



**T.C.
GAZI ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**GELİŞMİŞ VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE
HİSSE SENEDİ ENDEKSLERİ İLE MAKRO İKTİSADİ
DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ**

BURAK SERTKAYA

İKTİSAT ANABİLİM DALI

AĞUSTOS 2018



**GELİŞMİŞ VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE HİSSE SENEDİ
ENDEKSLERİ İLE MAKRO İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ
İLİŞKİ**

Burak SERTKAYA

**DOKTORA TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

AĞUSTOS 2018

Burak SERTKAYA tarafından hazırlanan "Gelişmiş ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Hisse Senedi Endeksleri İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı İktisat Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. Hakan Naim Arslan

Anabilim Dalı: İktisat Üniversite Adı : Ankara Hacı Bayram Veli

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum 

Başkan : Prof. Dr. D. Tazay

Anabilim Dalı: İktisat Üniversite Adı : AHÜV

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum 

Üye: Prof. Dr. H. Oran Erayörür

Anabilim Dalı: İktisat Üniversite Adı: AHÜV ün.

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum 

Üye: Prof. Dr. Lutfi ERDEN

Anabilim Dalı: İktisat Üniversite Adı: Hacettepe Ü.

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum 

Üye: Doç. Dr. Özgür Teoman

Anabilim Dalı: İktisat Üniversite Adı: Hacettepe Ün.

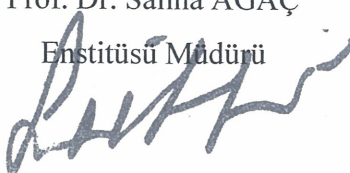
Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum 

Tez Savunma Tarihi: 10/08/2018

Jüri üyeleri tarafından DOKTORA tezi olarak uygun görülmüş olan bu tez Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu kararı ile onaylanmıştır.

Prof. Dr. Saliha AĞAÇ

Enstitüsü Müdürü



ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Burak SERTKAYA

10/08/2018

GELİŞMİŞ VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE HİSSE SENEDİ
ENDEKSLERİ İLE MAKRO İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ
(Doktora Tezi)

Burak SERTKAYA

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Ağustos 2018

ÖZET

Küreselleşmenin etkisiyle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ülkeler arası ekonomik ilişkileri belirlemede önemli rol oynamıştır. Bu noktada sermaye piyasalarının önemli araçlarından biri olan hisse senedi piyasaları finans piyasalarında ön plana çıkmıştır. Hisse senetleri, küreselleşme sürecinden etkilenen bir faktör olmanın yanında, makroekonomik dinamikleri etkilemesi açısından da ekonomik gelişme sürecinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bu çalışmada, gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinde makro iktisadi faktörler ile hisse senedi endeksleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma kapsamında, G-7 ülkeleri ile E-7 ülkeleri değerlendirilmiştir. 2006:m3 - 2016:m8 dönem aralığını inceleyen çalışmada, heterojen panel tahminçileri kullanılmıştır. Makroekonomik faktörler olarak reel efektif döviz kuru endeksi, M2 para arzı, enflasyon, faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve tüketici ve üretici güven endeksleri kullanılmıştır. Analiz neticesinde G-7 ülkelerinde hisse senedi endeksleri ile üretici güven endeksi ve M2 para arzı arasında anlamlı sonuç elde edilemezken; diğer değişkenler arasında anlamlı sonuç bulunmuştur. E-7 ülkelerinde ise hisse senedi endeksleri ile yalnızca reel efektif döviz kuru arasında anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Diğer değişkenler ile anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Her iki ülke grubu için söz konusu dönemde yapılan analiz neticesinde, G-7 ülkelerinin hisse senedi piyasalarının makro iktisadi değişkenlere daha duyarlı olduğu ve bu ülkelerin sermaye piyasalarının daha derin olduğu görülmüştür. E-7 ülkeleri daha sığ piyasalara sahiptir. Genel olarak E-7 ülkelerinde makro iktisadi faktörlerin hisse senedi piyasaları için bir gösterge niteliği taşımadığı sonucuna varılmıştır.

Bilim Kodu : 111911
Anahtar Kelimeler : Hisse Senedi Fiyatları, Makro İktisadi Değişkenler, Panel Veri Analizi
Sayfa Adedi : 145
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK INDEXES AND MACROECONOMIC
VARIABLES IN ADVANCED AND EMERGING MARKET ECONOMIES

(Ph. D. Thesis)

Burak SERTKAYA

GAZİ UNIVERSITY

GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

August 2018

ABSTRACT

The liberalization of capital movements under the influence of globalization has played an important role in determining international economic relations. At this point, stock markets, which are important instruments of capital markets, have become prominent among other instruments in financial markets. Equities are affected by the globalization process and the effects of stock markets on macroeconomic dynamics provide further understanding on the process of economic development. In this study, the relationship between macroeconomic factors and stock indices both in advanced and emerging market economies are analyzed. In the scope of the study, G-7 and E-7 countries are evaluated. Heterogeneous panel estimators are used in the study over the period 2006:m3 - 2016:m8. Real effective exchange rate index, M2 money supply, inflation, interest rate, industrial production index, and consumer and business confidence indices are used as macroeconomic variables. The findings of the analyses indicate that there are no statistically significant correlations between stock indices, business confidence index and M2 money supply in G-7 countries; while there are statistically significant correlations among other variables. As for E-7 countries, the results were statistically significant only between real effective exchange rate and stock indices. There were not any statistically significant correlations between other variables. As a result of the analyses regarding these two country groups in the given time span, it is proved that the stock markets of G-7 countries are more bound to the macroeconomic variables and their capital markets are deeper than E-7 countries. E-7 countries have more shallow stock markets. Overall, the results of the study suggest that macroeconomic factors in E-7 countries do not seem to be viable indicators for the stock markets.

Science Code : 111911

Key Words : Stock Prices, Macroeconomic Variables, Panel Data
Analysis

Page Number : 145

Supervisor : Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

TEŞEKKÜR

Bu çalıőmanın yűrűtűlmesi sırasında benden desteęini ve iyi niyetini esirgemeyen ve bana her daim yol gűsteren danıőman hocam Prof. Dr. Hakan Naim Ardor'a çok teőekkűr ederim. Ayrıca alıőma sűrecinde tez izleme komisyonumda yer alan Prof. Dr. Lűtfi Erden'e ve Prof. Dr. Hakkı Ozan Eruygur'a eleőtirileri, űnerileri ve űzellikle tezin ekonometrik kısmına yaptıkları űnemli katkılardan dolayı teőekkűr ederim. Çalıőma sűrecinde desteklerini gűrdűęűm arkadaőlarım, Dr. Őęr. Ŭyesi Yusuf Muratoęlu'na, Dr. Gűnűl Dinçer'e ve Dr. Mehmet Songur'a da ayrıca teőekkűr ederim. Son olarak, hayatın her evresinde yanımda olan ve manevi desteęini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili aileme sonsuz teőekkűrlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ	xi
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xv
KISALTMALAR	xvi
1. GİRİŞ	1
2. HİSSE SENEDİ KAVRAMI	7
2.1. Hisse Senedi Piyasasının Tanımı ve Özellikleri	7
2.1.1. Hisse Senedi Değer Kavramları	9
2.1.2. Hisse Senedi Piyasalarının Ekonomik İşlevleri	10
2.1.3. Hisse senedi piyasalarında getiri	14
2.1.3.1. Kâr payı	15
2.1.3.2. Sermaye Kazancı	16
2.2. Hisse Senedi Piyasalarında Risk	16
2.2.1. Sistemik Riskler	17
2.2.1.1. Enflasyon riski	18
2.2.1.2. Faiz riski	19
2.2.1.3. Kur riski	19
2.2.1.4. Piyasa (Pazar) riski	20
2.2.1.5. Politik risk	20
2.2.2. Sistemik Olmayan Riskler	21
2.2.2.1. Finansal risk	21

Sayfa

2.2.2.2. Faaliyet riski	22
2.2.2.3. Yönetim riski.....	22
2.2.2.4. Endüstri riski.....	23
2.3. Finansal Piyasalar İçinde Hisse Senedi Piyasasının Yeri ve Önemi.....	23
3. TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	27
3.1. Makro İktisadi Faktörler ile Hisse Senetleri Fiyatları Arasındaki İlişkinin Kuramsal Çerçevesi.....	27
3.2. Hisse Senetlerini Etkileyen Makro İktisadi Değişkenler.....	31
3.2.1. Faiz Oranı ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi	32
3.2.2. Reel Efektif Döviz Kuru ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi	34
3.2.3. Enflasyon ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi	37
3.2.4. Para Arzı ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi	38
3.2.5. Sanayi Üretimi ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi.....	39
3.2.6. Tüketici ve Üretici Güven Endeksi ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi.	40
3.3. Gelişmiş ve Yükselen Piyasa Ülkelerinin Ekonomik ve Finansal Göstergeleri	41
3.3.1. E-7 Ülkeleri	42
3.3.2. G-7 Ülkeleri.....	45
3.3.3. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Ekonomik ve Sosyal Yapıları Bakımdan Karşılaştırılması	47
3.3.3.1. Büyüme Hızları	47
3.3.3.2. Enflasyon Oranları.....	49
3.3.3.3. İhracat Büyüklükleri	51
3.3.3.4. Nüfus Büyüklükleri.....	54
3.3.3.5. İnsani Gelişim Endeksi	55
3.3.4. G-7 ve E-7 Ülkelerinde Finansal Gelişme Göstergeleri.....	56
3.3.4.1. Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü	56

Sayfa

3.3.4.2. Şirket Sayıları	58
3.3.4.3. Toplam İşlem Hacmi /GSYİH.....	61
3.3.4.4. Kapitalizasyon Oranı	64
4. G-7 ve E-7 ÜLKELERİNE YÖNELİK EKONOMETRİK UYGULAMA	67
4.1. Literatür İncelemesi.....	68
4.1.1. Literatürde Yer Alan Bazı Önemli Yabancı Çalışmalar	68
4.1.2. Literatürde Yer Alan Bazı Önemli Yerli Çalışmalar	78
4.2. Araştırmanın Yöntemi	83
4.2.1. Panel Veri Analizi ve Özellikleri	83
4.2.2. Panel Veri Analizinin Avantajları ve Dezavantajları.....	85
4.2.3.1. Yatay kesit bağımlılığı testi.....	86
4.2.3.2. Pesaran CADF panel birim kök testi.....	87
4.2.3.3. Ortalama grup tahmincisi (MG)	88
4.2.3.4. Ortak bağıntılı etkiler ortalama grup tahmincisi (CCEMG) .	89
4.2.3.5. Genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG).....	89
4.2.4. Veri Seti ve Kaynakları.....	90
4.2.5. Değişkenlerde Beklenen İşaretin Yönü	94
4.2.6. G-7 Ülkeleri İçin Kurulan Model	95
4.2.7. G-7 Ülkelerine İlişkin Bulgular	96
4.2.8. E-7 Ülkeleri İçin Kurulan Model.....	101
4.2.9. E-7 Ülkelerine İlişkin Bulgular	102
4.3. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Analiz Sonuçlarının Yorumlanması ve Karşılaştırılması	105
5. SONUÇ.....	115
KAYNAKLAR.....	121

	Sayfa
EKLER.....	135
EK-1. G-7 Ülkelerine Ait Artıklara Birim Kök Testi Sonuçları	136
EK-2. E-7 Ülkelerine Ait Artıklara Birim Kök Testi Sonuçları	137
EK-3. G-7 Ülkelerine Ait Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	139
EK-4. E-7 Ülkelerine Ait Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	140
EK-5. E-7 Ülkelerinin Ülke Düzeyinde AMG ve CCEMG Sonuçları	141
ÖZGEÇMİŞ	145



ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Finansal Piyasa Türleri	11
Çizelge 2.2. Şirketlerin Döviz Kuruna Yönelik Risk Senaryosu	20
Çizelge 3.1. E-7 Ülkeleri Gelir Grubu (2017)	44
Çizelge 3.2. G-7 Ülkeleri Gelir Grubu (2017).....	46
Çizelge 3.3. G-7 ve E-7 ülkeleri GSYİH (Satın alma gücü paritesine göre)	48
Çizelge 3.4. G-7 ve E-7 ülkelerinin ortalama risk primleri CRP (2014)	49
Çizelge 3.5. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Toplam Nüfusları (2017).....	54
Çizelge 3.6. G-7 ve E-7 Ülkeleri İnsani Gelişim Endeksi (2015).....	55
Çizelge 4.1. Veri Seti Kaynakları	91
Çizelge 4.2. Bağımsız Değişkenlerde Beklenen İşaretin Yönü.....	94
Çizelge 4.3. Çalışmada Kullanılan G-7 Ülkelerinin Borsa Endeksleri	95
Çizelge 4.4. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	96
Çizelge 4.5. G-7 Ülkeleri Pesaran (CIPS) Birim Kök Sınaması Sonuçları	97
Çizelge 4.6. G-7 Ülkeleri İçin Toplulaştırılmış Analiz Bulguları	98
Çizelge 4.7. Çalışmada Kullanılan E-7 Ülkelerinin Borsa Endeksleri	101
Çizelge 4.8. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	102
Çizelge 4.9. E-7 Ülkeleri Pesaran (CIPS) Birim Kök Sınaması Sonuçları.....	103
Çizelge 4.10. E-7 Ülkeleri İçin Toplulaştırılmış Analiz Bulgular	104
Çizelge 4.11. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Analiz Sonuçlarının Karşılaştırılması	107

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. Riskin Kaynakları	17
Şekil 3.1. Hisse senetlerini etkileyen önemli makro iktisadi değişkenler.....	32
Şekil 3.2. Gelişen ve Yükselen Piyasa Ekonomileri.....	43
Şekil 3.3. E-7 Ülkeleri Kişi Başına Düşen Milli Gelir (\$) 2010 - 2017	44
Şekil 3.4. G-7 Ülkeleri Kişi Başına Düşen Milli Gelir (\$) 2010 – 2017.....	46
Şekil 3.5. G-7 ve E-7 ülkelerinin büyüme projeksiyonu (2014 - 2050)	47
Şekil 3.6. G-7 Ülkeleri Enflasyon Oranları	50
Şekil 3.7. E-7 Ülkeleri Enflasyon Oranları.....	51
Şekil 3.8. G-7 Toplam İhracat (Milyar \$).....	52
Şekil 3.9. E-7 Toplam İhracat (Milyar \$)	53
Şekil 3.10. G-7 Ülkeleri Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü (Milyar \$).....	57
Şekil 3.11. E-7 Ülkeleri Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü (Milyar \$)	58
Şekil 3.12. G-7 Ülkeleri Yerli Şirket Sayısı (bin)	59
Şekil 3.13. E-7 Ülkeleri Yerli Şirket Sayısı (bin).....	60
Şekil 3.14. Tasarruf-Yatırım Kısır Döngüsü	61
Şekil 3.15. G-7 Ülkeleri Toplam İşlem Hacmi /GSYİH	63
Şekil 3.16. E-7 Ülkeleri Toplam İşlem Hacmi /GSYİH.....	63
Şekil 3.17. Risk ve Finansal Derinlik İlişkisi	65
Şekil 3.18. G-7 Ülkeleri Kapitalizasyon Oranı /GSYİH.....	65
Şekil 3.19. E-7 Ülkeleri Kapitalizasyon Oranı /GSYİH	66

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar

Açıklamalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AFM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
AMG	Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi
BİST	Borsa İstanbul
CCEMG	Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup Tahmincisi
E-7	Emerging -7 / Gelişen Yedi Ülke
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EKK	En Küçük Kareler
FED	Amerika Merkez Bankası
G-7	Group – 7 / Gelişmiş Yedi Ülke
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MG	Ortalama Grup Tahmincisi
NYSE	Newyork Menkul Kıymetler Borsası
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P-500	Standart&Poors
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
WFE	Dünya Borsaları Federasyonu

1. GİRİŞ

Dünya ekonomilerinin küreselleşme süreciyle birlikte piyasalaşma dönemine girmesi uluslararası piyasaları daha entegre hale getirerek, mal ve hizmetlerin sınır ötesine erişimini kolaylaştırmıştır. Son çeyrek yüzyılda büyük hız kaydeden bu sürecin arkasında yatan temel faktörlerden biri, sermayenin mobilitesinin artmasıdır. Özellikle finansal piyasaların bu süreçte üstlendiği aracılık fonksiyonunun önemi yadsınamaz.

Temelde, alıcılar ve satıcıların alım ve satıma konu olan ekonomik değer üzerinden işlem yaptıkları piyasalar iki kısımda incelenir. Bunlar reel piyasalar ve finansal piyasalardır. Ekonomide tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırımcılar ile buluşturan finansal piyasaların reel piyasaların faaliyetlerini sürdürmesinde büyük payı vardır.

Finans piyasalarının ekonomik büyüme açısından önemli olduğu bir gerçektir. Zira finansal sistemin temelini oluşturan finans piyasaları bir ekonominin temel barometresini oluşturur. Önemli fonksiyonlarından biri fon arz edenlerle fon talep edenleri bir araya getirmek olan finansal piyasalar, sermaye birikiminin oluşmasında büyük rol oynar. Bu bakımdan, ülkelerin büyümesi ve sermayenin tabana yayılabilmesi, sermaye piyasalarının işlevsel olmasına bağlıdır. Sermaye piyasaları küreselleşmeyle birlikte finans piyasalarını belirgin biçimde etkilemiştir. Bu durumun en önemli sonuçlarından birisi, finansal varlıkların çeşitlenmesinde görülen artıştır. Çünkü finansal liberalleşmeyle birlikte finansal araçların sayısında ve çeşitliğinde ciddi bir artış yaşanmıştır. Bu varlıkların başında da hisse senetleri gelmektedir. Tasarrufların ekonomiye kazandırılması noktasında büyük öneme sahip olan hisse senetleri finansal piyasalara derinlik kazandırmada büyük rol oynar. Diğer yandan uzun vadeli bir yatırım aracı olan hisse senetleri, risk ve getiri kavramlarını öne çıkarmıştır. Riskli bir yatırım aracı olan hisse senetleri, alternatif sermaye piyasası araçlarından farklı olarak hisse senedi yatırımcısına değişken getiri sunmaktadır. Bunun temel nedeni söz konusu varlığın gelecekteki fiyat değişikliklerinin kestirilememesidir. Bu noktada finans literatüründe tartışma konularından bir tanesi, hisse senedi fiyat getirileriyle, risk düzeylerinin tahmin edilebilirliğidir.

Hisse senedi piyasalarının gelişmişliği noktasında gelişmiş ülkelerin daha sağlam bir finansal alt yapıya sahip oldukları görülür. Kalkınmışlık seviyesini yakalamış gelişmiş ülkelerin finansal derinliği, gelişmekte olan ülkelere göre ileri seviyededir. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerde hisse senedi piyasalarında halka açık şirket sayısı, toplam işlem hacmi gibi finansal göstergeler daha yüksektir. Bu bakımdan yüksek sermaye birikimlerinin harekete geçebilmesi, öncelikli olarak finansal derinliğin artmasıyla mümkün hale gelebilmektedir.

Küreselleşme ve teknolojik imkanlarla birlikte finansal sermaye istediği an yer değiştirebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, hisse senedi yatırımcıları uluslararası çeşitlendirme yoluyla risklerini minimize edebilmektedir. Bu durumun önemli yansımalarından biri, ülkelerin hisse senedi fiyatlarında kısa vadelerde büyük artış ve azalışlar yaşanabilmesidir. Kısa sürede büyük kazançlar ve kayıplar şeklinde kendini gösteren bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının aşırı volatilité olmasına ve bu piyasaların daha oynak hale gelmesine neden olmaktadır. Böylece, hisse senetleri fiyatlarının gelecekte ne olacağı, şoklara nasıl tepki vereceği gibi unsurlar önemli hale getirmektedir. Çünkü hisse senedi piyasaları yatırımcıların yatırım kararlarını yönlendirmede önemli bir gösterge niteliğindedir. Dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkileyen iktisadi faktörlerin belirlenmesi ve bunların hisse senetleriyle ilişkilerinin ortaya konulması son derece önemlidir. Bu kapsamda borsaları etkileyen faktörler daha çok makro ve mikro değişkenler olmak üzere iki kısımda incelenmektedir. Makro iktisadi faktörler daha çok firma dışından kaynaklanan sistematik faktörlerden oluşurken; mikro iktisadi faktörler daha çok firma bünyesinden kaynaklanan sistematik olmayan faktörlerden kaynaklanır

Her ne kadar temel hisse senedi göstergeleriyle ilgili farklı iktisadi değişkenler arasında son yıllarda yoğun tartışmalar yapılsa da, analiz ve politika sonuçları açısından hala tartışmaya açık birçok konu vardır. Menkul kıymet piyasalarını etkileyen şüphesiz birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerden hangilerinin menkul kıymet piyasalarını etkilediği ve bu etkinin hisse senetleri üzerinde ne gibi sonuçlar doğurduğu hala net değildir. Bu bakımdan bu çalışmada hisse senedi piyasalarını etkileyen yedi temel makro iktisadi değişken kullanılmıştır. Bunlar; reel

efektif döviz kuru, sanayi üretim endeksi, faiz oranı, para arzı, enflasyon ve tüketici ve üretici güven endeksleridir.

Sırasıyla gidecek olursak döviz kurlarının hisse senedi piyasalarını etkileyen bir değişken olarak seçilmesi önemlidir. Döviz kurlarında meydana gelen bir değişim küreselleşmenin etkisiyle yabancı sermayenin ulusal hisselerine akışını etkilemektedir. Aynı zamanda yapılan çalışmalarda daha çok nominal döviz kurunun tercih edildiği görülür. Çalışmamızda ise reel efektif döviz kuru kullanılmıştır. Zira enflasyon farklarını göz önünde bulundurarak hesaplanan reel efektif döviz kuru, ülkelerin dış ticaretine ve rekabetine ilişkin önemli bir gösterge niteliği taşır.

Firmaların kâr etmelerine yönelik sarf ettiği çabanın arkasında üretim artışı gelmektedir. Ülke üretiminde önemli bir bileşen olan sanayi üretimi büyümenin motoru konumundadır. Diğer bir deyişle sanayi üretimi, iktisadi faaliyetlerin temel bir göstergesi ve reel ekonominin başlı başına bir çıktısı kabul edilir. Sanayi üretiminde meydana gelen değişimlerin ülke ekonomilerinin hisse senedi piyasalarına doğrudan etki etmesi beklenir. Aksi halde hisse senedi piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin gerçek değeri hakkında net bir şey söylenemez. Bu kapsamda, reel ekonomik faaliyetlerin birçok göstergesi olmasına rağmen sanayi üretiminin borsaların performansı açısından dikkate alınması çalışmamız açısından daha makul olacaktır. Zira çalışmamızda birbirinden farklı iki ülke grubu bulunmakta ve söz konusu ülke gruplarının her birine özgü ortak bir faktör belirlenmek istenmiştir.

