; Ankara

YILMAZ, Ömer, Bener GÜNGÖR ve Vedat KAYA (1997), Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik, İMKB Dergisi, Cilt:9, Sayı:34; İstanbul

YURTKORU, Serra, Beril DURMUŞ ve Murat ÇİNKO (2010), Sosyal Bilimlerde SPSS İle veri Analizi, Beta; İstanbul

ZIA, Q. Zarrar (2011), The Causality Between Stock Market And Foreign Exchange Market Of Pakistan, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business, Vol 3, No:5

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Halil ŞENOL
Doğum Yeri : TURGUTLU / MANİSA
Doğum Yılı : 06.03.1988
Medeni Hali : Bekâr

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lisans 2008 - 2011 : Muğla Üniversitesi İşletme Bölümü / MUĞLA
Lisans 2007 - 2009 : Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat Bölümü / AÖF
Ön lisans 2005 - 2007 : Ege Üniversitesi Ege Meslek Yüksek Okulu Muhasebe / İZMİR
Lise 2002 - 2005 : Ömer Zeybek Ticaret Meslek Lisesi / İZMİR
Yabancı Dil : KPDS 56,25 / 2011

MESLEKİ BİLGİLER

2013 - : Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Habur Kaçak İstihbarat
Müdürlüğü (KİM) Muhafaza Memuru / ŞIRNAK
2009 - 2013 : Muğla Üniversitesi Bilgi İşlem Merkezi / MUĞLA
2009 - 2009 : Selen Otel Marmaris / Kasiyer, Depo ve Satın Alma Sorumlusu/ MUĞLA
2006 - 2006 : Pınar Süt İzmir Fabrikası Muhasebe Departmanı / Staj / İZMİR
2004 - 2005 : Pınar Süt İzmir Fabrikası Planlama Departmanı / Staj / İZMİR