Faiz oranı ise hisse senedi piyasaları ile doğrudan ilişkisi olan bir faktördür. Hem firmaların hem de bireylerin yatırım ve tasarruf kararları üzerinde etkili olan faiz değişkeninin hisse senedi fiyatlarını etkilemesi kaçınılmazdır. Yatırımcı açısından vadeli mevduat ya da bono gibi faize dayalı enstrümanlar hisse senetleri için önemli bir alternatiftir. Dolayısıyla faiz oranlarında meydana gelen bir değişim menkul kıymet piyasalarını veya farklı yatırım enstrümanlarına olan talebi etkileyecektir. Böyle bir gelişme borsa endekslerini de şekillendirmiş olur.

Para arzının, ekonominin reel kesimiyle ilişkisi çok yönlüdür. Parasal bir genişleme reel sektörde canlanma meydana getirir. Reel sektördeki canlanma ise bankaların mevduat ve kredi cephesinde hareket meydana getirir. Bankaların kredi ve mevduat cephesinde yaşanan bu hareketlilik hisse senedi piyasalarını etkileyecektir. Bu kapsamda çalışmamızda, dar tanımlı para arzı yerine vadeli mevduatların da dâhil edildiği geniş tanımlı M2 para arzı kullanılmıştır.

Enflasyon, ekonominin hem reel hem de mali tarafına etki eden önemli bir makroekonomik değişkendir. Mali açıdan, kurumlar ve bireyler için ellerindeki varlıkların gerçek değerini bilmesi önemlidir. Enflasyonun hisse senedi fiyatlarına nasıl bir etki yaptığı ve hisse senedi piyasaları için bir gösterge niteliği taşıyıp taşımadığının üzerinde durulması gerekir. Bu bakımdan enflasyonun hisse senedi piyasalarını anlamada önemli bir gösterge olduğu düşünülmektedir.

Riskli bir yatırım aracı olan hisse senetleri için yatırımcısının dikkat edeceği ilk husus ekonomiye duyulan güvendir. Diğer yandan İş alemi için de durum aynıdır. Zira gelecekteki belirsizliklerin azaldığı, iktisadi faaliyetlerin genişlediği bir dönemde firmaların ekonomiye olan güveni artacak ve yatırımları genişleyecektir. Bu yüzden çalışmamıza, ekonominin geleceğine yönelik hem bireylerin hem de üreticilerin dikkatle izlediği tüketici ve üretici güven endeksleri dâhil edilmiştir.

Çalışmada zaman boyutuna sahip kesit serileri kullanılarak ekonomik faaliyetlerdeki ilişkilerin tahmin edilmesine yarayan panel veri analizi kullanılmıştır. Ampirik analiz için 2006m3 – 2016m8 dönemini kapsayacak şekilde G-7 (ABD, Almanya, Fransa, İngiltere İtalya, Japonya, Kanada) ve E-7 grubu (Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye) ülkeleri kullanılmıştır. Çalışmanın dönem bağlamında yapılan kısıtlamanın temel gerekçesi veri setinin ulaşılabilirliğine dayanmaktadır. Hisse senedi fiyat endeksleri ile makro iktisadi göstergeler arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada cevabı aranan sorular şunlardır: G-7 ve E-7 ülkelerinde makro iktisadi faktörler hisse senedi piyasalarını etkilemekte midir? Varsa etkinin yönü ne yöndedir? Her iki ülke grubunda elde edilen analiz sonuçları hangi nedenlerle açıklanabilir ve ne gibi politika önerilerinde bulunulabilir?

Literatürde yapılan çalışmalar neticesinde farklı sonuçlar elde edilmesi konunun güncel kalmasını sağlamıştır. Çalışma, ele alınan dönem ve uygulanan metod bakımından diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Literatürde oldukça yeni olan panel tahmin yöntemlerinin kullanıldığı bu çalışmada ülke grupları aynı zaman dilimi ve aynı model çerçevesinde ele alınmıştır. Bu çalışma söz konusu tartışmalara katkı sağlama beklentisiyle hazırlanmıştır.

Bu kapsamda çalışmamız üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, finansal piyasalar ve bileşenleri üzerinde durulmuştur. Daha çok risk ve getiri üzerine kurgulanan hisse senedi piyasalarıyla ilgili sistematik ve sistematik olmayan riskler ele alınmış ve borsaların ülke ekonomileri için önemine değinilmiştir. Bunun yanında bu bölümde, hisse senedi kavramı ve özellikleri hakkında temel bilgiler verilmiştir. Bu kapsamda, birinci bölüm daha çok konuya bir giriş niteliğindedir.

İkinci kısımda, makro iktisadi faktörler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin kurumsal çerçevesine değinilmiştir. Daha sonra çalışmada kullanılan ve hisse senedi fiyatlarını etkileyen temel makro iktisadi faktörler tanıtılmış ve söz konusu makro iktisadi değişkenlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkisine yer verilmiştir. Son olarak, hisse senedi piyasaları ile ilgili olduğu düşünülen G-7 ve E-7 ülkelerine ait finansal ve reel göstergeler karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise, G-7 ve E-7 ülkeleri üzerine yapılan analiz yöntemi tanıtılmış ve kullanılacak veri seti ve yöntem hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca konu ile ilgili olarak literatürde yer alan yerli ve yabancı çalışmalara değinilmiştir. Son olarak G-7 ve E-7 ülkelerine yönelik analiz bulguları raporlanarak, yorumlanmış ve karşılaştırılmıştır.



2. HİSSE SENEDİ KAVRAMI

2.1. Hisse Senedi Piyasasının Tanımı ve Özellikleri

Ekonomide varlıkları finansal ve finansal olmayan varlık diye ikiye ayırdığımızda, finansal varlıklar bono, hisse senedi, banka mevduatları ve türev ürünler gibi araçları kapsamaktayken; finansal olmayan varlıklar, gayrimenkul ve kişisel mülk gibi fiziksel varlıkları kapsamaktadır (Şahin, 2011: 116). Hane halklarının genelde ellerinde tuttıkları varlıklar ise para, tahvil, hisse senedi, gayrimenkul, dayanıklı tüketim malları gibi araçlardır (Abel vd. 2011: 246). Bu finansal ve finansal olmayan varlıklardan bir kısmı sabit getirili iken bir kısmı ise değişken getirilidir. Değişken getirili sınıfa giren finansal araçlardan biri de hisse senetleridir.

Ekonomide fon talep edenler ile fon arz edenler arasında köprü işlevi gören kurumlardan biri olan borsaların, mali kurum olmanın yanında finansal piyasalara işlerlik kazandırma rolü vardır. Literatürde pay senedi olarak da ifade edilen hisse senetleri, anonim şirketlerdeki hissedarlığı belgelendirmek amacıyla çıkarılan, şirket sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır (Afşar, 2006: 40). Diğer bir tanımda ise hisse senetleri; anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların paylarını temsil eden menkul kıymetlerdir. Dolayısıyla hisse senetleri, işletmelerde sahipliği gösteren bir belge niteliğine sahiptir (Başoğlu vd. 2009: 251).

Geçmiş 16. yüzyıla dayanan hisse senedi piyasaları, bugün daha küresel bir noktaya gelerek büyük şirketlerin büyük çoğunluğunun hisselerinin yatırımcılar tarafından düzenli olarak alındıkları ve satıldıkları yer haline gelmiştir. Hisseler normal olarak çok sayıdadır. Bu bakımdan çok sayıda hisselerin alınıp satıldığı hisse senedi piyasaları her bir şirketin toplam değerinin yalnızca küçük bir kısmını temsil eder. Bu pay senetleri ile hisse senedi sahipleri şirketin ortağı konumunda olduklarından, periyodik olarak ortağı oldukları şirketten kâr payı (temettü) alırlar (DeFina, 1991; Cecchetti ve Schoenholtz, 2015: 190-191). Ancak kâr payı ödemesi her zaman gerçekleşmez. Ekonominin gidişatında ya da firmanın yapısında durgunluk olduğunda kâr payı ödemesi gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla

hisse senedi fiyatları ekonominin ve firmanın yapısına bağılı olarak artabilir ya da düşebilir. Bu tür gelişmeler hisse senedi fiyatlarını öngörülemez kılmaktadır (Abel vd. 2011: 247).

Hisse senetleri mülkiyet hakkı ve ortaklık hakkı doğurduğundan herhangi bir vadesi yoktur. Bu bakımdan hisse senedinin, tahvil, hazine bonosu ve diğer sabit getirili menkul kıymetler gibi önceden belirlenen bir getirisi olmadığından yatırımcılar açısından risk taşır (Mishkin ve Eakins, 2012: 302; Ünver, 2012: 38-39). Dolayısıyla, hisse senedinde beklenen bir gelir, sabit faizli bir yatırım aracından sağlanacak kazancın üstünde olmalıdır. Çünkü yatırımcılar bu durumu gözeterek hisse senedi ile sabit faiz getirisi olan bir yatırım aracı arasında tercih yapabilir. Yatırımcılar eğer, hisse senetlerinden elde edeceği kazancın faiz oranlarından yüksek olacağını düşünürse hisse senedi piyasalarına yönelecektir (Başoğlu vd. 2009: 206).

Hisse senetleri yatımcısına bir takım avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar aşağıdaki başlıklar halinde sıralanabilmektedir (Mishkin vd. 2013: 130-131; Afşar, 2006: 41-42).

Şirket payından kâr payı alma hakkı: Hisse senedi sahiplerinin en önemli haklardan biri, şirketlerin dağıtmış olduğu kârdan hisse senedi yatımcısının kâr payı almasıdır. Kâr payları genellikle her çeyrek dönemde periyodik olarak hissedarlara yapılan ödemelerdir. Firma yönetim kurulu bazı durumlarda bu hakkı sınırlandırılabilir.

Şirket yönetimine katılma hakkı: Hisse senedi yatımcısı ortağı olduğu şirketin yönetim kurulunu seçmek ve hatta seçilme hakkına sahiptir.

Oy kullanma hakkı: Hisse senedi sahipleri şirket genel kurulunda oy hakkı elde etmiş olur.

Yeni pay (rüçhan) alma hakkı: Üstünlük ya da öncelik anlamına gelen rüçhan hakkı mevcut ortaklara yeni sermaye arttırmalarında, ortaklıktaki payları oranında

ve öncelikli olarak nominal değerden ya da nominal değer üzerindeki primli fiyattan yeni pay senetlerinden alma olanağı vermektedir.

Tasfiyeden pay alma hakkı: Şirketin tasfiye edilmesi halinde herhangi bir bakiyenin kalması durumunda hisse senedi sahiplerinin bu artık değerden payları ölçüsünde yararlanması durumudur.

Şirket faaliyetleri ile ilgili bilgi alma hakkı: Hisse senedi yatırımcılarının sahip olduğu bilgi alma hakkı sınırlandırılmaz. Hisse senedi sahipleri şüpheli gördükleri konularda denetçilerin ya da murakipların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları talep etmeye yetkilidir.

2.1.1. Hisse Senedi Değer Kavramları

Hisse senedi piyasaları ile ilgili genel yazına bakıldığında, hisse senedi değer kavramları farklı yönlerden ve boyutlardan ele alınmaktadır. Hisse senedi değer kavramlarından literatürde en çok kullanılanları; nominal değer, defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, piyasa ve gerçek değerdir.

Hisse senetlerinin fiyatları aşağıdaki şekillerde tanımlanmaktadır (Ünsal ve Ban, 2005:117-120; Afşar, 2006: 42-48):

- I. *Nominal değer:* Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değerdir. Sermayenin toplam miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. Hisse başına kâr hesaplamalarında sermaye artırımlarında nominal değerden faydalanılmaktadır.
- II. *Defter değeri:* İşletmedeki öz sermayenin hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanan değerdir. Elde edilen değer hisse senedinin gerçek değerini vermektedir. Defter değeri aşağıdaki şekilde de formüle edilmektedir:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Borçlar}$$

- III. *Tasfiye değeri*: İşletmenin faaliyetlerinin son bulması durumunda varlıklarının hepsinin satılması halinde ortaya çıkan değerdir. Bu değer aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\text{Tasfiye değeri} = \text{Aktifin tasfiye edilmesi halinde oluşacak değer} - \text{Borçlar}$$

- IV. *Piyasa (borsa) değeri*: Hisse senetlerinin sermaye piyasasında arz ve talebe bağlı olarak belirlenen fiyatıdır. Bir varlığın piyasa değerinden söz edilebilmesi için piyasa tarafından rahatlıkla alım satımının yapılması gerekmektedir. Eğer varlık borsaya kote olmuş durumda ise piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olmaktadır. Ayrıca firmalar halka açılacakları zaman hisse senedi fiyatı belirlemede benzer firmaların piyasa değerinden faydalanmaktadır. Piyasa değeri aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\text{Piyasa değeri} = \text{Mevcut hisse senedi sayısı} \times \text{Firmanın hisse senedi piyasa fiyatı}$$

- V. *İşleyen Teşebbüs*: Firmanın bir bütün olarak devredilmesi durumunda ortaya çıkan değer işleyen teşebbüs değeridir.
- VI. *Gerçek Değer*: Hisse senedinin gerçek değeri yatırımcıların da önem verdiği bir kavramdır. Firmaların varlık yapısı, sermayesi, yatırım olanakları, kârlılıkları, temettü politikaları, sektör yapısı gibi değişkenleri hisse senedinin gerçek değeri üzerinde etkilidir. İşletmelerin gerçek değerini yansıtan bu oran aynı zamanda olması gereken değer olarak da bilinir ve piyasalardaki varlıklarla ilgili bilgilerin tamamını kapsayıcı şekilde oluşmaktadır.

2.1.2. Hisse Senedi Piyasalarının Ekonomik İşlevleri

Ülkelerin kalkınabilmesi ve büyüebilmesi için gerekli ön koşul, ekonomideki üretkenliğin ve dolayısıyla yatırımların artırılmasıdır. Ekonomideki yatırımların artışı birçok faktöre bağlı olmasına rağmen yeterli mali kaynağa sahip olan ekonomiler bir adım öndedir. Aksi durumda ülkelerin büyüebilmesi için gerekli

yatırım girişimleri sağlanamaz. Bunun yanında her ülke kendi kaynakları ile büyüyüp kalkınamayabilir. Başka ekonomilerin tasarruflarına ihtiyaç duyması söz konusu olabilir. Bu durumda ülkelerin kalkınabilmesi için öncelikli hedeflerinin başında tasarruflarının artırılması gelmektedir. Diğer taraftan yaratılan tasarrufların üretken alanlara kaydırılması önem arz etmektedir. Yaratılan tasarrufların ticarete konu olmayan mal ve hizmetlere kaydırılması üretkenliği sağlamayacaktır. Uzun vadeli fonların bir araya geldiği sermaye piyasalarının ülke ekonomilerinin gelişmesine katkısı bu noktada başlamaktadır. Sermaye piyasaları gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tasarruf açığı probleminin giderilmesini sağlar. Küçük birikimlerin daha iyi değerlendirilmesi ve ekonomiye kazandırılmasına yardımcı olur. Ayrıca küçük tasarruf sahiplerinin girişimci rolü kazanmasını sağlar.

Çizelge 2.1. Finansal Piyasa Türleri

Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Kısa vadeli fonların arz ve talep edildiği yerlerdir (1 yıldan az)	Uzun vadeli fonların arz ve talep edildiği yerlerdir (1 yıldan fazla)
* Ticaret Bankaları	* Örgütlenmiş Sermaye Piyasası

Menkul kıymet piyasaların gelişmesi, beraberinde bu piyasaların ekonomik etkilerini arttırmıştır. Zira menkul kıymet piyasaları ekonomik birimler için tasarrufların değerlendirildiği yer olarak; firmalar için ise yatırımların finansmanı noktasında kaynak sağlanan bir yer konumundadır (Erim ve Türk, 2005: 37). Bu noktada piyasaların en önemli fonksiyonlarından biri tasarrufların firmalara tahsisini sağlamaktır. İşletmelerin mal ve hizmetlere olan talebi arttıkça daha büyük kapasite ile çalışıp yeni yatırımlara yönelirler. Bundan dolayı, işletmeler daha büyük sermaye gereksinimlerine ihtiyaç duyarlar. Mal ve hizmetlerine talep artışı olmayan firmalar için ise ek bir sermaye artışına gerek kalmayacaktır (Başoğlu vd. 2009: 14). Sermaye piyasaları, bu işlevlerini yerine getirmesinde menkul kıymet piyasalarının dışında kalan başka araçlar vasıtasıyla da sağlayabilir. Ancak sermaye piyasaları piyasalara kaynak sağlarken bunu daha düşük maliyet içeren fonlar aracılığı ile gerçekleştirir.

Menkul kıymetler piyasalarının gelişmişliğini temsil eden göstergeleri birkaç başlık altında toplayabiliriz. İlki sermaye piyasalarının büyüklüğünü ölçmede baz alınan piyasa değeri oranı (market capitalization ratio)'dır. Bu oran piyasadaki toplam hisselerin değerleri toplamının GSYİH' ya bölünmesi ile elde edilir. Bir başka gösterge piyasadaki şirketlerin sayısıdır. Şirket sayısının çokluğu sermaye piyasalarının ve dolayısıyla borsaların daha gelişmiş olduğunun göstergesi sayılır. Bunun yanında sermaye piyasaları likidite riskini azaltma noktasında önemli bir işlev görür. Bu bakımdan menkul kıymet piyasalarının gelişmişliğini baz alan likidite göstergeleri de kullanılmaktadır. Bunlardan ilki işlem hacminin GSYİH' ya bölümü ile bulunurken; diğeri işlem hacminin piyasa değerine bölümü ile hesaplanmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 34-35). Bunların dışında, menkul kıymet piyasalarının gelişmişliğine yönelik farklı göstergeler olsa da en çok kullanılan göstergeler yukarıda bahsedildiği gibidir.

Hisse senetlerinin ekonomiye etkisi farklı kanallarla gerçekleşir. Bu kanallar, yatırımlar, şirket bilançoları, hane halkı likiditesinin değişimi ve hane halkı serveti aracılığıyla olmak üzere dört yolla gerçekleşir (Mishkin, 2001):

Yatırımlar yoluyla etkisi: Menkul kıymet fiyatlarındaki değişme toplam talebi etkiler. Bu da yatırımlar aracılığıyla sağlanır. Bu noktada Tobin-Q teorisi, hisse senedi fiyatlarındaki değişimin ekonomiyi nasıl etkileyebileceğine dair önemli bir mekanizma sunmaktadır. Para arzında meydana gelen bir genişleme ya da daralma hisse senetleri talebini etkileyecek ve bu da hisse senedi fiyatlarında değişime sebep olur. Parasal bir genişleme başta faiz oranlarını düşürüp hisse senedi fiyatlarının artışını sağlayacaktır. Hisse senedi fiyatlarının artışı Tobin-Q değerini arttıracaktır. Sonuç olarak hisse senedi fiyatlarındaki değişim Tobin-Q oranındaki değişime bağlı olarak yatırım harcamalarını etkileyecektir.

Firma bilançoları yoluyla etkisi (kredi görüşü): Hisse senedi fiyatlarının değişimi, şirket bilançoları üzerinde değişim meydana getirir. Bilançolardaki değişme ise asimetrik bilgiye neden olup şirketlerin daha düşük değerlerde kredilendirilmesine neden olur. Şirketlerin daha düşük kredi değerlerine sahip olması borçlanmalarını zorlaştıracak ve bilançolarının bozulmasına yol açacaktır. Firmaların asimetrik bilgiye bağlı olarak bilançolarındaki bozulma şirket net değerlerinin azalmasına

neden olur. Dolayısıyla bilançoları bozulan ve düşük kredi değerlerine sahip olan firmalar yatırım taleplerine yeterli cevabı veremeyecektir. Kredi görüşü olarak da bilinen bu kanala göre sonuçta, hisse senedi fiyatları etkilenecektir.

Hane halkı likiditesindeki değişim ile etkisi: Hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin hanehalkı likiditesine etkisi, dayanıklı tüketim malları talebine göre açıklanmaktadır. Buna göre parasal bir genişleme faiz oranlarını düşürerek hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olur. Bu da finansal varlıkların değerinin yükselmesini sağlar. Böylece hanehalkı bilançolarının değeri yükselmiş olur. Hanehalkının kendini güvende hissetmesi ve elindeki likit varlıklarının değerinin artması konut ya da gayrimenkul gibi dayanıklı tüketim malı talebini arttıracaktır. Sonuç olarak hanehalkının tüketimindeki bu değişime toplam talebin etkilenmesine yol açacaktır.

Hane halkı servetindeki değişim ile etkisi: Modigliani hayat boyu tüketim hipotezinde, hane halkının tüketiminin hayat boyu sahip oldukları kaynaklar tarafından belirlendiğini öne sürmektedir. Hane halkının sahip olduğu servetin bir kısmı ise hisse senedi olarak tutulmaktadır. Kişiler servetlerini farklı şekilde tutabileceklerinden, hane halkının da servetlerini hisse senedi olarak tutabilecekleri varsayılır. Buna göre genişletici bir para politikası hisse senedi fiyatlarını yükselteceğinden kişilerin servetlerinde artışa neden olur. Hane halkının servetlerinin artması tüketim harcamalarını ve dolayısı ile toplam talebi arttıracaktır.

Bunların dışında hisse senetlerinin başka ekonomik işlevleri de bulunmaktadır. Özetleyecek olursak (Singh, 1991: 34; Levine, 1997: 2; Parasız, 2005: 88):

- a. Hisse senedi piyasaları; finansal dünya ile reel piyasalar arasında bağlantı kurup, hane halklarının küçük tasarruflarını büyük firmalar bünyesinde bir araya getirerek ekonomik kalkınmada gerekli sermaye birikimi oluşumunu sağlar. Böylece mevcut kaynaklar daha iyi kullanılır.
- b. Hisse senetleri, üretim araçlarının mülkiyetini tabana yayarak ekonomik refahın artmasını ve gelir dağılımında daha adil bir dağılım sağlar.

- c. Halkın iktisadi kararlarda söz sahibi olmasını sağlar. Böylece hisse senetleri ekonomide demokrasiyi bir araya getirme işlevi görür.
- d. Ekonomide tasarruf artışı sağlar. Böylece de hane halkının tasarruflarına ek gelir sağlanmış olunur. Fakat bunu yaparken faiz kanalıyla değil, enflasyon karşısında dayanıklı ve enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım kanalıyla sağlar. Hisse senetleri böylece kazancının değerini enflasyon karşısında korumuş olur.
- e. Hisse senedi piyasaları sermaye yatırımlarının likiditesini artırarak ekonomik kalkınmaya katkıda bulunur. Birçok kârlı yatırım, uzun vadeli bir sermaye taahhüdü gerektirmektedir. Ancak yatırımcılar birikimlerini bu kadar uzun sürelerle birleştirmek istemeyebilirler. Likit bir sermaye piyasası bu bakımdan nispeten daha cazip yatırım imkanı sunarak ekonomik büyümeyi hızlandırıp, özkaynak yatırımlarını artırır.
- f. Hisse senetleri aracılığın olmadığı bir finansman şeklidir. Firmalar yatırımları için büyük miktarda fonlara ihtiyaç duyarlar. Bu fonlar hisse senedi ihracı dışında başka finansman yollarıyla sağlanırsa firmalar aracılık maliyeti yüklenmek zorunda kalırlar. Hisse senedi piyasaları ise bu aracılık maliyeti olmaksızın gerçekleşen finansman şeklidir. Kaynaklar etkin bir kullanımına ulaştığında ise ekonomi daha verimli hale gelir. Böylece yatırım kaynaklarının verimli tahsisi sağlanmış olur.

Hisse senetlerinin ekonomiler için gösterge olma ve kaynak yaratmanın yanında diğer bir önemli etkise de kayıt dışılığın önlenmesidir. Kayıt dışılığın azaltılmasıyla ülke açısından vergi kazancı elde edilir. Böylece vergide adaletin sağlanması noktasında bir adım öne geçilir. Bu işlevler göz önünde bulundurulduğunda menkul kıymet borsalarının ülke ekonomilerine geniş katkıları olduğu söylenebilir.

2.1.3. Hisse senedi piyasalarında getiri

Hisse senedi yatırımcıları, yatırımlarından birçok hak kazanmasına rağmen temelde iki farklı getiri elde ederler. Bunlar, kâr payı ve sermaye kazancıdır.

2.1.3.1. Kâr payı

İşletmeler maliyetlerini karşıladıktan sonra kalan net kârlarını ortaklarına dağıtırlar. Buna göre kâr payı ya da diğer bir adıyla temettü; anonim ortaklıkların şirket kazançlarına bağlı olarak elde ettikleri kârı sermayedarlarına hisseleri oranında dağıtması sonucunda her paya düşen bölümdür.

Hisse senetlerinin borsa değeri, temettü ödemelerine yakın tarihlerde yükselir. Temettü ödeme tarihine yakın olarak hisselerin fiyatı, normal fiyat ve beklenen kâr payı toplamı kadardır (Demir, 2001: 112). Kâr payı dağıtımı hisselerin fiyatlarını belirlemede önemlidir. Çünkü şirketin kâr elde etmesi ve temettü dağıtma olasılığı hisselerin fiyatlarında belli bir artış meydana getirir. Böylece şirketin kâra geçtiği zaman, yatırımcılar için önem arzeder. Kârâ geçmiş bir şirket hisse senedi yatırımcıları için daha cazip yatırım fırsatları sunar.

Likiditesi iyi işleyen firmaların kâr payı dağıtması daha kolaydır. Zira kâr payı dağıtmak için firmanın nakit çıkışı yapması gerekir. Nakit koşullarının elverişsizlikleri veya gelecekle ilgili beklentilerin belirsiz olduğu dönemler, firmaların kâr payı dağıtmakta isteksiz olduğu dönemlerdir. Bunun yanında firmaların gelecekle ilgili öngörülerinin belirgin olduğu ve istikrarlı kâr elde etmeleri temettü ödemelerini kolaylaştırır. Profesyonel yönetici kadroları bakımından zengin olan, planlamasını iyi düzenlemiş ve düşük riskli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların kazançları öteki firmalara göre daha istikrarlı olur. Hedeflediği kârı yakalamış ve bunu istikrarlı bir şekilde devam ettiren firma böylece daha istikrarlı bir temettü ödeme imkanı sunabilmektedir (Pekkaya, 2006: 187).

Temettü ödemeleri genellikle nakit ödeme biçiminde olmaktadır. Ancak bazen firmaların karar organları temettü ödemelerini nakit yerine bedelsiz hisse senedi¹ şeklinde de verebilir. Bu yöntemde hisse senedi yatırımcıları herhangi bir kazanç sağlamamakla birlikte herhangi bir kayba da uğramamaktadır. Çünkü hisse senedi yatırımcılarının, dağıtımdan önce sahip oldukları hisse sayısı ile dağıtımdan sonraki hisse sayısı arasında bir fark yoktur. Böylece hisse senedi sahibinin

1 Hisselerin bölünmesi olarak da bilinen bu yöntem de, şirketin herhangi bir bedel almadan ortaklarına dağıtması sonucu gerçekleştirdiği sermaye arttırımıdır. Bedelsiz sermaye arttırımında şirket herhangi bir ilave finansman sağlamaz ve firmanın piyasa değeri bu işlemde etkilenmez.

elindeki hisse fiyatındaki düşüş ile elde ettiği getiri ya da kazancı aynı değere eşit olmaktadır. Hisse senedi sahipleri açısından herhangi bir getirisi bulunmamasına rağmen böyle bir yöntemin tercih edilmesinin temel nedeni; firmaların nakit sıkıntısı çekmesi durumunda nakit temettü yerine tercihen hisse senedi vermeyi istemesidir (Ertaş ve Karaca, 2010: 64).

2.1.3.2. Sermaye Kazancı

Hisse senedinin elden çıkarılması sırasındaki fiyatı ile başlangıçtaki fiyatı arasındaki negatif ya da pozitif fark sermaye kazancını oluşturur. Diğer bir ifadeyle sermaye kazancı; hisse senedi değerinde zamanla meydana gelen artıştan dolayı elde edilmiş gelirdir.

$$GETİRİ = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

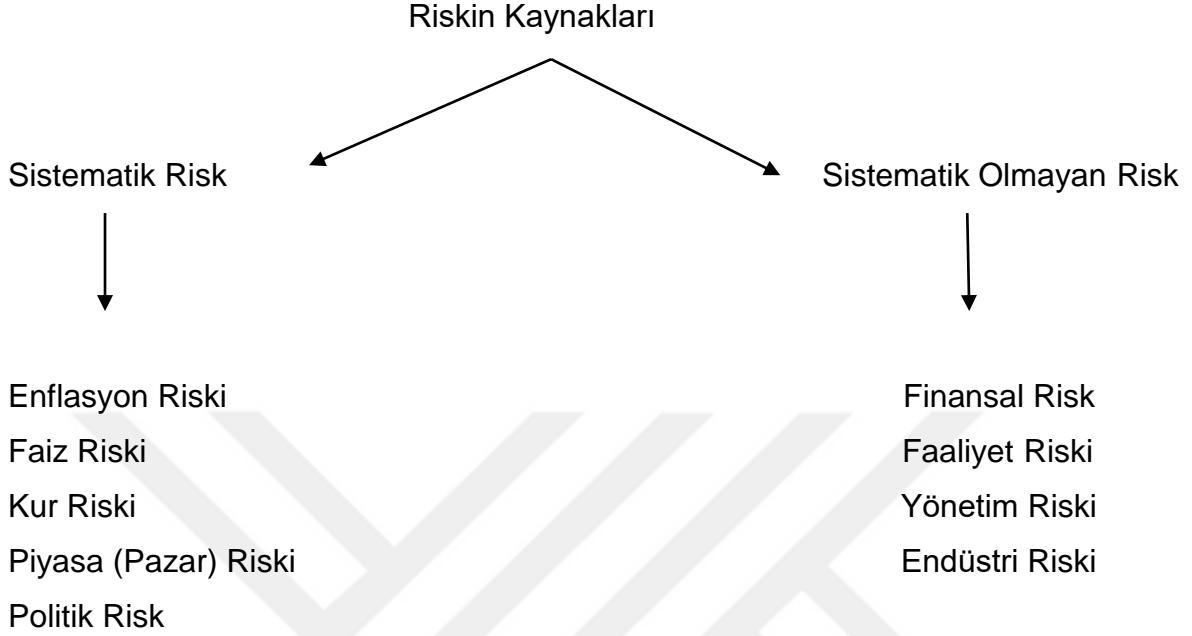
Menkul sermaye varlıklarından olan hisse senetleri hem kâr payı hem de sermaye kazancı elde etmek için satın alınır. Hisse senedi yatırımcıları için getirin önemli bir kısmını oluşturan sermaye kazancı, hisse senedinin satın alındığı (P_0) ve satıldığı (P_1) zaman arasında pozitif farktır. Eğer hisse senedinin satın alındığı tarih ile satıldığı tarih arasında bir değer kaybı varsa sermaye kaybı söz konusudur.

2.2. Hisse Senedi Piyasalarında Risk

Günümüzde riski, istenmeyen bir durumu ifade eden ve tehike olarak tanımlanan olayın gerçekleşme ihtimali olarak tanımlarız. Ekonomik anlamda ise risk, gerçekleşen gelirler ile beklenen gelirler arasındaki fark sonucu zarar doğma olasılığıdır (Sayım, 2006: 9).

Hisse senetlerinin değeri üzerinde firma bazlı riskler bulunmakla birlikte; işletmelerin dışında genel ekonomik faktörlerden kaynaklı riskler de bulunmaktadır. Firmaların dışından kaynaklı riskler sistematik riskler; firma içinden

kaynaklanan riskler ise sistematik olmayan risk olarak adlandırılır. Sistematik risk ile sistematik olmayan riskin toplamı ise toplam riski oluşturmaktadır.



Şekil 2.1. Riskin Kaynakları

2.2.1. Sistematik Riskler

Bütün yatırımların kazançlarını etkileyen ve farklı portföy çeşitleri ile yok edilemeyen riske sistematik risk denir. Diğer bir ifadeyle yatırımcıların kontrol edemediği ve bütün menkul kıymet fiyatlarına aynı zamanda etkide bulunan göstergelerin sebep olduğu risk türüdür.

1987 de İMKB de kotesi bulunan ve işlem gören 28 firma üzerine yapılmış bir çalışmada, sistematik riskin oranı yaklaşık % 65 bulunmuştur. ABD'de de ise Newyork Menkul Kıymetler Borsasına kote olan 63 firma için yapılan çalışmada sistematik risk toplamı % 33 olarak bulunmuştur. Bu bakımdan, gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında Türkiye sermaye piyasası hisse senetlerinin sistematik riskinin yüksek düzeyde olduğu görülür (Başoğlu vd. 2009: 200). Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde sistematik riskin politik ve ekonomik istikrarsızlığa bağlı olarak daha yüksek olması beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde görülen bu yüksek risk faktörü, iç ve dış yatırımcıların hisse senedi alım-satım işlemlerinde caydırıcı rol oynamaktadır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler ekonomik etkinliğin

arttırılması konusunda geri kalabilmektedir (Ugan, 1997: 52-54). Dolayısıyla sistemik risklerin, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşten para krizlerine, buradan da bankacılık ve finansal krizlere geçisi mümkündür (Erkan, 1997: 17). Bundan dolayı da faiz, döviz kurları, enflasyon gibi yatırımcı açısından kontrol olanağı olmayan faktörlerdeki değişimler hisse senedi fiyatlarını hızlı bir şekilde etkileyebilmektedir.

Sistemik risk unsurları olarak kabul edilen temel faktörler; enflasyon, faiz, döviz kuru, piyasa ve politik risk olarak sıralanabilir.

2.2.1.1. Enflasyon riski

Enflasyon riski; hisse senedi yatırımlarından elde edilen kazançların, fiyatlar genel düzeyindeki artış sonucu satın alma gücünde azalma yaşanmasına bağlı olarak verimliliğin düşme olasılığıdır.

Bu risk türünü satın alma gücündeki risk şeklinde de ifade edebiliriz. Bilindiği gibi enflasyon satın alma gücünü düşürür. Bu da menkul kıymet yatırımlarında kârlılığın azalmasına neden olur. Satın alma gücündeki bu kayıptan dolayı menkul kıymetler kayba uğrar. Nominal getiri enflasyonun hesaba katılmadan elde edildiği getiridir. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde ise nominal getiri anlamlı olmamaktadır. Bundan ötürü reel getirilerin de hesaba katılması gerekmektedir (Başoğlu, vd. 2009: 202). Enflasyonist eğilimlerin olduğu ortamlarda işletmeler ise paradaki satın alma gücünün düşmesi sebebiyle olumsuz etkileneceklerdir. Bu bakımdan işletmelerin parasal olmayan varlıkları, enflasyonist ortamlarda reel anlamda değerini koruyacaktır. Çünkü yüksek enflasyon ortamında, firma kârının tam olarak ortaya konulması ve dağıtımın gerçek kâr üzerinden yapılması bakımından zorunludur. Firmaların finansal faaliyetlerini gerçek kâr üzerinden yapması; firmanın sermayesinin korunması, üretim kabiliyetinin devam etmesi ve faaliyetlerin devamlılığı açısından önemlidir. Aynı zamanda firmanın gelecekte ödenecek olan nakitleri daha düşük değerlerde olacağından yabancı kaynakları daha çok tercih edeceklerdir (Ertaş ve Karaca, 2010: 63). Dolayısıyla, fiyatlar genel düzeyindeki yükseliş menkul kıymet yatırımlarının beklenen getirilerini etkilemekte ve hisse senedi piyasalarının reel kârlılık düzeyleri üzerinde etkili olmaktadır.

2.2.1.2. Faiz riski

Hisse senedi fiyatlarını etkilemede önemli bir sistematik risk unsuru olan faiz oranı; menkul kıymetlerin fiyatlarında değişime yol açmaktadır. Menkul kıymetler açısından faiz oranı riski farklı yönleriyle incelenebilir. Hisse senedi fiyatları tıpkı tahvillerde olduğu gibi faiz oranındaki değişmeden ters yönlü etkilenir. Faiz oranındaki bir yükselme yatırımcılar açısından kaçırılmış bir fırsat olarak görülür. Genel kabul, faiz oranlarındaki düşmeye bağlı olarak hisse senedi fiyatlarının artacağı yönündedir. Ya da tersi biçimde, faiz oranının yükselmesi hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur.

Bu bakımdan, ülkelerin hisse senedi performansını etkileyen önemli ekonomik faktörlerden biri olan faiz oranı, yatırımcılar tarafından dikkatle izlenir. Yüksek faiz, borçlanma maliyetini kurumlar için çok daha yüksek kılacaktır. Bu durumda yatırımcıların daha fazla yatırım yapması beklenmez (Arestis vd. 2001: 18-19). Aynı şekilde, bütçe açıklarını borçlanma ile karşılayabilmek, yükselen döviz kurlarını dizginleyebilmek vb. gibi nedenlerle faiz oranlarının hükümetçe yükseltilmesi tasarrufları; banka mevduatları, hazine bonusu ve tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlere kanalize eder. Böylesi bir gelişme, bir yatırım aracı olarak çekiciliği azalan hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkiler (Tecer, 1994: 79).

2.2.1.3. Kur riski

Döviz kurlarındaki bir dengesizlik hali olan ve döviz riski olarak da bilinen kur riski, ülke parasının değerinin yabancı paralar karşısında değişmesi sonucu oluşacak zarar olasılığıdır. İşletmelerin gelir - gider dengesinin döviz kurlarında meydana gelen beklenmeyen bir değişimle riske girmesi sonucu bozulması kur riskini ortaya çıkarır. Kur riski, daha çok 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çöküşü sonrası önem kazanmıştır. Bu dönemden sonra firmalar dalgalı kur rejiminin etkisiyle kur riskinden korunmanın yollarını aramışlardır.

Çizelge 2.2. Şirketlerin Döviz Kuruna Yönelik Risk Senaryosu

	Döviz Açık Pozisyonu	Döviz Fazla Pozisyonu
Devalüasyon	Zarar	Kâr
Revalüasyon	Kâr	Zarar

Gelişmiş ekonomilerin kur riskinden korunma fırsatları çok iken; gelişmekte olan ekonomilerde kur riskinden korunma sağlayacak finansal araçlar kısıtlıdır. Aynı şekilde gelişmiş ülkelerde fiyatlar genel düzeyindeki artış düşük olduğundan nominal ve reel döviz kuru arasında büyük bir fark yoktur. Fakat söz konusu durum gelişmekte olan ülkeler için aynı değildir. Zira bu ülkelerdeki enflasyonist eğilimler nominal ve reel döviz kuru arasındaki farkı açmaktadır. Aynı şekilde gelişen ekonomilerde dış ticaret açıklarının görülmesi, döviz kurlarını ve dolayısıyla kur riskini önemli hale getirmektedir (Çukur, 2008: 26).

2.2.1.4. Piyasa (Pazar) riski

Piyasa riski, genel ekonomik nedenlerden dolayı oluşan bir risk çeşididir. Ekonomik koşullarda ya da menkul kıymetin ilgili olduğu firmanın gelirinde veya yatırımcıların menkul kıymetlere karşı tutum, beklenti ve davranışlarında görülen değişiklikler kısa süreli dalgalanmalara neden olabilmektedir. Yatırımcıların beklenti ve davranışlarındaki bu değişiklik piyasa riskine neden olmaktadır (Ayrıçay, 2002: 61).

Sermaye piyasalarında bulunan farklı menkul kıymetlerin pazar risklerinden etkilenme dereceleri farklı olabilmektedir. Örneğin, bir tahvilin pazardaki dalgalanmalardan etkilenmesi, bir hisse senedinin etkilenmesinden daha az olabilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 178).

2.2.1.5. Politik risk

Politik riskin finansal piyasalar ve genel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi doğrudandır. Genel yazında politik riskin hisse senedi kazançları üzerindeki etkisi negatif yöndedir. Politik riskin yüksek olduğu ekonomilerde işletmelerin büyümesi yavaşlayarak kârlılığı azalmaktadır. Bu durumdan hisse senedi piyasaları olumsuz

etkilenmektedir. Bu noktada yatırımcıların farklı ekonomilerdeki yatırım kararlarında ülke politik riski önem taşımaktadır (Yapraklı ve Güngör, 2007: 205).

Diğer taraftan politik risk ile borsa kazançları arasında farklı bir bağ olduğuna yönelik araştırmalar da mevcuttur. Cutler vd. (1989), politik riskin borsa kazançları üzerinde dikkate değer bir etkisini saptayamamıştır. Bunun yanında Perotti ve Oijen (2001)'in yapmış olduğu çalışmada, politik risk unsurlarının azalmasının hisse senedi kazançlarını geliştiren ekonomilerde, gelişmiş ekonomilere göre daha fazla artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmacılara göre gelişmekte olan ülkeler uluslararası yatırımcılar açısından daha fazla yatırım olanaklarına sahiptir. Zira gelişen ülkeler, gelişmiş ekonomilere göre genellikle daha yüksek gelişme potansiyeli barındırmaktadır.

2.2.2. Sistemik Olmayan Riskler

Finansal piyasaların tamamını değil de belli bir sektörü etkileyen veya endüstriye has olan risk türleri, sistemik olmayan riskler olarak bilinir. Yatırımcılar portföylerini çeşitlendirerek sistemik olmayan riskten kaçınabilir veya azaltabilir. Dolayısıyla, sistemik olmayan risk unsurlarının kontrol edilmesi ya da yok edilmesi mümkündür. Sistemik olmayan risk unsurları olarak kabul edilen temel faktörler; finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski ve endüstri riskidir.

2.2.2.1. Finansal risk

Finansal risk, firmaların borçlarını ödeme gücünde meydana gelen olumsuz bir değişim olarak ortaya çıkar. Buradaki risk, işletmenin faaliyetlerini yürütürken öz kaynaklarını mı, yoksa dışarıdan temin edeceği kaynakları mı tercih etmesiyle ilgilidir. Firmaların borçlanması firmanın öz varlık verimliliğini önemli düzeyde etkiler. Bu etki, firmanın toplam borçlarının öz varlığa ya da toplam borçlarının toplam aktiflere olan oranında meydana getirdiği artışla paralel artar. Bununla beraber firmaların yüksek düzeyde borçlanması sabit giderler arasında olan faiz giderlerini arttıracaktır. Bu durum sonucunda, firmanın kârlılığı başa baş noktasına çekilecektir. Firma satış gelirinde konjonktürel dalgalanma nedeni ile veyahut firma bazlı özel nedenlerden ortaya çıkan düşmeler firma kârlarını olumsuz

etkileyecektir. Bu tür bir gelişme faiz ile anapara ödemelerinde güçlük çıkarıp firmayı zora sokacaktır (Sarıkamış, 2000: 83).

Öte yandan Clark ve Kassimatis (2004)'ın, Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Meksika, Şili ve Venezuela ülkeleri üzerine yaptıkları araştırmasında finansal risk ile hisse senedi piyasalarının performans ilişkisini incelemişlerdir. Araştırma sonuçları, finansal riskin hisse senedi fiyatları ile ters bir ilişkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre ülkelerin finansal riskinde meydana gelen bir artış hisse senedi fiyatlarına olumsuz yansımaktadır.

2.2.2.2. Faaliyet riski

Faaliyet riski, firma aktiflerinin nasıl oluştuğu ile ilgili bir risk türüdür. Firmanın sabit aktiflerinin payı toplam aktifler içinde büyükse firmanın faaliyet riskinin de yüksek düzeyde olduğu söylenir. Çünkü firmanın sabit aktifleri oransal bazda büyükse sabit giderleri artar ve esnekliği azalır. Bununla birlikte işletmenin sabit giderlerindeki bir artış başa baş noktasının yüksek düzeyde çıkmasına neden olur. Satışlarda meydana gelen bir düşüş esnasında firma, sabit giderlerini düşüremeyeceğinden zarara uğrayabilir. Bu şekilde zarara uğrayan bir firma borç ödemedede güçlük yaşar (Taner ve Akaya, 2009: 195).

Sonuçta, duran varlıklar/toplam varlıklar rasyosu büyük olan firmalarda üretimin içindeki sabit nitelikli maliyetler ağırlıkta olacağından şirketlerin toplam aktifleri içindeki sabit aktiflerini azaltması gerekecektir.

2.2.2.3. Yönetim riski

Yöneticilerin yetenekleri ve öngörülleri işletmelerin başarılarını önemli ölçüde etkilemektedir. Yönetimden kaynaklanan hatalar hisselerin değerini etkiler. Firma yönetiminden kaynaklanan bir takım hatalar sonucunda firmanın satışları düşüp kârı azalabilir. Bu durum bazı riskleri de beraberinde getirir. Örneğin, firmanın aldığı yanlış bir reel varlık yatırım kararı firmanın sabit giderlerini arttırıcı rol oynar. Böylece firmanın faaliyet riski yükselmiş olur. Aynı şekilde yönetim hatalarından kaynaklanan hatalı bir davranış, işçilerin greviyle ve lokavt ile son bulabilir.

Gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerin firma yöneticileri bu konuda daha başarılıdır. Gelişmiş ülkelerdeki başarılı firma yöneticileri sayesinde hisse senetleri performansının daha yüksek seyrettiği gözlenmiştir (Başoğlu vd. 2009: 210).

Yatırımcı açısından yönetim riski yok edilecek türden bir risktir. Zira portföy yatırımcıları yönetim problemleri olduğunu bildiği işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapmayarak karşılaşılabileceği risklerden kaçınmış olur (Ercan ve Ban, 2005: 180).

2.2.2.4. Endüstri riski

Firmaların faaliyette bulunduğu sektörde ortaya çıkabilecek olumsuz koşullar nedeniyle oluşan risk türüdür. Endüstri riskinin oluşmasında etkili olan unsurlar daha çok yönetsel hatalar, mal ve hizmet yaratılması sırasında oluşan aksaklıklar, işçi grevleri, hammadde tedariki sırasında yaşanan zorluklar, rekabetten kaynaklı olarak satışlarda yaşanan düşüş gibi nedenlerdir. Yaşanan bu tür aksaklıklar firma kârlarını olumsuz etkileyerek satışların düşmesine neden olur (Diril, 2000: 23).

Bu açıdan, bir ya da birkaç iş kolunda faaliyette bulunan işletmelerin yukarıdaki nedenlerden dolayı kârlarında düşüş meydana gelmesi hisse senedi fiyatlarını da belirgin biçimde etkileyecektir. Bu tür değişimler menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkiler. Dolayısıyla endüstri riskini minimum kılmak için endüstride oluşabilecek değişimleri ve riskleri dikkate alıp, işletme gelir-gider dengesinin hangi yönde etkileneceğini kontrol etmek ve tahminde bulunmak gerekir (Başoğlu vd. 2009: 209-210).

2.3. Finansal Piyasalar İçinde Hisse Senedi Piyasasının Yeri ve Önemi

Finansal piyasaların, kurumların ve finansal araçlardaki çeşitliliğin gelişmesi finansal gelişme olarak adlandırılır ve bu gelişmişlik finansal aracılık sürecine pozitif katkı yapmaktadır. Tasarrufların artırılmasında belirgin rol oynayan finansal piyasalar, tasarruf artışına bağlı olarak yatırımların miktar ve kalite açısından gelişmesine olanak vermektedir. Yatırımların yanında verimlilik düzeyinin, finansal

gelişmeye bağlı olarak artması beklenir. Finansal sistemdeki gelişim tasarrufların riskini azaltmakta rol oynayan portföy çeşitlendirmesini kolaylaştırmakta ve yatırımcılar açısından getiri arttırıcı farklı seçenekler sunmaktadır. Bu noktada finansal sistemin önemli bir işlevi de yatırımcılar için verimliliği arttıran uygun maliyetli yatırım projesine sahip bilgileri sunmasıdır (Afşar, 2007: 190). Finansal piyasalar içinde önemli bir barometre görevi gören hisse senedi piyasaları bu açıdan sermayeye hareket kazandırmada önemli roller üstlenir. Tüm bunlar hisse senetlerini hem sermaye piyasaları hem de finans piyasaları açısından konumunu yükseltmiştir. Bununla birlikte piyasa ekonomisinin planlanmış ekonomilere üstünlüğünün daha net biçimde anlaşılmasıyla yatırımcılar global birer yatırımcı haline gelmekte ve böylece hisse senedi piyasalarında faaliyette bulunan firmalar finansal ve kurumsal açıdan çekici hale dönüşmektedir.

Şüphesiz finansal piyasalar, içinde çok geniş unsurları barındırıp finansal gelişmişlik göstergesi olarak birçok değişken kullanmaktadır. Bunlardan birisi de bankacılık sektörüdür. Ancak bankacılık kesiminin aracılık faaliyetleri sermaye piyasalarına göre daha pahalı olabilmektedir. Çünkü bankacılık kesiminde tasarrufların ekonomiye ve dolayısıyla firmalara aktarılması aracılık maliyetlerinden dolayı daha zahmetli olabilmektedir. Uzun vadeli tasarrufların değerlendirildiği sermaye piyasalarında ise finansal aracılığın ortadan kalkmasıyla fonlar daha düşük maliyetlerde değerlendirilir. Bu sayede firmalar sermaye piyasası araçlarından olan hisse senetlerini ihraç ederek aracısız ve düşük maliyetle fon sağlayabilirler. Bu şekilde, hisse senetlerinden hareketle ekonominin reel tarafı açısından da yorum yapılabilir. Bilindiği gibi reel sektör kuruluşları finansman temini konusunda birçok yöntem kullanmaktadır. Firmalar, kredi kullanma gibi finansman yöntemlerinin yanında sermayelerini kendi özkaynakları ile finanse etme yoluna başvurabilirler. Fakat firmalar için iktisadi faaliyetlerin konjonktürüne bağlı olarak; katlanılabilir maliyetlerde finansman temin etme güçlükleri veya kaynak yetersizliğine bağlı olarak sermaye güçlendirmesi yapamama gibi durumlar yaşanabilir. Bu durumda reel sektör halka arz yoluyla öz kaynak yaratabilir. Böylece firma, finansman temin etme sorununu bir şekilde çözüme kavuşturmuş olur. Bu açıdan reel sektördeki bir başarı finansal piyasaların gelişmişliği ve onun türevi olan hisse senedi piyasaları ile doğrudan ilgilidir. Reel sektörde faaliyette bulunan firmaların devamlılıklarını sağlayabilmeleri için finansal

piyasaların düzgün işlemesi kadar sermaye yapılarını da güçlü tutmaları önemlidir. Zira, finansal yatırımcılar reel yatırımları tercih ettiğinde daha çok sermaye piyasaları enstrümanlarından olan hisse senedi piyasalarını kullanacaklardır. Bu şekilde, hisse senedi piyasalarındaki olumlu bir hava ekonominin reel tarafını olumlu etkileyecektir.

Diğer taraftan finansal sistemi gelişmiş ve ona bağlı olarak derin bir hisse senedi piyasasına sahip ülkeler sanayileşmiş ülkeler arasında yer alır. Özellikle son yıllarda finansal piyasalar açısından, gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları para politikaları önem kazanmıştır. 2007-2008 küresel finans krizi ve sonrasında uygulanan para politikalarının fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetip gözetmeyeceği önem kazanmıştır. Bu gelişme merkez bankalarının sadece faiz oranlarıyla fiyat istikrarını gözetmesinin tek başına yeterli olup olmayacağı tartışmasını beraberinde getirmiştir. Ülkelerin para politikası ve faiz oranları belirlenirken hisse senetlerine de gösterge niteliğinde dikkat edilmesi tartışılmaya başlanmıştır.² Söz konusu tartışmalar hisse senetlerini finansal piyasalar bazında önemli kılmıştır.

² Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Rigobon ve Sack, 2004; Bernanke ve Kuttner, 2005; Laeven ve Tong, 2012; Meinusck ve Tillmann, 2016)



3. TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finans yazınında makroekonomik göstergelerin hisse senedi piyasaları üzerinde meydana getirdiği etki son yıllarda çok tartışılmıştır. Yapılan teorik ve amprik çalışmalar bunu doğrulamaktadır. Bu konudaki literatür incelendiğinde; ele alınan ekonomiler, zaman boyutu, dikkate alınan iktisadi değişkenler ve metodoloji bakımından bazı farklılıklar göze çarpmaktadır.

Hisse senetleri hergün açıklanan birçok farklı makroekonomik veriyle birlikte işlem görürler. Açıklanan bu veriler hisse senedi piyasasını farklı şekillerde etkilemektedir. Bu ilişkinin kuramsal çerçevesini mevcut literatür çizmektedir. Bu bölümde öncelikli olarak hisse senedi fiyatlarını etkileyen ve çalışmamızda da kullanılan temel makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkisine yer verilmiş ve bu ilişkinin kuramsal çerçevesi çizilmiştir. Daha sonra ise analize konu olan ülkelerin finansal ve iktisadi göstergeleri değerlendirilmiş ve karşılaştırılmıştır.

3.1. Makro İktisadi Faktörler ile Hisse Senetleri Fiyatları Arasındaki İlişkinin Kuramsal Çerçevesi

Küreselleşmenin artmasıyla birlikte finans piyasalarında yatırım ve kazanç olanakları artış göstermiştir. Yatırım ve kazanç olanaklarının artış göstermesi, beraberinde bir takım kavramların kullanımını arttırmıştır. Bu kavramların başında da son yıllarda gittikçe aşına olunan “arbitraj” kavramı gelmektedir.

Arbitraj; aynı malların eş zamanlı biçimde, değişik piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından yararlanmak üzere söz konusu varlıkların ucuz olduğu piyasalardan satın alınıp pahalı piyasalardan satılması işlemidir. Diğer bir ifadeyle, herhangi bir madenin ya da paranın düşük fiyattan alınıp yüksek fiyattan satılması arbitraj kavramını oluşturur. Bu varlıkların içine hisse senedi gibi menkul kıymetlerden oluşan yatırım veya borçlanma araçları da girebilir. Arbitraj imkanı, arbitrajcıya risksiz bir kazanç olanağı sunmaktadır (Altay, 2004: 142-144). Arbitraj uygulaması spekülasyondan ayrılmaktadır. Zira yatırımcılar spekülasyonda

beklentilere göre pozisyon alıp risk üstlenirken; arbitrajda herhangi bir riske maruz kalmamaktadır.

Hisse senetleri ile makro iktisadi faktörlerin etkileşimini ele alan geniş bir yazın bulunmaktadır. Finansal iktisat teorisi bu ilişkilerin teorik temellerini ortaya atmıştır. Hisse senedi fiyatlarının makro iktisadi değişkenler ile ilişkisi Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) çerçevesinde ele alınmaktadır. Oldukça yeni olan bu teori ilk defa Stephen A. Ross (1976) tarafından ortaya atılmıştır. AFM, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli'ne alternatif olarak geliştirilmiştir. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli yalnızca tek bir faktörlü model ile açıklanmaktadır. Pazar portföyü adı verilen bu faktör tek bir sistematik risk faktörü konumundadır. AFM ise tek faktörlü değil bilakis çok faktörlüdür. Diğer bir deyişle AFM'de sistematik risk unsurları tek faktörlü değil, çok faktörlüdür (Hubbard, 2008: 95-96; Fabozzi vd. 2002: 256-258; Shanken, 1982: 1129-1130).

AFM, tek fiyat kanuna göre hareket etmektedir. Diğer bir ifadeyle model, herhangi bir malın iki ayrı fiyattan satılamayacağı üzerine kuruludur. Bundan dolayı yatırımcıların fiyat farklılıklarından kâr sağlaması mümkün değildir. Ortaya çıkacak herhangi bir arbitraj durumunda piyasa oyuncuları kısa sürede aynı varlığın fiyat farklılığını ortadan kaldıracaktır. Bu süreç aynı malın fiyatının farklı piyasalarda eşit oluncaya kadar devam eder. Fiyat farklılığının giderilmesi neticesinde piyasalar yeniden dengeye gelecektir (Elton, Gruber vd. 2014: 364-367; Altay, 2004: 143).

AFM'nin üzerinde durduğu temel varsayımlar şunlardır (Ross, 1976: 341-360; Oberuc, 2004: 27-32):

- a) Sermaye piyasaları özünde tam rekabetçi bir yapıya sahip olup her zaman dengededir.
- b) Yatırımcıların temel amacı faydalarını maksimum kılmaktır. Bu bakımdan risk düzeyleri benzer olan yatırımcıların daha yüksek refahı, daha düşük refaha tercih etmesi beklenir.
- c) Varlıkların getirileriyle ilgili (k) sayıda faktör tespit edilir. Bu (k) sayıdaki faktörün hangileri olduğu ile ilgili bir fikir birliği yoktur.

AFM, farklı risk faktörleri içermektedir. Bunlar; tek risk faktörü içeren AFM, iki risk faktörü içeren AFM ve çok risk faktörü içeren AFM olmak üzere üç kısımda incelenir. Tek fiyatlı AFM, yalnızca bir tane sistematik riskin varlığını kabul etmektedir. İki risk faktörü içeren AFM, iki sistematik riskin varlığını kabul etmektedir. Çok risk faktörlü AFM ise bir “k” kadar sistematik riskin varlığını kabul etmektedir. Diğer bir deyişle, finansal varlıkların getirileri tek bir faktöre göre değil de birden fazla faktöre göre oluşturulmuştur. Yani AFM içersinde bir tek beta yerine her faktörün dikkate alındığı bir beta seti bulunmaktadır. Çoklu faktör modeli olarak ta bilinen bu model literatürde daha çok kabul görmüştür. Fakat faktör sayısı bakımından finans literatüründe fikir birliği sağlanamamıştır (Oberuc, 2004: 28-30).

AFM'nin formülize edilişi aşağıdaki gibidir:

$$R_{it} = E_i + b_{i1} \cdot \delta_{1t} + b_{i2} \cdot \delta_{2t} + \dots + b_{ik} \cdot \delta_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (1.\text{Denklem})$$

R_{it} = i hisse senedi getirisi

E_i = i hisse senedi beklenen getirisi

δ_j = tüm varlıkların getirilerini etkileyen ortak faktörler

b_{ij} = i hisse senedinin j ortak faktörüne olan duyarlılığı

ε_{it} = i hisse senedinin sistematik olmayan riski

(1) nolu denklemin daha basitleştirilmiş hali (2) nolu denklemde verilmiştir.

$$R_i = \varepsilon_{it} + b_i \cdot \delta_t \quad (2.\text{Denklem})$$

R_i = Finansal varlık için beklenen getiri,

ε_{it} = Sistematik olmayan risk

$b_i \cdot \delta_t$ = Sistematik risk

Toplam risk = Sistematik risk ($b_i \cdot \delta_t$) + Sistematik olmayan risk (ε_{it})

Netice itibariyle AFM, hisse senedi getirilerinin piyasada ve sektörde oluşan faktörler tarafından dizayn edildiğini ortaya koyar. Bunun yanında AFM, sistematik olmayan riskten ziyade, sistematik risk ile ilgilenmektedir. Egzojen olarak da kabul

edilen bu riskler dışsaldır. Yani yatırımcılar için beklenmeyen faktörleri içerir. Çünkü yatırımcıların rasyonel hareket ettiği varsayılırsa sistematik olmayan risk çeşitlendirme yoluna gidilerek yok edilebilir. Bu bakımdan menkul kıymet getirisinde yaşanan bir artış sistematik olmayan riski minimize etse de sistematik riski değiştirmeyecektir (Oberuc, 2004: 32).

Dolayısıyla, AFM'de menkul kıymet getirisini etkileyen sistemik faktörlerin ekonominin tamamını etkileyen makroekonomik faktörler olduğu söylenebilir (Peiró, 2016: 288; Sevinç, 2014: 274; Erdem, vd. 2006: 126). Örneğin, faiz oranlarında beklenmeyen bir değişim şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir (Başoğlu vd. 2009: 238). Görüldüğü üzere kuram, hisse senedi getirilerini birbirinden bağımsız makro iktisadi faktörler ile mikro iktisadi faktörlere bağlı olduğunu varsaymaktadır. Burada mikro iktisadi faktörleri daha çok şirket bünyesiyle ilgili olan faktörler olarak tanımlayabiliriz.

AFM, hisse senedi piyasaları ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik en sık kullanılan model olmasına rağmen alternatif yaklaşımlar da mevcuttur. Hisse senedi fiyatlarını açıklamaya yönelik en sık kullanılan ikinci kuramsal çerçeve İndirgenmiş Nakit Akımı (Discounted Cash Flow) yöntemi veya Net Bugünkü Değer Modeli (Present Value Model)'dir.

$$S_t = E_t \left[\sum_{j=1}^K \left(\frac{1}{1+R} \right)^j D_{t+j} \right] + E_t \left[\left(\frac{1}{1+R} \right)^K S_{t+K} \right]$$

İndirgenmiş Nakit Akımı modeline göre hisse fiyatını (S_t); gelecekte beklenen kâr paylarının şu an ki değeri (D_{t+j}) ile K süresinde elde bulundurulacak hisselerin beklenen nihai fiyatının (S_{t+K}) toplamı oluşturmaktadır. (R); beklenen iskonto oranını göstermektedir (Loannidis ve Kontonikas, 2008: 34).

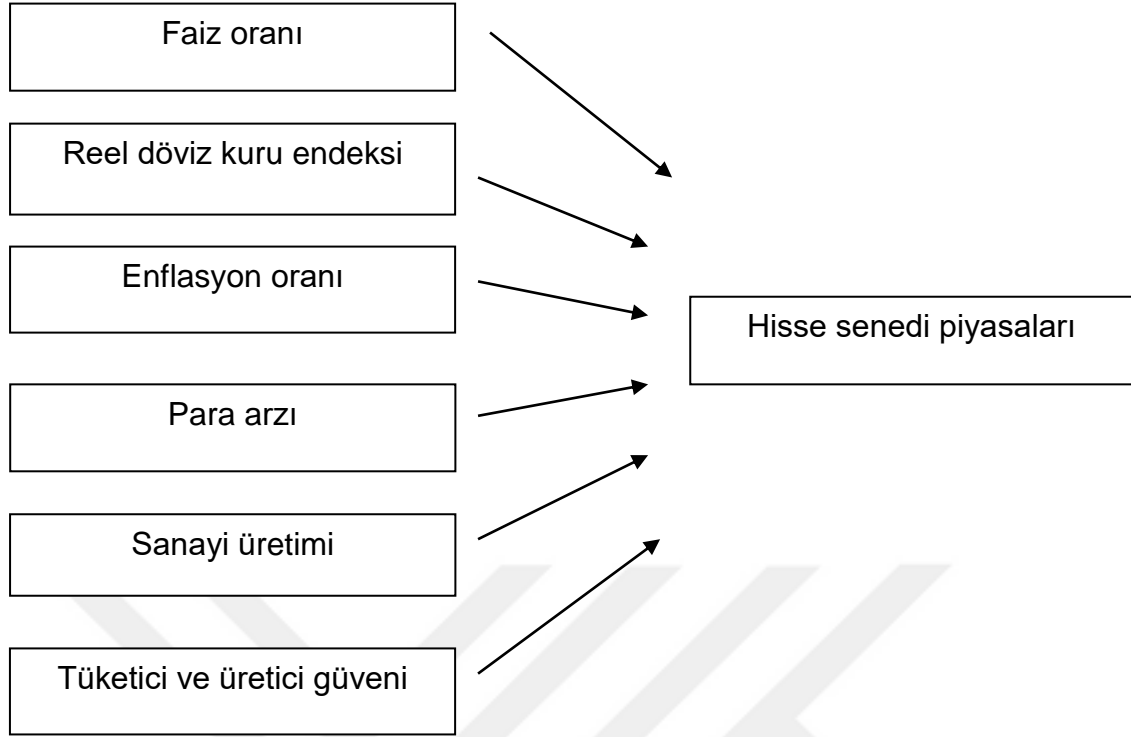
Hisse senedi fiyatları gelecekteki ekonomik faaliyetlerdeki değişmelerle ilişkilendirilmektedir. Hisse senedi fiyatları ekonomik faaliyetlerin gelecekteki tahminçisi olarak düşünülürse firmaların hisse senetlerinin temel değeri, beklenen nakit akımlarının (temettü) iskontolanmış değerine eşit olmalıdır. Beklenen nakit akımları da sanayi üretimi veya GSYİH olarak ölçülen reel ekonomik faaliyetleri

yansıtacaktır. Ancak hisse senetleri firmanın risk primini ve iskonto oranını etkileyen piyasa faiz oranları ile piyasa faiz oranını da doğrudan etkileyen enflasyon gibi önemli değişkenler tarafından da etkilenmektedir. Böylece bu ve benzeri değişkenlerdeki hareketler hem işletme hem de ekonomik koşullardaki değişmelerle ilişkilendirilmekte ve firmanın gelecekteki nakit akımlarında değişmelere yol açmaktadır.

Dolayısıyla yatırımcılar yatırım kararı verirken yatırımlarını gerçekleştireceği hisselerin fiyatı ile söz konusu hisse senedi için beklediği nakit akımlarının şimdiki değeri olan hisse senedinin gerçek değerini karşılaştırırlar. Hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanması ise iktisadi faaliyetlerin geleceği ile ilgili yatırımcı düşüncesi bağlıdır. Çünkü yatırımcıların geleceğe yönelik beklentileri yatırımcıların hisse alış ya da satış kararlarını etkiler. Dolayısıyla bu durum hisse fiyatlarını etkileyen bir etmendir (Humpe ve Macmillan, 2007: 2; Reilly, 1997: 2-3).

3.2. Hisse Senetlerini Etkileyen Makro İktisadi Değişkenler

Hisse senetlerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerden iktisadi olanlar firma içi ve firma dışı faktörler olmak üzere iki kategoride ele alınabilir. Firma dışından kaynaklanan faktörler daha çok ülkelerin makroekonomisiyle ilgiliyken; firmadan kaynaklanan faktörler daha çok işletmenin faaliyetleriyle ilgilidir. Bu bakımdan ekonominin geneline yönelik makroekonomik faktörler faiz oranı, döviz kuru, gayri safi milli hâsıla gibi değişkenleri içerirken; firmalara ile ilgili faktörler, işletmenin faaliyet konusu, sektör içindeki konumu, devletin endüstriye sağladığı teşvikler, endüstrideki rekabet ve değişim hızı gibi faktörleri içerir. Bunun yanında başka faktörler de dolaylı olarak işletme faaliyetlerini etkiler. Bunlar; politik ve psikolojik faktörlerdir.



Şekil 3.1. Hisse senetlerini etkileyen önemli makro iktisadi değişkenler

Çalışmamıza konu olan iktisadi faktörler makroekonomik faktörlerdir. Konu itibariyle üzerinde durulan ekonomik değişkenler ise faiz oranları, reel döviz kuru endeksi, enflasyon, M2 para arzı, sanayi üretimi, tüketici ve üretici güven endeksleridir.

3.2.1. Faiz Oranı ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

Literatürdeki çalışmalar, faiz oranında meydana gelen değişimlerin hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olduğunu göstermiştir. Faiz oranlarında meydana gelen bir değişim sadece borsaları değil, alternatif bir yatırım aracı olan tahvilleri de etkiler. Bu durumdan hisse senedi piyasalarına olan talep de etkilenmektedir (Yılmaz vd. 1997: 4); çünkü hisse senetleri ve tahviller arasında faiz oranlarına bağlı olarak sürekli bir rekabet vardır. Örneğin, sadece tahvil ve hisse senedi piyasalarının olduğu bir ekonomi varsayıldığında, tahvil faiz oranlarındaki bir artış, tahvillerin getirisini yükseltecek ve tahvil fiyatları düşürecektir. Böylece hisse senedi yatırımcıları birikimlerini hisse senetlerinden tahvil piyasasına yönlendireceklerdir. Bu durumda, hisse senetlerinin fiyatları düşecektir. Ters durumda ise tahvil faiz oranlarında meydana gelen bir düşüş, tahvil getirisini

azaltacak ve tahvil fiyatlarını yükseltecektir. Bu durumda yatırımcıların birikimleri borsalara kayacak ve hisse senedi piyasalarına olan talep artacaktır. Böylece hisse senedi fiyatları yükselecektir (Wong vd. 2005: 2; Albeni ve Demir, 2005: 7). Kısacası faiz oranlarının yükselmesi beklenen getiride artışa neden olarak hisse senedi fiyatlarını düşüreceklerdir. Çünkü faiz artışı nakit tutmanın fırsat maliyetini arttıracaktır. Dolayısıyla diğer faiz getirisine sahip menkul kıymetlerin getirisindeki artışa bağlı olarak hisse senedi piyasalarını negatif yönde etkileyecektir (Gan vd. 2006: 90-91). Bu çerçevede literatürde faiz oranlarının hisse senedi fiyatlarıyla ters yönlü ilişkisine yönelik pek çok çalışma mevcuttur³. Buna karşın finans yazınında hisse senetleri ile faiz oranları arasında pozitif ilişki tespit eden çalışmalar da mevcuttur.⁴

Faiz oranlarının varlık kanallarına - özellikle hisse senedi piyasalarına - hangi kanaldan, nasıl etki ettiği ile ilgili finans yazınında çok fazla açıklama getirilmiştir. Bunlardan biri de para arzında meydana gelen değişikliğe bağlı olarak faiz oranlarının etkilenmesidir. Örneğin, para arzındaki meydana gelen bir artış, faiz oranlarında düşüşe neden olacaktır. Faiz oranlarında meydana gelen bir düşüş ise firmaların borçlanma maliyetlerini azaltacaktır. Bu durum ekonomide iktisadi faaliyetlerde canlılık meydana getirip yatırımları arttırıcı rol oynar. Ekonomik canlılığa bağlı olarak firmaların kâr oranları yükseleceğinden hisse senedi fiyatları artış gösterecektir. Tam tersi bir durumda ise yani parasal bir sıkılaştırma durumunda faiz oranları artacaktır. Bu ise firmaların yeni yatırımlar konusunda borçlanma maliyetlerinde artışa neden olacaktır. Neticede bu durum firmaları yeni yatırım yapma konusunda isteksiz davranmaya itecektir. Sonuç olarak, para arzında daralmaya bağlı olarak faiz oranlarında meydana gelen bir artış hisse senetlerine olan talebi düşüreceklerdir. Bu da hisse senedi fiyatlarını düşüreceklerdir.

Faiz oranlarında yaşanan değişikliğin reel piyasalara etki kanalı aşağıdaki gibi işlemektedir:

$$M\uparrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y\uparrow$$

³ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Puah ve Jayaraman, 2007; Gjerde ve Saettem, 1999; Henry, 2009)

⁴ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Lobo, 2002; Chen vd, 1986)

Parasal bir genişlemeye bağlı olarak ($M\uparrow$), reel faiz oranları düşmekte ($r\downarrow$) ve buna bağlı olarak sermaye maliyetleri de düşmektedir. Sermaye maliyetlerinde meydana gelen bir azalma beraberinde yatırım harcamalarında artışa yol açar ($I\uparrow$). Söz konusu durum, toplam talep ve çıktı miktarında ($Y\uparrow$) artış meydana getirir (Mishkin, 1996: 2-3).

Parasal bir daralmaya bağlı olarak ise de; ($M\downarrow$), reel faiz oranlarındaki bir artış ($r\uparrow$) ise sermaye maliyetlerini arttırmaktadır. Söz konusu durum toplam talep ve çıktı miktarında azalışa yol açmaktadır ($Y\downarrow$):

$$M\downarrow \Rightarrow r\uparrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

Görüldüğü üzere faiz oranları hem ekonominin bütününe etkilemesi açısından, hem de hisse senedi piyasaları üzerinde doğrudan tesiri olan bir değişkendir. Dolayısıyla hükümetlerin ve bireysel yatırımcıların faiz oranlarının seyrini takip etmeleri ve ona göre yatırım kararlarını vermeleri yararlarına olacaktır.

3.2.2. Reel Efektif Döviz Kuru ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

En basit haliyle yabancı paralara döviz; yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değerine ise döviz kuru denilmektedir. Bir ekonominin başka bir ekonomiyle ilişki kurmasında önemli bir fonksiyona sahip olan yabancı para, ülkelerin dış ekonomik dengeleri üzerinde önemli bir yere sahiptir.

Döviz kurlarının, hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini anlamak, politika yapıcılar ve yatırımcılar için sürekli değişen küresel ortamda oldukça önemlidir. Aynı şekilde, döviz kurlarının, hisse senedi fiyatlarıyla ilişkisinin bilinmesi, yatırımcıların riski verimli bir şekilde yönetmesini sağlayabilir (Kutty, 2010: 2).

Finansal iktisat literatüründe menkul kıymet borsası getirileri ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi birden fazla teorik yaklaşım ile açıklamak söz konusudur. Bu açıdan, döviz kurları ile hisse senetleri ilişkisine yönelik yapılan çalışmalar genellikle farklı sonuçlar vermiştir. Söz konusu literatüre bakıldığında, ele alınan çalışmaların ortak bir kanaat oluşturduğu söylenemez. Genel olarak döviz kurları ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki iki farklı yaklaşım ile ele alınmaktadır.

Bunlar; geleneksel yaklaşım ve portföy dengesi yaklaşımıdır (Kutty, 2010: 3; Ajayi ve Mougoue, 1995: 193-194).

Geleneksel yaklaşım, döviz kurlarının hisse senedi fiyatları ile olan ilişkisine dış ticaret yaklaşımıyla açıklama getirir. Bu teoriye göre döviz kurlarında meydana gelen bir değişim cari işlemler vasıtasıyla ülkelerin ekonomik performansını etkiler. Teori; ulusal paranın değerlenmesi durumunda ihracat ağırlıklı bir ülkenin ekonomisini kötü etkileyeceğini ve hisse senedi piyasalarını negatif yönde etkileyeceğini savunur. Çünkü ihracat ağırlıklı bir ekonomide ulusal parada bir değerlenme ihraç mallarını daha pahalı kılmaktadır. Diğer yandan ithalat ağırlıklı bir ekonomide döviz kurlarında meydana gelen düşme ulusal parayı değerli kılacağından girdi maliyetlerinde düşüş görülecektir. Böylece firmaların kârlılığı olumlu yönde etkilenir. Bu durum beraberinde hisse senedi fiyatlarında artış meydana getirecektir. Dolayısıyla döviz kurlarında meydana gelen değişim ülkelerin ihracat ya da ithalat ağırlıklı ekonomi olmalarına bağlı olarak hisse senetlerini pozitif ya da negatif yönde etkileyecektir (Fauziah vd. 2015: 125-128; Ghazali ve Yaso, 2008: 53; Abdalla ve Murinde, 1997: 26-27).

Portföy dengesi yaklaşımında ise nedensellik ilişkisi hisse senetlerinden döviz kurlarına doğrudur. Diğer bir deyişle, hisse fiyatlarındaki değişimler döviz kurlarının bir nedenidir. Örneğin, hisse fiyatlarındaki bir artış yabancı sermayenin ülkeye girişlerini arttırmaktadır. Bu durum ulusal paranın değerinde artış meydana getirir. Yerli paranın değerlenmesiyle döviz kurları düşmüş olacaktır. Sonuç olarak, hisse senetlerinde meydana gelen artış döviz kurlarını düşürecektir. Diğer taraftan, borsada bir düşüş yaşanması yerli yatırımcıların servetlerinde bir düşüşe neden olup, sermaye çıkışını hızlandıracaktır. Sermaye çıkışına bağlı olarak döviz kurları artış gösterecek ve ulusal para değer kaybedecektir. Dolayısıyla, portföy dengesi yaklaşımında hisse senedi fiyatlarının düşmesine bağlı olarak ulusal para değer yitirecektir. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru değerlenecektir (Oskooee ve Sohrabian, 1992: 460; Kutty, 2010: 3). Gelişen ülkelerdeki yüksek enflasyon dönemleri paranın fonksiyonlarını azaltmaktadır. Öyle ki, bu ülkelerde yüksek enflasyona bağlı olarak yerli paranın mübadele fonksiyonu ve servet biriktirme görevini yabancı paralar üstlenir. Para ikamesi olarak bilinen bu durumda genellikle Amerikan doları mübadele ve yatırım aracı sıfatını kazanır. Yabancı paranın talep

artışı alternatif yatırım araçlarından kaçışı beraberinde getirir. Böyle bir durumda döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları üzerinde de etki oluşur (Öztürk, 2008: 28). Döviz kurları, dinamik yapısından ve sürekli hareketliliğinden dolayı, özellikle gelişmekte olan ekonomiler açısından, ekonominin en önemli faktörlerinden biridir. Hisse senetleri fiyatları üzerinde dışsal bir etkiye (egzojen) sahip olan döviz kurları bu bakımdan hem firmalar üzerinde, hem de ekonominin bütününde önemli rol oynar.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde döviz kurları, iktisadi parametrelere etkide bulunan temel değişkenlerden biridir. Para otoriteleri de buradan hareketle belli aralıklarla para politikası araçları (kısa vadeli faiz oranları) ile kurların seyrini etkilemeyeabilmektedir. Böylece parasal otoritenin, döviz kurlarında etki yaratması ile hem ihracatta hem de reel üretim düzeyinde değişim meydana gelebilmektedir (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012: 56). Bu açıdan ekonominin önemli aktarım kanallarından olan döviz kuru kanalı da varlık fiyatlarını etkiler. Döviz kuru kanalı, faiz oranı kanalından yola çıkarak aktarım mekanizmasını açıklar. Bu bağlamda reel faiz oranlarındaki bir düşüş yerli paranın değer kaybetmesini, yabancı paranın ise değer kazanmasına yol açar. Dolayısıyla, yerli para değer kaybederken yabancı para değer kazanmaktadır. Bu durumda kurlar ($E \uparrow$) yükselir. Ulusal paranın değer kaybetmesine bağlı olarak yerli mallar ucuzlar ve net ihracatta ($NX \uparrow$) artış yaşanır. Sonuç olarak, çıktı miktarında artış ($Y \uparrow$) görülür (Mishkin, 1996; Mishkin, 2001).

$$M \uparrow \Rightarrow \dot{r} \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Para arzında yaşanan bir daralma sonucunda ise faiz oranları artar ($\dot{r} \uparrow$) ve bu durumda ülkeye yabancı sermaye girişi olur. Yabancı sermaye girişindeki artışla birlikte ülkedeki döviz miktarı artar. Bu gelişme döviz kurlarını düşürüp ($E \downarrow$) net ihracat üzerinde azaltıcı ($NX \downarrow$) etki yapar. Sonuç olarak çıktı miktarında düşüş ($Y \downarrow$) yaşanır.

$$M \downarrow \Rightarrow \dot{r} \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Ülkedeki reel ekonomik faaliyetlerin bir göstergesi sayılan çıktı miktarındaki değişim de şüphesiz hisse senedi piyasaları üzerinde etkili olacaktır. Dolayısıyla hem döviz kurunun hem de hisse senedi piyasalarının birbirine etki eden yönleri vardır. Bu karşılıklı etkileşim hisse senedi fiyatlarının daha iyi anlaşılmasını kolaylaştıracaktır.

3.2.3. Enflasyon ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

Enflasyon ortamında yerli para değer kaybedeceğinden kişiler ya da kurumlar yerli paradan kaçacaklardır. Yerli paradan kaçış değer kaybının olmadığı ya da az olduğu varlıklara yönelik olur. Bu tür bir ortamda paradan diğer varlıklara ve diğer varlıklardan yeniden paraya doğru bir işlem yapmak gerekir ki, bu da kişilerin ve kurumların işlem maliyetlerini arttırıcı rol oynar (Uygur, 2003: 58).

Enflasyon ile hisse senetleri arasındaki ilişkiyi açıklayan farklı görüşler mevcuttur. Bunlardan ilki enflasyonun hisse senetleri için bir koruyucu olduğu yönündedir. İkincisi enflasyon ile hisse senetleri arasında negatif bir ilişki olduğu yönündedir. Sonuncusu ise hisse senetleri ile enflasyonun bir birinden bağımsız olduğu görüşüdür (Boztosun, 2010: 40). Fakat literatürde hisse senedi fiyatları ile enflasyon ilişkisinin daha çok negatif olduğu düşünülmektedir (Fama, 1981; Fama, 1990; Chen vd. 1986; Nelson, 1976; Feldstein, 1978). Bu görüşün aksini iddia edenler de olmuştur. Örneğin, enflasyon borçlunun lehine bir avantaj sağlamaktadır. Bu da borçlu olan firmaların enflasyon artışı karşısında hisse senetlerine olumlu yansiyacaktır (Graham, 1996).

Günümüzde gelişmeye çalışan ülkelerin temel sıkıntılarında biri de yüksek enflasyondur. Enflasyonda düşüş sağlanması için öncelikli olarak bu amaca yönelik bir para politikası oluşturulmalıdır. Özellikle bu süreçte tasarrufların arttırılması önem taşımaktadır. Bu noktada sermaye piyasaları belirgin rol oynar. Zira gelişmiş bir sermaye piyasası, ekonomilerin tasarruflarının arttırılmasında etkilidir. Fakat yüksek enflasyon tasarrufların sermaye piyasası dışında değerlendirilmesine yol açabilir. Bu durum da sermaye arzında azalmaya neden olur (Albeni ve Demir, 2005: 4). Bu durumun başlıca diğer nedeni ise enflasyonunu firmaların nakit akışını bozmasıdır. Çünkü enflasyondaki artış öncelikli olarak

firmaların maliyetlerinin arttıracaktır. Dolayısıyla üretim maliyetleri artan firmaların hisse senetlerini olumsuz yönde etkileyeceği düşünülür.

3.2.4. Para Arzı ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

Para arzının, hisse senetleri fiyatları üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Genel kanı para arzındaki artışın reel ekonomik faaliyetleri olumlu yönde etkileyeceği yönündedir. Bilindiği gibi para arzındaki artış faiz oranlarını düşürecek, düşen faiz oranlarına bağlı olarak yatırımlar artacaktır. Yatırımlardaki artış ise hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkileyecektir.

Literatürde para arzıyla hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki daha çok Tobin-Q teorisi yardımıyla açıklanmaktadır. Temelde bu teori para politikalarının hisse senedi piyasalarını nasıl etkilediğini ele alır. Buna göre emisyon hacmi artan bir ekonomide faiz oranları düşer. Faiz oranlarının düşüşü hisse senetlerine olan talebi artırır. Bu durum karşısında hisse senedi fiyatları yükselir. Buradaki Tobin-Q' su şirketin piyasa değerinin sermayenin yenilenme maliyetine oranı olarak tanımlanmaktadır (Barro, 1990: 115-116).

$$Q = \text{Şirketin piyasa değeri} / \text{Sermaye yenilenme maliyeti}$$

Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi Q değerini yükseltecektir. Buradaki sermaye yenileme maliyetinin düşmesi firmaların daha çok yatırım yapmasını sağlar. Buna göre $Q > 1$ 'den yüksek olması durumunda firmalar mevcut sermaye stoğunu arttırarak yatırım yapmak isteyeceklerdir. Firmanın Q değerinin 1'den büyük olması durumunda firmanın piyasa değeri sermayenin yenilenme maliyetinin üzerinde olacaktır. $Q < 1$ düşük olduğu durumda ise firmalar yatırım yapmakta isteksiz davranacaktır. Nitekim sermayenin yenilenme maliyeti firmanın piyasa değerinden büyük olacaktır. Bu durumda yatırımlar azalmış olacaktır (Tobin, 1969; Mishkin 1996: 3-4). Buna göre;

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow Q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Yukarıdaki denkleme göre, para arzında (M) meydana gelen bir artış hisse senedi fiyatlarının (P_s) ve Tobin-Q'nun artmasına yol açacaktır. Bu durum yatırımların (I) ve milli gelirin (Y) artışını sağlar (Mishkin, 2001: 1-2).

Bunun yanında literatürde Rozeff (1974)'in çalışması para politikalarının hisse senedi fiyatları ile ilişkisinde temel teşkil eder. Buna göre çalışmada para arzı değişkenleri kullanılarak hisse senedi getirilerinin regresyon modelleri çerçevesinde incelenmiştir. Sonuçlar ABD' de hisse senetlerinin para politikası açısından etkin olduğunu ortaya koymuştur. Buna karşın literatürde para arzıyla borsalar arasında ters bir ilişki olduğuna yönelik görüşler de mevcuttur (Gan, 2006: 91). Bu görüşe göre para arzındaki bir artış enflasyon oranlarını yükseltecektir. Enflasyondaki artışa bağlı olarak ekonomide görülen belirsizlik hisse senedi piyasalarını olumsuz yönde etkileyecektir. Zira enflasyondaki artış beraberinde faizlerin de artmasına neden olur. Bu duruma bağlı olarak hisse senedi fiyatları düşecektir.

3.2.5. Sanayi Üretimi ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

Hisse senedi piyasaları ile reel üretim ilişkisi finans literatüründe çokça tartışılmaktadır. Reel ekonomik faaliyetler ile hisse senedi piyasaları arasındaki etkileşimin yüksek olduğu düşünülmektedir.

Gayri Safi Milli Gelir (GSMH) üzerinde meydana gelen değişikliklerin, hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi, hükümet harcamalarında meydana gelen bir değişikliğin hisse senedi fiyatlarına olan etkisine benzer. Örneğin, GSMH'de bir artış yaşandığını farz edersek çarpan etkisiyle reel gelir de artış gösterecektir. Ekonomide toplam arz esnekliği uygunsa, çarpan reel yönde işlemiş olacaktır. Ekonomideki reel gelirin artış göstermesi hane halkının kullanılabilir gelirinde artış meydana getirecektir. Gelirleri artan hane halkının mal ve hizmet talebi artış gösterecektir. Sonuç olarak, talepte gözle görülür bir artış yaşanacaktır. Ekonomide toplam talebin artış göstermesi şirket kazançlarına olumlu yansıtacak ve şirketlerin hisseleri değerlenecektir. Hem şirketlerin kazançlarında hem de bireylerin servetlerinde meydana gelen artış ekonomide toplam refahı artırıcı rol

oyunar ve daha fazla yatırım ve tüketimi teşvik eder (Kanalıcı, 1997: 48-49; Barro, 1990: 122-124).

3.2.6. Tüketici ve Üretici Güven Endeksi ile Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi

Finans teorisi yatırımcıların yatırım kararlarında, her zaman rasyonel davranmadıkları ve yatırım kararı sürecinde birçok psikolojik faktörün etkisinde kaldığını göstermiştir. Yatırımcıların gelecekle ilgili beklentileri bu psikolojik faktörlerden biridir. Yatırımcıların gelecek beklentilerini ve piyasaya bakış açılarını tespit etmenin yollarından birisi ise belli periyotlarla ölçülen güven endeksleridir (Korkmaz ve Çevik, 2009: 24-25). Bu kapsamda ekonominin gelecek seyrini öngörmede tüketicilerin ve üreticilerin güvenini ölçmek için farklı güven endeksleri türetilmiştir. Tüketici ve üretici güven endeksi olarak adlandırılan bu endeksler, ekonomiyi izlemek için önemli avantaj sağlamaktadır. Hane halklarının iktisadi faaliyetleri ile ilgili geleceğe yönelik olarak beklentileri tüketici endeksini oluşturmaktadır. İşletmelerin ise yatırım, üretim ve sipariş kararlarını vermede ekonomiye duyduğu güven, üretici güven endeksini oluşturmaktadır. Bu bakımdan hane halklarının ve işletmelerin ekonominin geleceğine yönelik beklentileri ekonomide çok sayıda parametre ile ilişkilidir (OECD).

Tüketici duyarlılığı, reel çıktı ve tüketim harcamaları gibi ekonomik faaliyet seviyelerinde önemli rol oynadığı için borsalar üzerinde bir etki yaratmasını beklemek doğaldır. Firmaların ve tüketicilerin ekonominin geleceğine yönelik olumsuz beklentileri reel kesimde daralmaya neden olacaktır. Çünkü bir ülkede ekonomiye duyulan güven zayıflığı, beraberinde ekonomik gidişatta belirsizlik yaratacaktır. Bundan dolayı durgunlaşan ya da daralan bir ekonomide, üretim ve buna bağlı olarak istihdam azalacaktır. Bu durum ekonomide bir kısır döngüye yol açabilmektedir. Bununla beraber ekonominin geleceğine duyulan güven oluşumu yeniden sağlandığında belirsizlik ortadan kalkacaktır. Bu durum beraberinde ekonomik canlılık getirecektir. Çünkü hem hane halkının hem de üreticilerin ekonomiye olan güveninin sağlanması mal ve hizmet talebini arttıracaktır (Arisoy, 2012: 305; Chen, 2011: 225).

Yatırımcılar, yatırım kararı verirken psikolojik, sosyal-kültürel ve siyasi faktörlerler birlikte çok sayıda iktisadi faktörden etkilenirler. Ülkedeki, genel ekonomik durum göstergelerinden biri olan hisse senedi piyasalarının seyri de, tüketicilerin geleceğe yönelik beklentilerini etkileyebilmektedir. Bu durum hisse senedi fiyatlarındaki değişimin gelir ve servet etkisi yaratmasından kaynaklanmaktadır (Topuz, 2011: 54). Hisse fiyatlarındaki artış genelde tüketicilerin ekonomiye olan güvenini arttırmasıyla, iki farklı şekilde tüketimi arttırır. Birincisi; hisse senedi fiyatlarının artmasına bağlı olarak refah artışı yaşanması ve bunun da gelecek ile ilgili iyimserliği arttırmasıdır. Söz konusu etki, hisse senedi piyasalarında az yatırıma bulunan ülkelerdeki hane halkı için daha az önem arz edecektir. İkinci neden ise yükselen hisse senedi fiyatları, ekonomistler tarafından gelecekteki ekonomik iyileşmenin bir habercisi olarak yorumlanmaktadır. Aynı zamanda hisse senetlerinin piyasalar için öncü göstergelerden biri olması, varlık fiyatları kanalından tüketici davranışlarını etkileyebilmektedir (Korkmaz ve Çevik, 2009: 25).

Bu kapsamda literatürde tüketici ve üretici güveni ile menkul kıymet piyasaları arasında çok sayıda çalışma mevcuttur. Yapılan çalışmaların birçoğunda hisse senedi piyasalarıyla ekonominin güven cephesini oluşturan tüketici ve üretici güveni arasında pozitif ilişki bulunmuştur (Yew-Kwang, 1992; Qiao, McAleer ve Wong, 2009; Fisher ve Statman, 2003; Ludvigson, 2004).

3.3. Gelişmiş ve Yükselen Piyasa Ülkelerinin Ekonomik ve Finansal Göstergeleri

Son yıllarda ekonomilerin zenginliklerine göre ayrıştırılması yaygınlık kazanmıştır. Bu ülke gruplarından en bilineni G-7 ülkeleridir. Dünyanın en zengin yedi ülkesini bünyesine alan bu gruba son yıllarda başka bir ülke grubu rakip çıkmıştır. Bir takım iktisadi ve finansal göstergelerin baz alınarak ayrıldığı bu ülke gruplarından, son yıllarda adını sıkça duyduğumuz E-7 ülkeleri ön plana çıkmıştır.

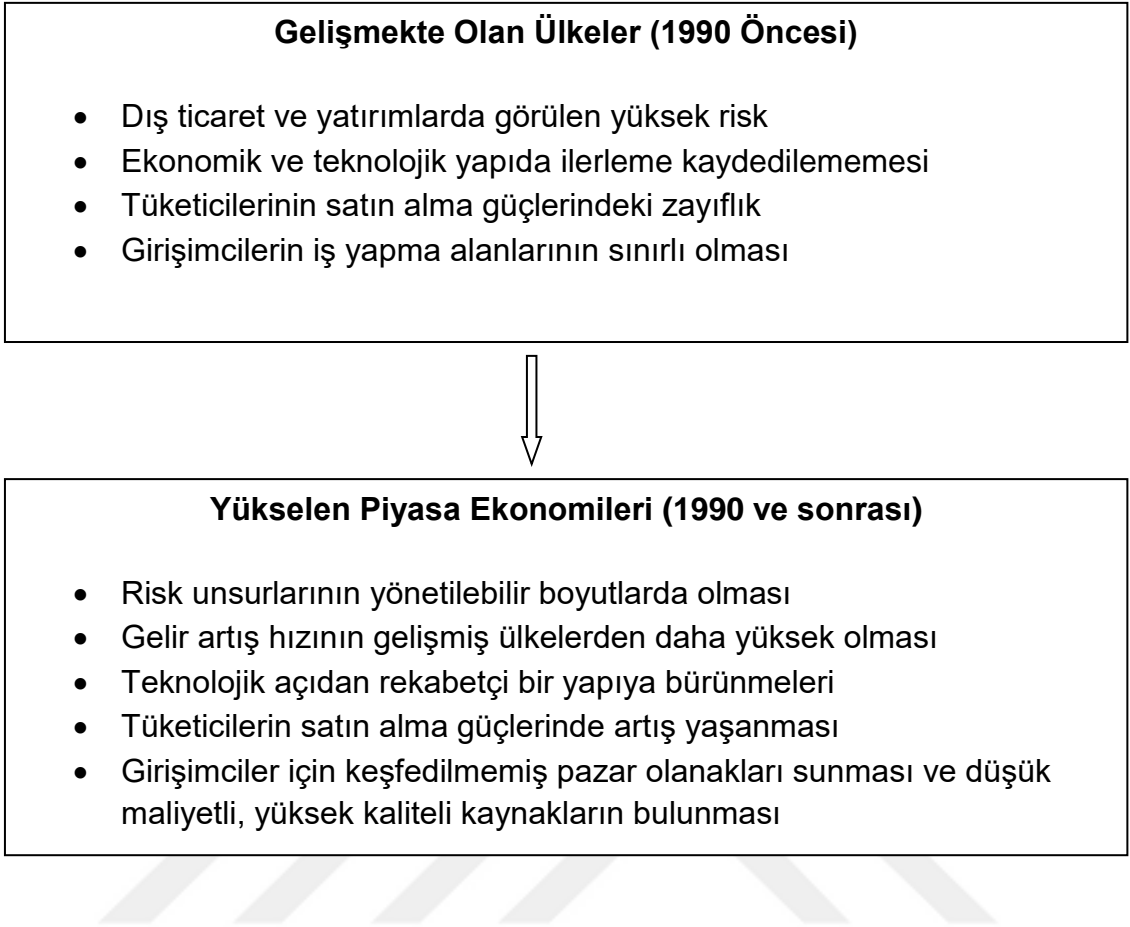
Bu kısımda gelişmişlik ve kalkınmışlık seviyesini yakalamış G-7 ülkeleriyle; gelişmişlik yolunda ilerleyen E-7 ülkelerinin iktisadi ve finansal göstergeleri karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır.

3.3.1. E-7 Ülkeleri

Yükselen piyasa ekonomileri (emerging market economy) kavramı iktisat literatürüne ilk defa 1981 yılında Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan Uluslararası Finans Kurumu'ndan (International Finance Corporation-IFC) Antoine W. Van Agtmael tarafından kullanılmıştır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerini tanımlamak amacıyla kullanılan yükselen piyasa ekonomileri esas itibariyle düşük ve orta düzeyde kişi başı gelire sahip ülkelerini betimlemektedir. Yükselen piyasa ekonomileri dünya nüfusunun yaklaşık % 80'ini barındırmaktadır (Atik, 2005: 5 - 6).

Son yıllarda, yükselen piyasa ekonomileri arasındaki bazı ülkelerin göstermiş oldukları yüksek ekonomik performans bu ülkeleri diğer gelişmekte olan ülkelere ayırmıştır. E-7 (Emerging-7) ülkeleri olarak adlandırılan bu ülkeler; Türkiye, Meksika, Çin, Endonezya, Brezilya, Rusya ve Hindistan'dır. Tamamı G-20⁵ üyesi olan bu ülkeler özellikle son 20 yılda dünya ekonomisinde etkinliğini artırmıştır. Söz konusu bu ülkelerin ekonomilerinin göstermiş olduğu performans sayesinde dünyada yaşanan hızlı değişimi kendi lehlerine çevirebilmişlerdir. Siyasi ve ekonomik alanda dünya ekonomisinde etkinliği artan bu ülkelerin en dikkat çeken yanı son yıllarda göstermiş oldukları hızlı ekonomik büyümedir.

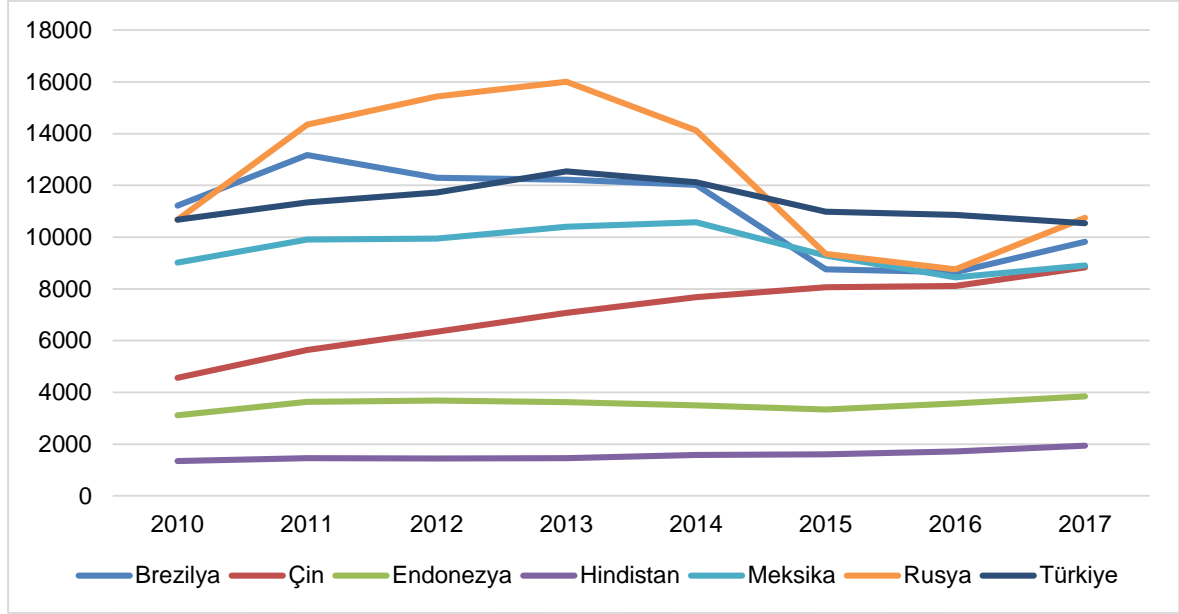
⁵ Dünya genelinde üretimin %80'inden fazlasını gerçekleştiren kalkınmış ve gelişen ülkelerin oluşturduğu örgüt.



Şekil 3.2. Gelişen ve Yükselen Piyasa Ekonomileri

Kaynak: Çivi ve Çavuşgil, 2001, 117.

Bu noktada yükselen ekonomiler birer gelişen ekonomi olarak adlandırılmaktadır. Gelişen ülkeler ise yükselen ekonomiler kategorisine dâhil edilmemektedir (Çivi ve Çavuşgil, 2001: 117-118). Çünkü yükselen ekonomilerin dünya ekonomisindeki ağırlığı diğer gelişmekte olan ülkelere göre hissedilir boyutlardadır. Bu bakımdan bu ülkelerin dünya ekonomisinin geleceği hakkında daha fazla söz sahibi olması muhtemeldir. Öyle ki, yükselen ekonomiler arasında gösterilen Çin'in 2020'li yıllara gelmeden; Hindistan'ın ise 2050 yılında halen dünyanın en büyük ekonomisi konumunda olan ABD ekonomisini geçeceği tahmin edilmektedir.



Şekil 3.3. E-7 Ülkeleri Kişi Başına Düşen Milli Gelir (\$) 2010 - 2017

Kaynak: Dünya Bankası

Son dönemde Endonezya ve Hindistan hariç, E-7 ülkelerinin kişi başına düşen gelir seviyesinin 10 bin dolar civarında seyrettiği görülür. E-7 ülkelerinin gelişme konusundaki kararlılıkları onları bir üst basamağa taşıyabilmiştir.

Çizelge 3.1. E-7 Ülkeleri Gelir Grubu (2017)

E-7 Ülkeleri	Gelir Grubu
Brezilya	Üst Orta Gelir
Çin	Üst Orta Gelir
Endonezya	Alt Orta Gelir
Hindistan	Alt Orta Gelir
Meksika	Üst Orta Gelir
Rusya	Üst Orta Gelir
Türkiye	Üst Orta Gelir

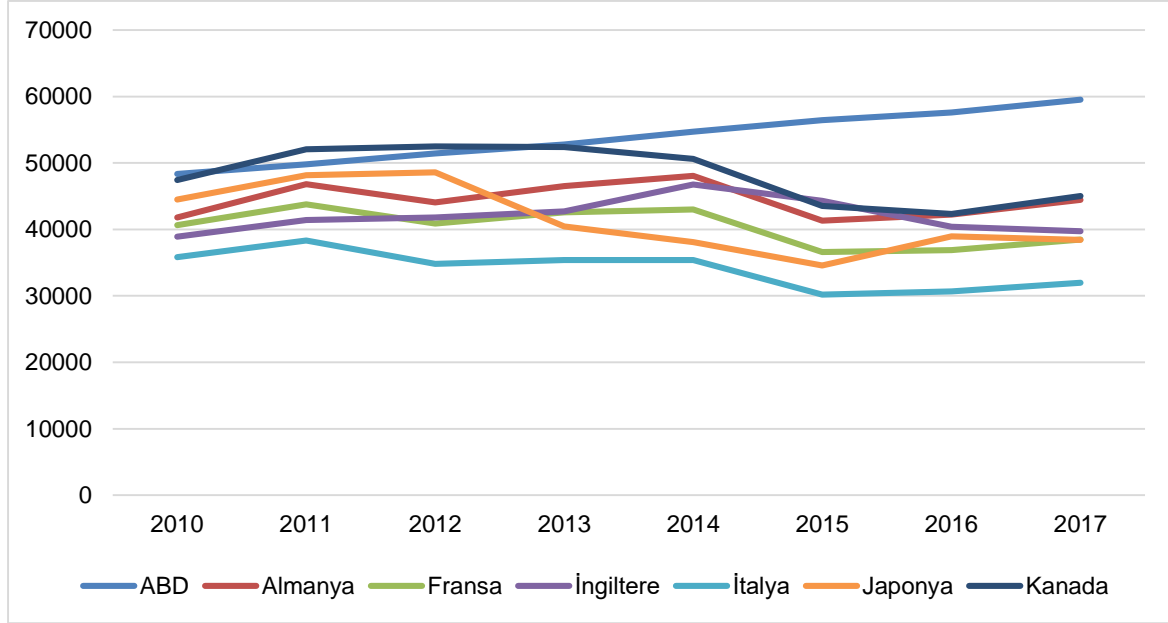
Kaynak: Dünya Bankası

Kişi başına düşen milli gelir bakımından E-7 ülkeleri bu noktada hızlı bir gelişim göstermektedir. 2017 yılı itibarıyla, Endonezya ve Hindistan dışındaki diğer ülkeler ekonomik gelişmelerine bağlı olarak üst-orta gelir grubu içerisinde yer alan ülkelerdir.

3.3.2. G-7 Ülkeleri

Ekonomilerin gelişmişlik seviyesinin ölçümünde farklı kriterler kullanılabilir. Gelişmişlik seviyesinde hangi kriterlerin temel alacağı konusunda farklı yaklaşımlar söz konusu olsa da genellikle ekonomik kriterler ağır basmaktadır. Ekonomilerin gelişmişlik düzeyini belirlemede dikkate alınan en önemli ölçütlerden biri kişi başına düşen milli gelirdir. Kişi başı milli geliri yüksek olan ekonomiler gelişmiş ülke olarak adlandırılmaktadır. Ülkelerin gelişmişliğinin belirlenmesinde dikkate alınan diğer bir ekonomik ölçüt ise sanayileşme seviyesidir. Yüksek düzeyde endüstrileşmiş ülkeler gelişmiş ekonomiler arasında yer alır. Bununla beraber, kalkınmışlık göstergelerinden sayılan eğitim ve sağlık gibi birtakım faktörler de gelişmişlik kriteri olarak kullanılmaktadır (Dalğar vd. 2012: 80).

Bu bağlamda Grup-7 (G-7) olarak bilinen ve dünyadaki en sanayileşmiş yedi ekonomisini oluşturan ülkeler, önceleri G-6 ülkeleri (ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya) olarak 1975 yılında kurulmuştur. Daha sonra bu gruba Kanada dâhil edilmiştir. 1987'den bu yana G-7 maliye bakanları ve merkez bankası yöneticileri dünya ekonomisindeki gelişmeleri izlemek ve ekonomi politikalarını değerlendirmek için en az altı ayda bir toplanmaktadır. G-7 gurubu, büyük sanayi ülkelerinin küresel ekonomik ve finansal konuların tartışılması için bir forum olarak işlevini sürdürmektedir (IMF).



Şekil 3.4. G-7 Ülkeleri Kişi Başına Düşen Milli Gelir (\$) 2010 – 2017

Kaynak: Dünya Bankası

Bu bağlamda ülkelerin gelir grubu sınıflandırılmasında G-7 ülkeleri kişi başı düşen milli gelir bakımından yüksek gelirli ülkeler grubuna dâhildir. 2017 yılı kişi başı milli geliri verilen Şekil 3.4.'de ABD'nin en yüksek kişi başı gelire sahip ülke olduğu görülür.

Çizelge 3.2. G-7 Ülkeleri Gelir Grubu (2017)

G-7 Ülkeleri	Gelir Grubu
ABD	Yüksek Gelir
Almanya	Yüksek Gelir
Fransa	Yüksek Gelir
İngiltere	Yüksek Gelir
İtalya	Yüksek Gelir
Japonya	Yüksek Gelir
Kanada	Yüksek Gelir

Kaynak: Dünya Bankası

En gelişmiş ve kalkınmış yedi ülkenin oluşturduğu G-7 grubu aynı zamanda ileri teknolojiyle bu refah seviyesini koruyabilmekte ve sürdürebilmektedir. G-7 ülkeleri

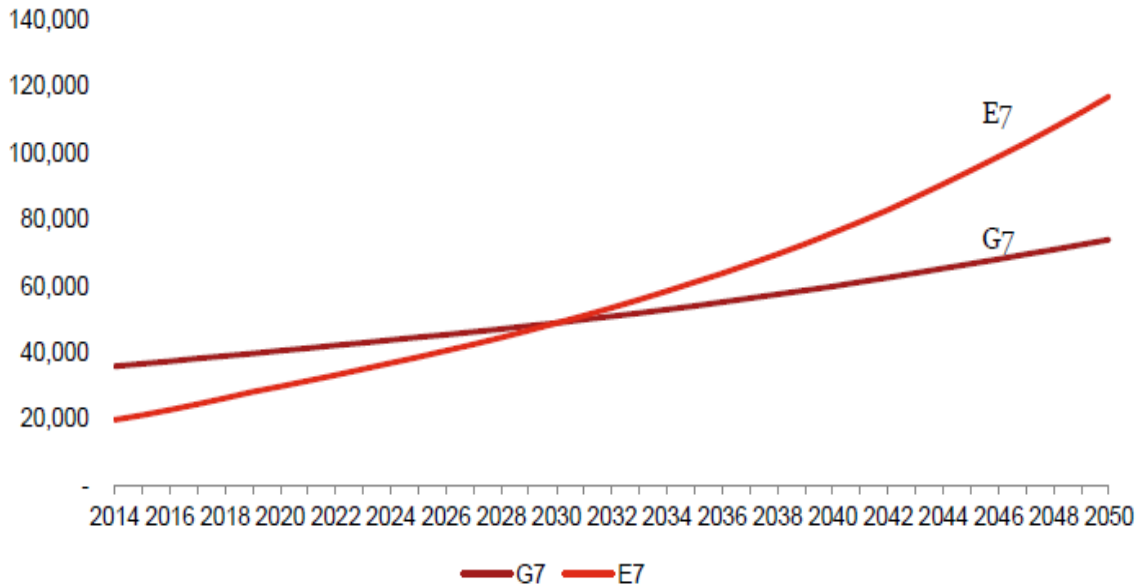
ekonomik gelişimlerine bağlı olarak yüksek gelir grubu içerisinde yer alan ülkelerdir.

3.3.3. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Ekonomik ve Sosyal Yapıları Bakımdan Karşılaştırılması

Yukarıda G-7 ve E-7 ülkelerine ait bir takım bilgiler verilmiştir. Özellikle E-7 ülkelerinin adından son yıllarda sıklıkla bahsedilmesi bu ülkelerin dikkat çekmesini sağlamıştır. Bu bağlamda aşağıda, G-7 ve E-7 ülkeleri ile ilgili bir takım ekonomik büyüklükler verilmiş, yorumlanmış ve karşılaştırılmıştır.

3.3.3.1. Büyüme Hızları

Ekonomilerin gelişim göstermesi açısından önemli bir gösterge niteliği taşıyan büyüme oranları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık göstermektedir. Bu yönde bir ilişki için G-7 ve E-7 ülkelerine bakacak olursak; bu iki ülke grubunun büyüme performansı üzerine yapılan gelecek projeksiyonlarında E-7 ülkelerinin, G-7 ülkelerinden daha yüksek bir büyüme ivmesi yakalayacağı görülür.



Şekil 3.5. G-7 ve E-7 ülkelerinin büyüme projeksiyonu (2014 - 2050)

Kaynak: PwC, 2015, s.9

E-7 ekonomilerinin 2014 - 2050 yılları arasında dünya ekonomisinin itici gücü olması bekleniyor. Yapılan analizlerde E-7 ülkelerinin 2014 – 2050 arasında yıllık ortalama % 3.8 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Aynı dönemde G-7 ülkeleri ortalama % 2.1' lik bir oranda büyüyebilecektir. Diğer taraftan Şekil 3.5' de G-7 ve E-7 ülkelerinin uzun dönemli GSYİH tahminleri verilmiştir. Buna göre E-7 ülkelerinin, G-7 ülkelerini 2030'lu yıllarda geçebileceği öngörülmektedir. 2050 yılına gelmeden önce E-7 ülkelerinin 100 trilyon doların üzerinde bir GSYİH seviyesine yaklaşacağı hesaplanmaktadır (PwC, 2015: 8-10). E-7 grubunda gerçekleşecek olan büyüme ivmesinin büyük oranda Çin ve Hindistan kaynaklı olacağı tahmin edilmektedir.

Çizelge 3.3. G-7 ve E-7 ülkeleri GSYİH (Satın alma gücü paritesine göre)

Ülkeler	2016	2050	Ülkeler
Çin	1	1	Çin
ABD	2	2	Hindistan
Hindistan	3	3	ABD
Japonya	4	4	Endonezya
Almanya	5	5	Brezilya
Rusya	6	6	Rusya
Brezilya	7	7	Meksika
Endonezya	8	8	Japonya
İngiltere	9	9	Almanya
Fransa	10	10	İngiltere

Kaynak: PwC, 2017, s.4

PwC – 2017 (Price water house-Coopers) tarafından 2050 yılına kadar dünyada gerçekleşmesi beklenen ekonomik değişimlerin analiz edildiği çalışmada, 2050 yılında yükselen yedi ekonomi arasında olan Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika ve Rusya'nın ekonomik büyüklük bakımından ilk on ekonomi arasında yer alacağı tahmin edilmiştir. Raporda, Çin'in hızlı büyümesi E-7 ülkeleri üzerinde büyüme bakımından olumlu etkisinin olacağı vurgulanmıştır. Halihazırda satın alma gücü paritesine göre GSYİH bakımından dünyada ilk sırada yer alan Çin ekonomisinin, 2050 yılında da dünyanın en büyük ekonomisi olacağı belirtilmiştir.

Bununla beraber gelişmiş ülke grubunda yer alan Fransa, Almanya ve İngiltere'nin yükselen piyasa ekonomilerinin gerisinde kalacağı tahmin edilmiştir.

Çizelge 3.4. G-7 ve E-7 ülkelerinin ortalama risk primleri CRP⁶ (2014)

	Ortalama CRP %
E-7 Ülkeleri	2
G-7 Ülkeleri	0.3

Kaynak: PwC, 2015, s.25

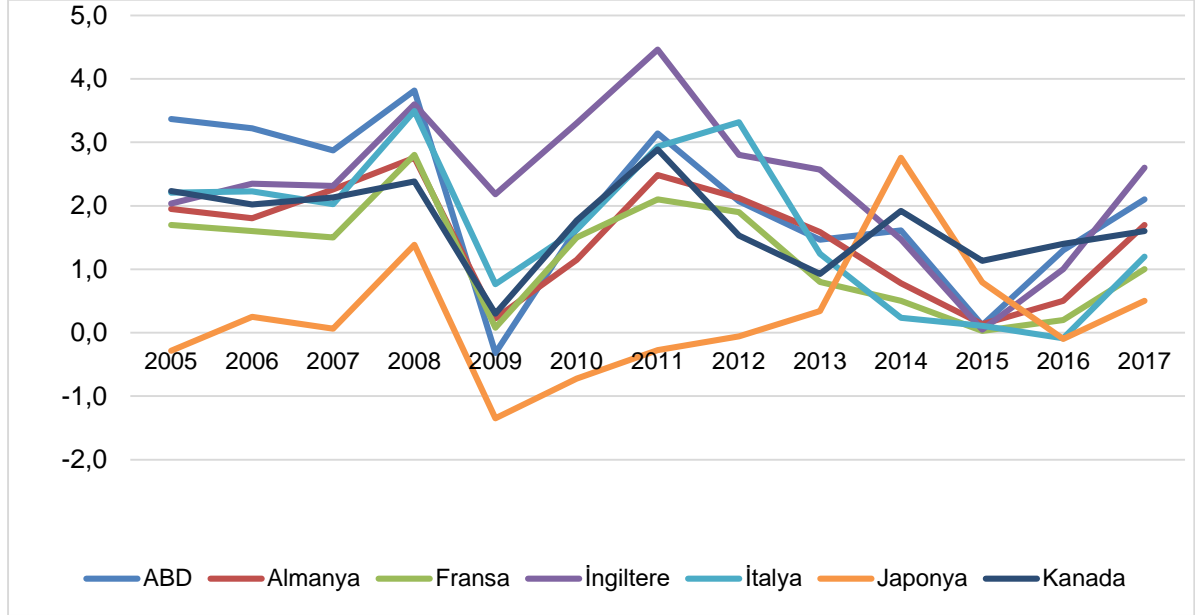
Gelişmiş ülkelere ve diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran oldukça hızlı büyüyen yükselen piyasa ekonomileri, dünya ekonomisinde sahip oldukları konumun gelişmesiyle beraber rekabet güçleri artmaktadır. Bu kadar hızlı gelişme ve değişim gösteren ülkelerde karşılaşılan en büyük sorun ise her türlü riskin yüksekliğidir. Zira birçok yükselen piyasa ekonomisinde politik ve ekonomik belirsizlikler beraberinde geleceğin öngörülmesinde zorlukları getiriyor. Bu ekonomik belirsizlikler sonuç olarak uzun dönemli tahminlerin yapılamaması, stratejilerin sadece kısa dönemli oluşturulabildiği riskli bir ortam karşımıza çıkarmaktadır (Çivi ve Çavuşgil, 2001: 121). Çizelge 3.4.'de görüleceği üzere E-7 ülkelerinin ortalama risk primleri G7 ülkelerinden fazladır. Yükselen piyasa ekonomilerinin birer geçiş ekonomileri olduğu unutulmamalıdır. Bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin sürekli değişkenlik göstermesi ve sermaye piyasaların sığ olması ister istemez bu ülkelerde risk primini arttırmaktadır. Dolayısıyla sözü edilen yükselen piyasa ekonomilerin gerçekleştirmiş oldukları büyüme performansının finansal piyasalara ne derecede yansıdığı ise tartışma içerir. Zira yükselen piyasa ekonomilerin yüksek büyüme performansına karşın finansal derinlik bakımından aynı performansı gösterdiği söylenemez.

3.3.3.2. Enflasyon Oranları

Fiyatlar genel düzeyinin sürekli yükselmesi olarak tanımlanan enflasyon, bazı ülkelerin minimum düzeyde ulaşmak istediği bir faktör olurken; bazı ülkelerin

⁶ Ülke risk primi (CRP), 1998 yılından beri geliştirilmiş bir ekonomik model olarak 187 ülkeyi kapsamaktadır. Ülke risk primi, yatırımcıları çekmek için daha istikrarsız olan ve daha riskli ülkelerin ödemesi gereken yüksek faiz oranları ile bir yatırımcının kendi ülkesinin faiz oranları arasındaki farkı ifade eder.

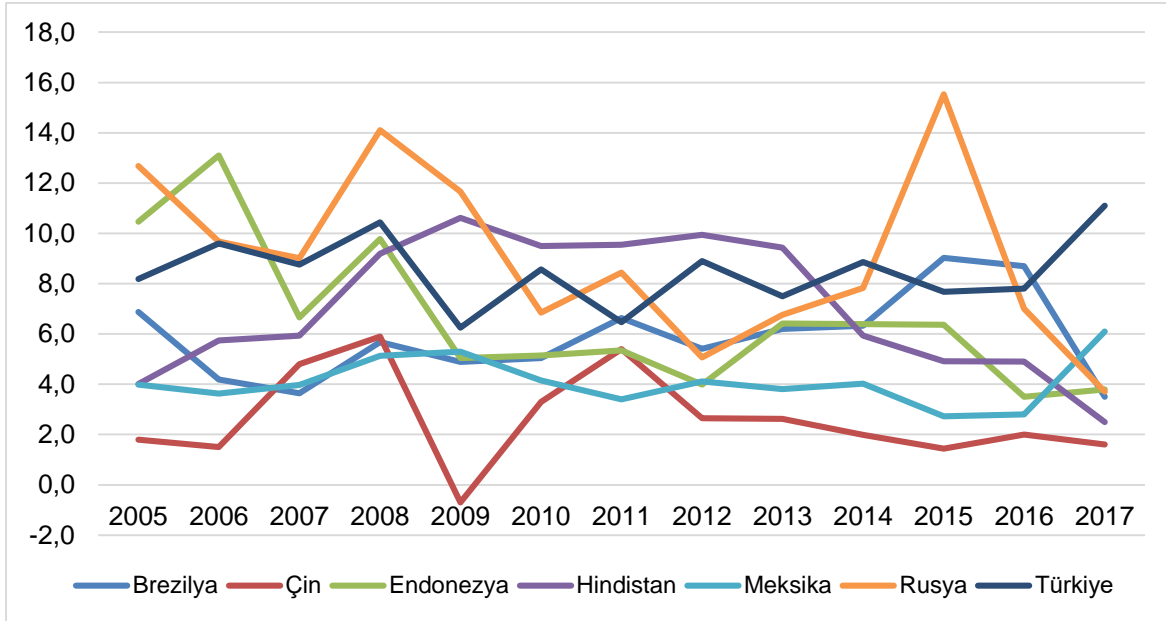
kaçınmak istediği bir faktördür. Özellikle son yıllarda gelişmiş ülkeler bazında bakıldığında enflasyondan ziyade deflasyonist eğilimler görülmektedir. Çünkü bu ülkelerin enflasyon oranları sifıra yakın seyretmektedir. Bu ülkerin başında G-7 ülkeleri yer almaktadır.



Şekil 3.6. G-7 Ülkeleri Enflasyon Oranları

Kaynak: IMF

Şekil 3.6 da görüleceği üzere G-7 ülkelerinin enflasyon oranları son yıllarda %1 seviyelerindedir. 2008 - 2009 küresel finans krizine bağlı olarak küresel ölçekte düşen enflasyon oranları, sonrasında bir çıkış ivmesine girse de, talep daralmasına bağlı olarak son yıllarda yeniden düşüşe geçmiştir. Deflasyon olarak adlandırılan bu durum için çıkış yollarından birisi, faiz oranlarını aşağıya çekmektir. Nitekim küresel kriz sonrasında parasal genişlemeye bağlı olarak faiz oranları düşürülmüştür. Ancak küresel kriz sonrasında yaratılan parasal genişleme ve buna bağlı olarak düşen faiz oranları G-7 ülkelerinde enflasyonu yeterince yükseltememiştir.



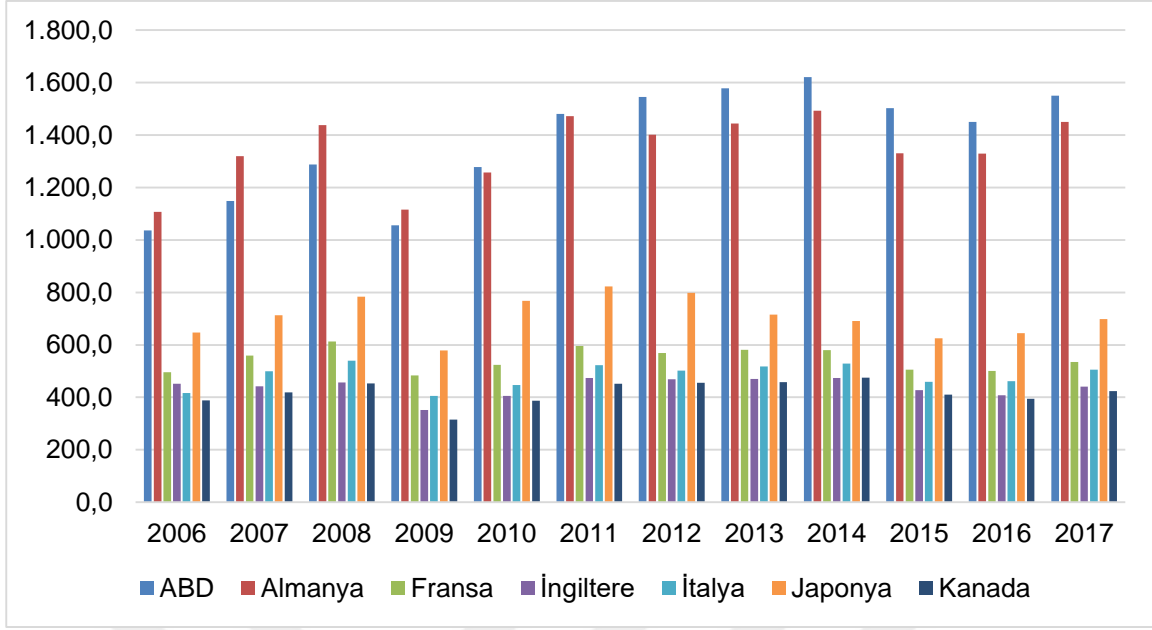
Şekil 3.7. E-7 Ülkeleri Enflasyon Oranları

Kaynak: IMF

E-7 ülkelerinin enflasyon oranları ise G-7 ülkelerine göre daha yüksektir. Küresel talep daralmasına bağlı olarak enflasyon oranları son yıllarda düşüş gösterse de E-7 için enflasyonun hala yüksek olduğu söylenebilir. Özellikle Türkiye’de enflasyon oranları son yıllarda %10’un üzerinde seyretmektedir. Aynı şekilde Meksika’nın da enflasyon oranı son iki yılda artış ivmesi kazanmıştır. Buna karşın yüksek büyüme artışı sergileyen Çin’in enflasyon oranı son yıllarda düşüş göstermiştir. Sonuç olarak, G-7 ülkelerinin deflasyonist süreçten çıkması için fiyat artışları gerekli iken; E-7 ekonomilerinde görülen yüksek enflasyon nedeniyle fiyat artışlarının düşürülmesi gerekmektedir.

3.3.3.3. İhracat Büyüklükleri

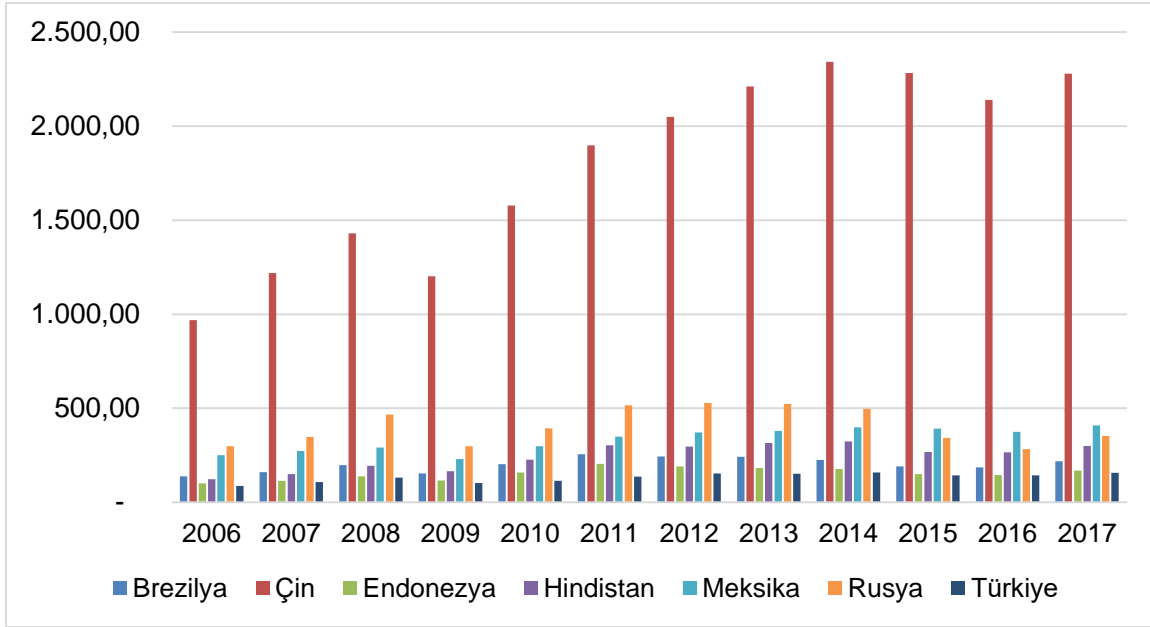
Bir ekonomide yaratılan mal ve hizmet iki türlü alıcı bulur. Bunlar iç ve dış taleptir. İç talep, ülkelerin hane halklarının mal ve hizmetlere yönelik talebini oluştururken; dış talep ülke dışındaki yabancıların o ülkenin mal ve hizmetlere olan talebini oluşturur. Ekonomide ortaya çıkan bu dış talep ihracat olarak adlandırılır.



Şekil 3.8. G-7 Toplam İhracat (Milyar \$)

Kaynak: IMF

Ülkelerin gelişmesinde ve zenginleşmesinde önemli bir yeri olan ihracat, ülke ekonomilerin önemli kalemlerinden birini oluşturur. Şekil 3.8 de, G-7 ülkelerine ait ihracat tutarları verilmiştir. Zengin ülkeler grubunu oluşturan G-7 ülkelerinin ihracat rakamlarının hayli yüksek olduğu görülür. Şekil 3.8. detaylı incelendiğinde en yüksek ihracat tutarlarına sahip iki ülkenin ABD ve Almanya olduğu görülür. Bu ülkeler dışında yer alan diğer G-7 ülkelerinde ise toplam ihracat tutarı, 2006 – 2017 yılları arasında ortalama 600 milyar doların üzerinde seyretmiştir.



Şekil 3.9. E-7 Toplam İhracat (Milyar \$)

Kaynak: IMF

2006 – 2017 dönemi için E-7 ülkelerinin toplam ihracat tutarı, G-7 ülkelerinden daha düşük olduğu görülür. E-7 grubunda dikkat çeken ülke ise Çin olmuştur. Zira Çin son yıllarda dünya ihracat tutarı bakımından adını sıkça duyurmuştur. Şekil 3.9. da görüleceği üzere Çin'in toplam ihracat tutarı sürekli artış göstermiştir. 2014 yılında 2.5 trilyon dolara yaklaşan bir ihracat tutarına erişmiştir. Çin'in ardından en yüksek ihracat tutarına sahip ülke Rusya iken; Türkiye ortalama olarak en az tutarda ihracat yapan ülke konumundadır.

Bunun yanında, G-7 ve E-7 ülkelerinin dünya ihracat miktarından aldıkları pay farklılık göstermektedir. 2016 yılında G-7 ülkelerinin dünya ihracat payı % 32 dolaylarındayken; E-7 ülkelerinin % 22 civarında kaldığı görülür (TİM, 2017: 20-22).

3.3.3.4. Nüfus Büyüklükleri

Ülkelerin nüfus büyüklükleri kendilerine yük getireceği gibi avantaj da sağlayabilir. Özellikle kalkınmış ülkelerde görülen yaşlı nüfus oranının çokluğu, bu ülkelerin ekonomilerindeki dinamizmi azaltabilir. Diğer taraftan gelişen ülkelerde görülen genç nüfus oranının çokluğu bu ülkelerde işsizliği arttırıcı rol oynayabilir.

Çizelge 3.5. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Toplam Nüfusları (2017)

G-7	Nüfus (milyon)	E-7	Nüfus (milyon)
ABD	325	Brezilya	209
Almanya	82	Çin	1386
Fransa	67	Endonezya	263
İngiltere	66	Hindistan	1339
İtalya	60	Meksika	129
Japonya	126	Rusya	144
Kanada	36	Türkiye	80
Toplam	762	Toplam	3550

Kaynak: Dünya Bankası

G-7 ve E-7 ülkeleri nüfus bakımından incelenecek olursa, bu ülkelerin toplam nüfuslarının birbirinden farklı olduğu görülecektir. E-7 ülkelerinin toplam nüfusu, G7 ülkelerinden yaklaşık beş kat fazladır. G-7 ülkelerinden en az nüfusa 36 milyon ile Kanada sahipken; E-7 ülkelerinden en az nüfusa 80 milyon ile Türkiye sahiptir. Özellikle E7 ülkelerinden Çin ve Hindistan Dünya nüfusunun yaklaşık 1/3'ünü oluşturmaktadır.

Dünya nüfusunun yaklaşık yarısını oluşturan E-7 ülkelerinin ekonomik açıdan yüksek bir nüfus potansiyeline sahip olduğu görülür. Söz konusu ülkelerin yüksek nüfus potansiyeli, zamanla bu ülkelerin tüketici bir kimlik kazanmasını sağlar. Bu durum beraberinde, toplam talep artışıyla birlikte ekonomik refah artışını getirir. Genç ve dinamik bir yapıya sahip olan bu ülkelerin tüketici bir yapıya dönüşmesi yatırımları da arttırıcı rol oynar. Bu açıdan genç nüfusun fazla olduğu E-7 ülkeleri

uzun vadede bu potansiyelini avantaja çevirebilir. Her ne kadar bu ülkelerin finansal piyasaları gelişmiş ülkelere göre sığ olsa da, dinamik bir nüfus ülkelerin finansal piyasalarını geliştirici rol oynayabilir.

3.3.3.5. İnsani Gelişim Endeksi

Ulusların temel zenginliklerinden birisi insanlardır. Ülkelerin istikrarlı bir ekonomik performans sergileyebilmeleri için fiziki sermayelerinin yanında sosyal ve beşeri sermayelerine de önem vermeleri gerekmektedir. Zira ekonomilerin kalkınabilmesi ve refah seviyesinin toplumun geneline yayılabilmesi, o toplumların daha demokratik ve katılımcı bir ortam kurmasıyla da ilgilidir. Özellikle, gelişen ülkelerin nüfus potansiyeline ek olarak insani gelişim noktasında ilerleme kaydetmeleri, söz konusu ülkelerin sosyal ve ekonomik olarak daha uzun vadeli düşünebilmelerinin önünü açacaktır.

Çizelge 3.6. G-7 ve E-7 Ülkeleri İnsani Gelişim Endeksi (2015)

G-7 Ülkeleri	İGE	E-7 Ülkeleri	İGE
Almanya	0,926	Rusya	0,804
ABD	0,920	Türkiye	0.767
Kanada	0,920	Meksika	0.762
İngiltere	0,909	Brezilya	0.754
Japonya	0,903	Çin	0.738
Fransa	0,897	Endonezya	0.689
İtalya	0,887	Hindistan	0.624

Kaynak: UNDP 2015 (Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı)

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı tarafından her yıl İnsani Gelişim Endeksi yayınlanmaktadır. İnsani Gelişim Endeksi (İGE); okur yazar oranı, GSYİH gibi; eğitim seviyesi, sağlık ve gelir dağılımıyla ilgili temel kriterler baz alınarak hesaplanır (UNDP, 2015; 3). Çizelge 3.6.'da görüleceği üzere insani gelişim ülkeler arasında farklı dağılmıştır. G-7 ülkeleri insani gelişim açısından daha iyi seviyede; E-7 ülkelerinde insani gelişim endeksi daha düşüktür. G-7 ülkelerinde Almanya en yüksek insani gelişim seviyesine sahipken; E-7 ülkelerinde en yüksek insani gelişim seviyesine sahip ülke Rusya'dır. Hindistan ise en düşük

insanı gelişim endeksine sahip ülke görünümündedir. Sonuç olarak, ülkelerin yaşam kalitesinin yükselebilmesi onların ekonomik gelişmişliği ile iç içedir.

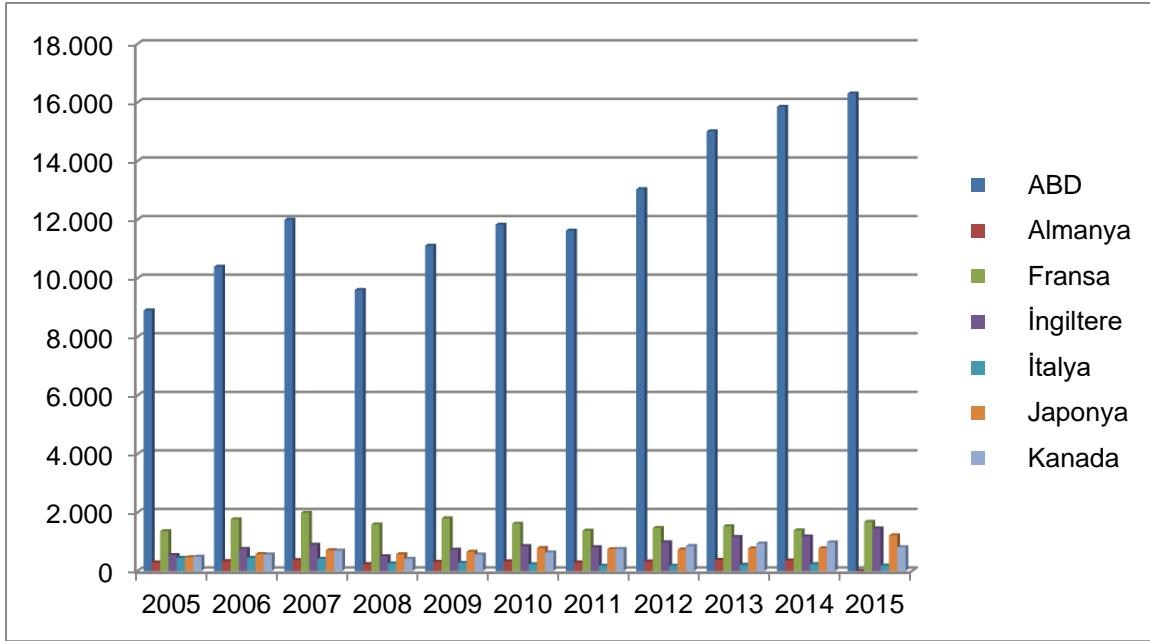
3.3.4. G-7 ve E-7 Ülkelerinde Finansal Gelişme Göstergeleri

Ekonomilerde birçok finansal gelişim göstergesi bulunmaktadır. Fakat literatürde finansal gelişmişliğin nasıl ölçüleceğiyle ilgili bir fikir birliği yoktur. Hisse senedi piyasaları için genel olarak kabul edilen kriterler ise; İşlem hacmi, kapitalizasyon oranının GSYİH'ya oranı gibi finansal değişkenlerdir (Stulz, 2001: 147).

3.3.4.1. Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü

Sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesiyle yatırımcıların karşısına birçok yatırım aracı çıkmaktadır. Bunlardan biri de yatırım fonlarıdır.

Yatırım fonları; tasarruf sahiplerinin katılma payı karşılığında ulusal ve uluslararası piyasada işlem gören araçlardan oluşan bir portföyün, riskin çeşitlendirilmesi yoluyla dağıtılması avantajının yatırımcısına sunulmasıdır (Temizel, 2015: 275; SPK, 2016: 2-4). Böylece yatırım fonları, küçük yatırımcıların birikimlerini bir havuzda toplayarak değerlendiren finansal kurumlar olarak kabul edilir. Ayrıca finansal piyasaların ayırıcı özelliklerinden birisi olan belirsizlikler neticesinde oluşan risk faktörü yatırım fonları ile farklı şekilde dağıtılabilir.

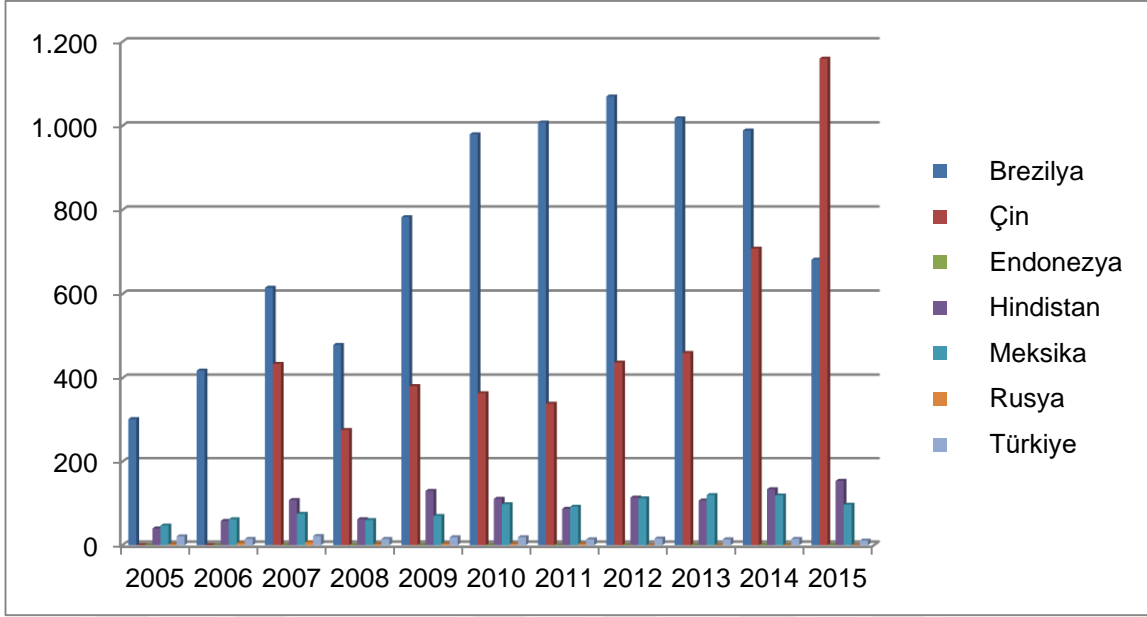


Şekil 3.10. G-7 Ülkeleri Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü (Milyar \$)

Kaynak: EFAMA, SPK

Sermaye piyasaları daha gelişmiş ve derin olan gelişmiş ülkelerin yatırım fonlarının aktif büyüklüğü gelişmekte olan ülkelere göre yüksektir. G-7 grubu içerisinde yer alan ABD, yatırım fonların aktif büyüklüğü bakımında ilk sırada yer alır. 2015 yılı sonu itibariyle 16 trilyon \$ yatırım fonu büyüklüğüne sahip olan ABD'nin diğer gelişmiş G-7 grubu toplamından daha fazla bir fon büyüklüğüne sahip olduğu görülür. Küresel finans piyasalarının beşiği konumundaki ABD, bu bakımdan finans piyasalarının öncüsü kabul edilir.

Son küresel finansal krizin bütün finansal sistemi etkilediği göz önüne alındığında, yatırım fonlarının da küresel krizden etkilendiğini söylemek yanlış olmaz. Bu durum, hem G-7 grubu ülkelerinde hem de E-7 grubu ülkelerinde hemen göze çarpmaktadır. Zira yatırım fonları bağlı oldukları yatırım ve borçlanma endekslerinin düşüş ve yükselişiyle birlikte hareket eder.



Şekil 3.11. E-7 Ülkeleri Yatırım Fonu Aktif Büyüklüğü (Milyar \$)

Kaynak: EFAMA, SPK

Yatırım fonlarının aktif büyüklüğü açısından E-7 ülkeleri, G-7 ülkelerinin gerisinde kalmıştır. E-7 ülkelerinde Brezilya ve Çin yatırım fonu büyüklüğü bakımından önde gelirken; Türkiye ve Meksika gibi ülkelerde bu fon miktarı oldukça düşüktür. Özellikle Çin yatırım fonu büyüklüğünü 2015 yılında, 2014 yılına göre iki kat artırmıştır. Aynı şekilde Brezilya 2015 yılında bir önceki yıla göre fon büyüklüğünün yaklaşık 1/3'ü kaybetmiştir.

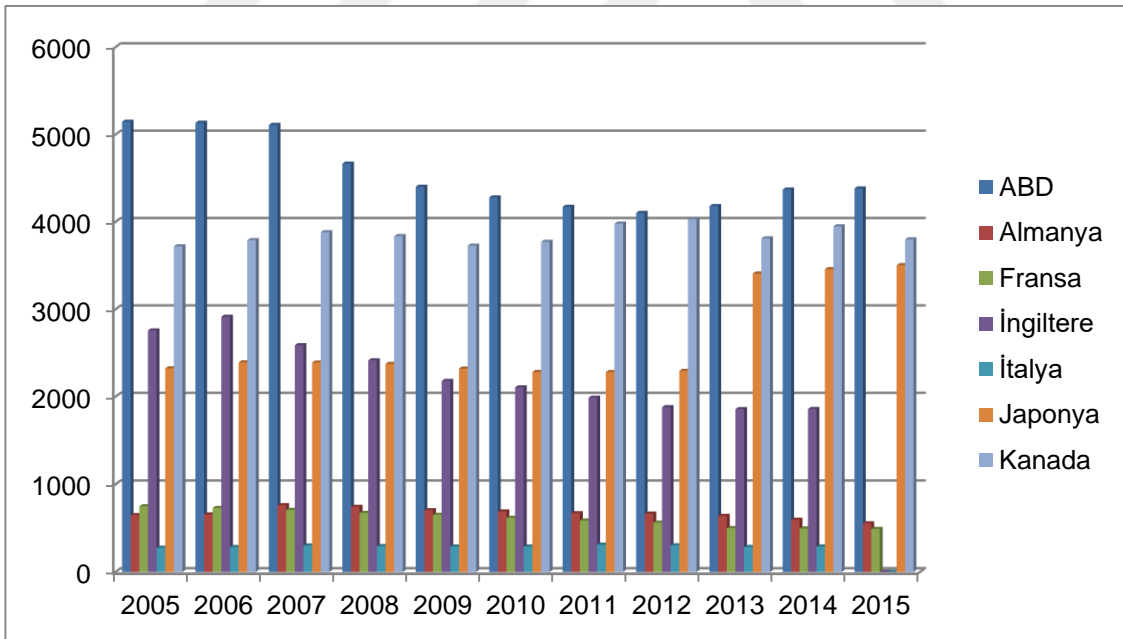
Yükselen piyasa ekonomileri açısından finansal gelişmenin önündeki en önemli eksiklik, sermaye yetersizliği ve mali piyasalardaki sıklık nedeniyle tasarrufların yatırımlara aktarılamamasıdır. Bu noktada yatırım fonları E-7 ülkelerinin sermaye yetersizliklerinin giderilmesinde bir çıkış noktası olabilir. Bu sayede sermaye piyasaları yoluyla atıl olan fonların yatırımlara dönüştürülmesi noktasında daha verimli bir yol izlenmiş olur.

3.3.4.2. Şirket Sayıları

Ekonomik aktörlerin başında mal ve hizmet üretimini gerçekleştiren firmalar gelmektedir. Diğer bir deyişle, kapitalist ülkelerin vazgeçilmez unsuru olan firmalar

ülke ekonomileri için gerekli olan katkıyı sunar. Gelişmişliğin önemli göstergelerinden sayılan mal ve hizmet üretimi, kalkınmışlık seviyelerini tamamlamış ülkelerde daha yüksektir. Dolayısıyla ekonomideki çıktılarının gerçekleşmesinde başat rol oynayan ülkelerde firma sayısı daha fazladır.

2017 itibariyle binlerce şirketin yer aldığı küresel dünyada, halka açık şirketlerin piyasa değeri 100 trilyon dolara yaklaşmıştır. Bu kapsamda Şekil 3.12. incelendiğinde, 2005 - 2015 döneminde G-7 ülkelerinde yerli şirket sayısı en fazla olan ülke ABD'dir. Söz konusu yıllarda ABD'de ortalama 4 binin üzerinde yerli şirket vardır. ABD'yi sırasıyla, Kanada, Japonya ve İngiltere takip etmektedir. G-7 ülkeleri içerisinde halka açık şirket sayısı en az olan ülke İtalya'dır. Dikkati çeken diğer bir nokta ise 2008 küresel finans krizinde G-7 ülkelerindeki şirket sayılarındaki azalmadır. Özellikle, küresel finans krizinin çıkış yeri olan ABD ve krizden en çok etkilenen ülkelerin başında gelen İngiltere'deki yerli şirket sayısındaki azalma, diğer ülkelere göre daha belirgindir.

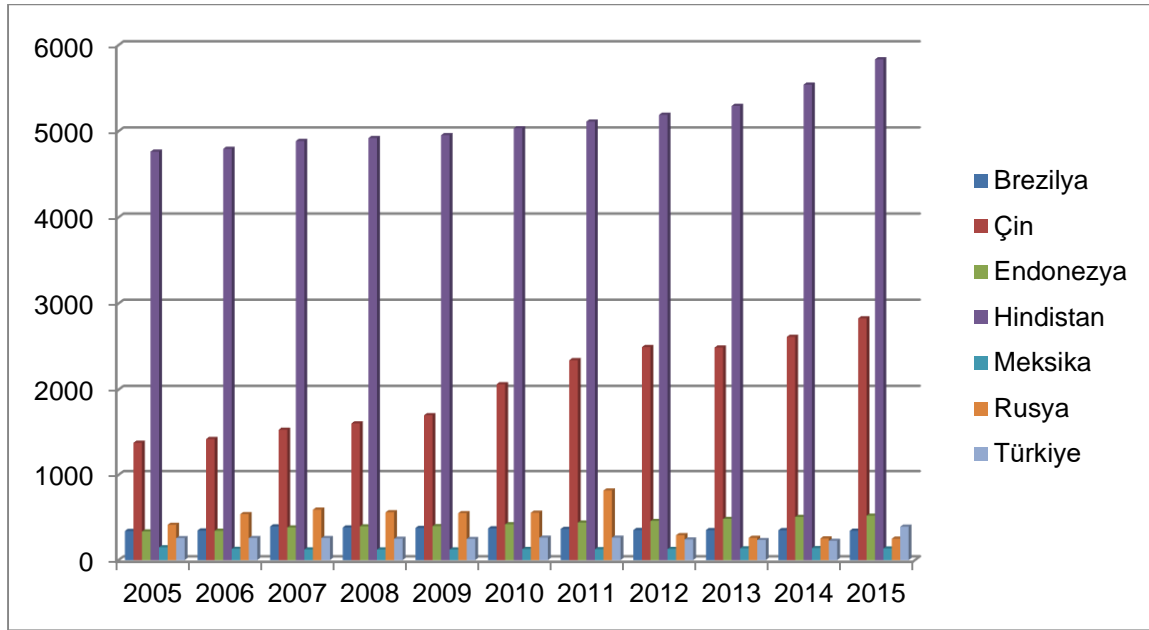


Şekil 3.12. G-7 Ülkeleri Yerli Şirket Sayısı (bin)

Kaynak: WFE, SPK

Küresel kriz neticesinde ABD hisse senedi piyasasında yaşanan sert düşüşler gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında büyük kayıplara neden olmuştur. Finansal piyasalarda başlayan küresel ölçekli bu kriz, gelişmiş ülkeleri olduğu

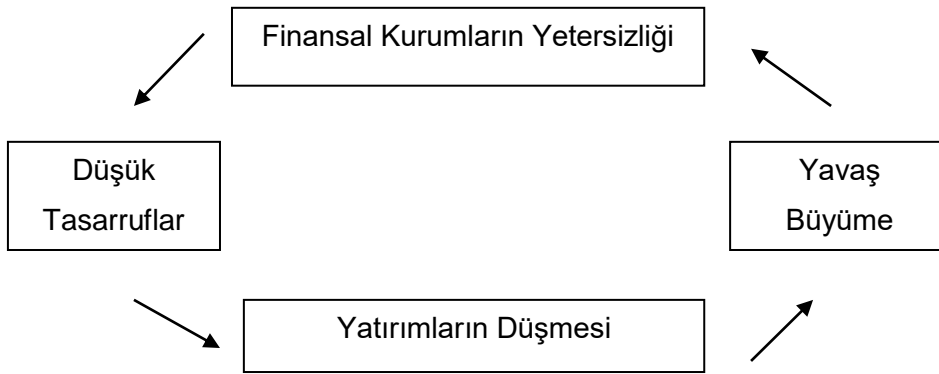
kadar gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini de önemli ölçüde etkilemiştir. Özellikle, küresel krize bağlı olarak gelişmiş ülkelerin merkez bankaları faiz oranlarını minimum seviyelere çekmiştir. Bu bağlamda 2008 küresel kriz sonrası faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak borçlanma maliyetleri düşmüştür. Bu durum şirketlerin kaynak bulmasını kolaylaştırmıştır. Böylece şirketler kriz sonrası süreçte finansman ihtiyaçlarını daha düşük maliyetler içeren borçlanma şeklinde gidermişlerdir.



Şekil 3.13. E-7 Ülkeleri Yerli Şirket Sayısı (bin)

Kaynak: WFE, SPK

E-7 ülkelerinin yerli şirket sayısı G-7 ülkelerine göre daha azdır. E-7 ülkelerinde bu konuda dikkati çeken ülkelerin başında Çin ve Hindistan gelmektedir. Özellikle Çin, son on yılda halka arz ettiği şirket sayısını iki katından fazla arttırmıştır. Meksika ve Türkiye halka arz edilen şirket sayısı bakımından E-7 grubu içerisinde en alt seviyede yer almaktadır. 2015 yılında Meksika'da halka açık yerli şirket sayısı 136 iken bu sayı Türkiye'de 392'dir.



Şekil 3.14. Tasarruf-Yatırım Kısır Döngüsü

Kaynak: Şentürk, 2005, 117

Sonuç olarak ülkelerin, sermaye piyasaları aracılığı ile tasarruflarını ekonomilerine enjekte etmeleri son derece önemlidir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, G-7 ülkelerinin E-7 ülkelere göre tasarruflarını sermaye piyasalarına daha çok kanalize ettiği gerçektir. Sermaye piyasalarının gelişmesi açısından önem teşkil eden bu durum ülke tasarruflarının yatırımlara kaymasını sağlar. Bu kısır döngü Şekil 3.14'te tarif edilmiştir. Buna göre, uzun vadeli tasarrufların değerlendirildiği sermaye piyasaları için mali kurumlardaki yetersizlikler ve düşük tasarruflar; düşük yatırım ve dolayısıyla daha yavaş büyüme demektir. Söz konusu duruma bağlı olarak E-7 ülkelerinin mali olarak daha zayıf kaldığı görülmektedir.

3.3.4.3. Toplam İşlem Hacmi /GSYİH

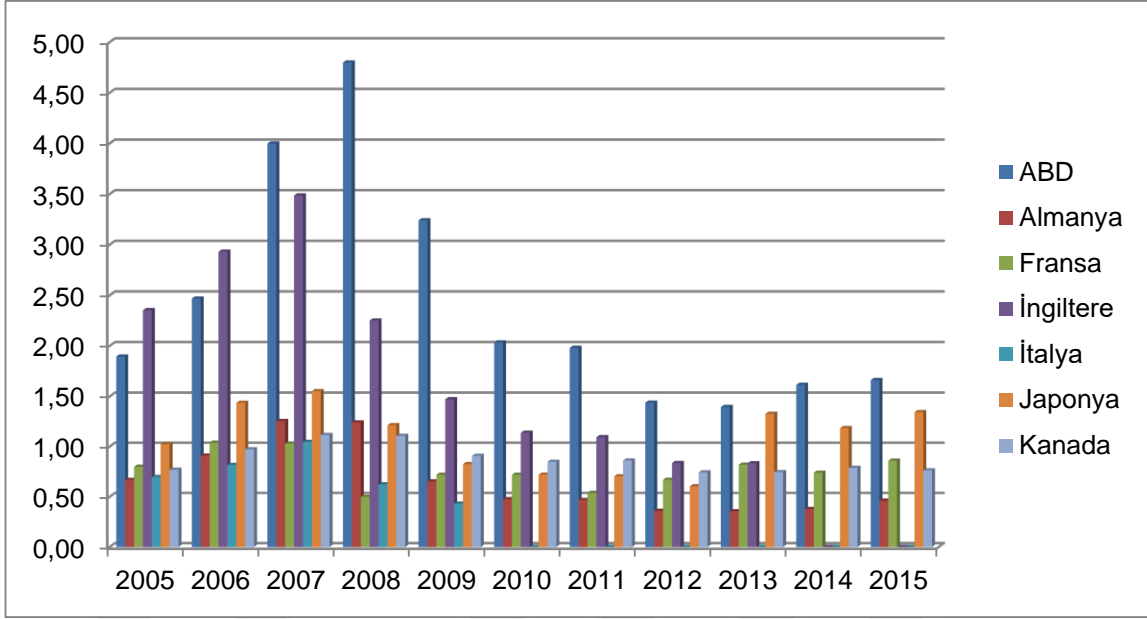
İşlem hacmi borsalar açısından dikkatle izlenmesi gereken bir büyüklüktür. Hisse senedi piyasalarında işlem hacmi; işleme tabi olan hisse senedi işlem miktarı ile söz konusu menkul kıymet fiyatının çarpılması sonucu bulunan toplamdır.

$$\text{Hisse senedi işlem hacmi} = \text{İşlem fiyatı} \times \text{İşlem miktarı}$$

Hisse senedi piyasalarının içinde barındırdığı risk borsaları dalgalandırmaktadır. Aynı gelişme hisse senedi fiyatlarının yansımaları olan işlem hacminde de görülür. Çünkü işlem hacmi ile hisse senedi fiyatları aynı risk türlerinden etkilenen finansal değişkenler olarak kabul edilir. Bunun yanında işlem hacminin fiyat volatilitesi üzerinde doğrudan etkisi vardır. Her iki finansal değişken de hisse senetlerinin

performansı açısından bir gösterge niteliğindedir. Aynı zamanda her ikisi de aynı piyasa dalgalanmalarından etkilenmektedir. Dolayısıyla hisse senedi fiyatlarına benzer şekilde hisse senedi işlem hacmi de yatırımcılar açısından hisse fiyatları üzerine beklentileri göstermektedir. Bu bakımdan bu ikili arasında var olan ilişki birlikte ele alınabilir (Gallant vd. 1992; Çukur vd. 2012: 21). Bu ikili arasındaki ilişki dört temel faktör ile açıklanmaktadır (Karpoff, 1987: 109-110):

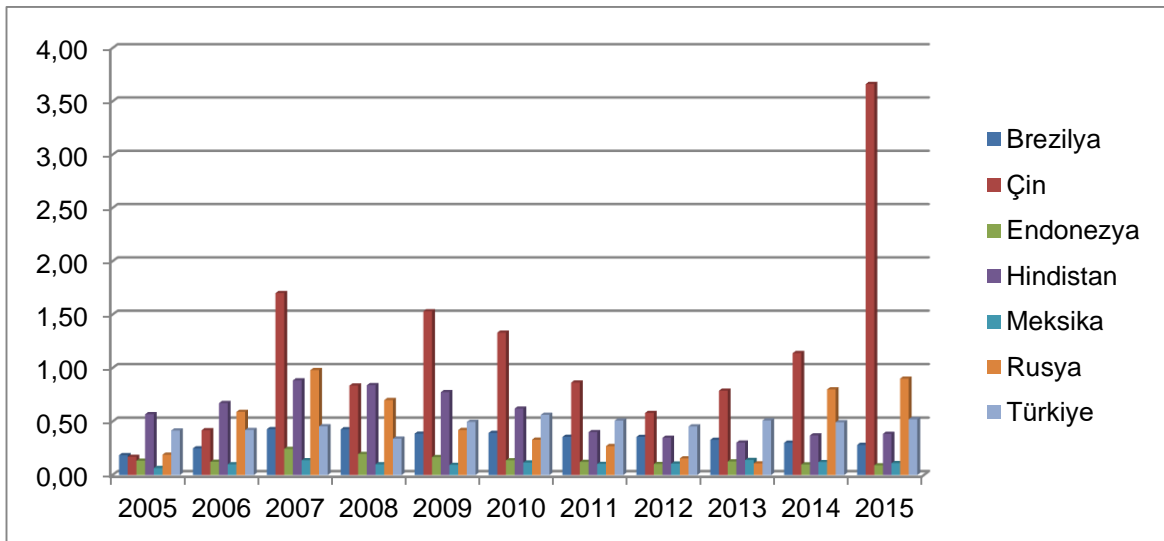
- a) Hisse fiyatları ile işlem hacmi ilişkisi piyasalar hakkında genel bilgi verir. Fiyat-hacim ilişkisinin birlikte dikkate aldığı pek çok faktör vardır. Bunlar; piyasaya giren bilginin yayılma hızı, fiyatların söz konusu bilgileri ne düzeyde içerdiği, piyasaların genişliği ve açığa satış olanakları gibi faktörlerdir.
- b) Hisse senedi fiyatı ile işlem hacmi arasındaki ilişki, fiyat ve işlem hacmi verilerini kullanan vaka çalışmalarında çıkarsamalar yapmak için önemlidir. Örneğin, hisselerdeki fiyat değişimleri piyasaya yeni bir bilgi girişi olduğunu fakat bunun yanında yeni bilgiyle beraber hacimdeki değişim düzeyinin de hisse senedi yatırımcısı için bu yeni bilginin ne kadar benzer kabul edildiğine dair bir kanıt olabilir. Bu şekilde Andersen (1996)' da, işlem hacminin piyasalardaki bilgi akışını yansıttığını ortaya koymuştur.
- c) Hisse fiyatları ile işlem hacmi ilişkisinden spekülatif bir fiyat oluşup oluşmadığı hakkında fikir edinilebilir. Zira borsalar büyük getirilerin ve kayıpların birlikte yaşandığı piyasalardır.
- d) Hisse senedi fiyatlarındaki değişimler vadeli işlem piyasaları için de önemlidir. Fiyat değişimleri vadeli işlem sözleşmesinin işlem hacmini oldukça etkilemektedir.



Şekil 3.15. G-7 Ülkeleri Toplam İşlem Hacmi /GSYİH

Kaynak: WFE, SPK

G-7 ve E-7 ülkelerine ait hisse senetleri ile toplam işlem hacmi/GSYİH oranının verildiği şekillerde ülkeler arasındaki fark göze çarpmaktadır. ABD'de toplam işlem hacmi/GSYİH, G-7 ülkeleri arasında en yüksek olanıdır. Özellikle küresel finansal kriz öncesi ABD borsalarında işlem hacmi/GSYİH, % 5' lere yakın seyretmiştir. Toplam işlem hacmi/GSYİH açısından ABD'yi, gelişmiş finans piyasalarına sahip Londra ve Tokyo borsaları takip etmektedir.



Şekil 3.16. E-7 Ülkeleri Toplam İşlem Hacmi /GSYİH

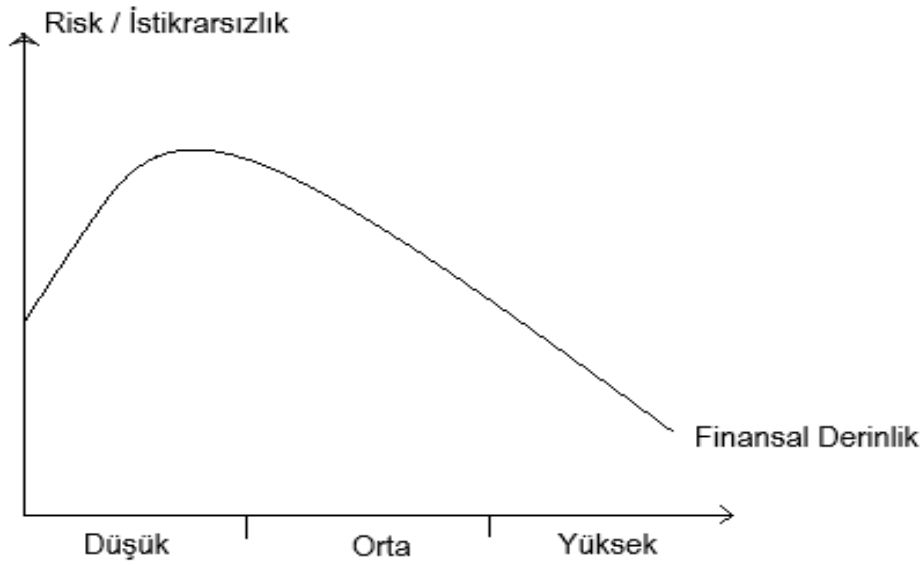
Kaynak: WFE, SPK

Aynı durum yükselen piyasa ekonomileri için geçerli değildir. 2005 - 2015 yılları arasında toplam işlem hacmi/GSYİH oranı E-7 ülkelerinde ortalama %1 'in altında kalmıştır. Son yıllarda küresel piyasalara entegre olmaya çalışan Çin'in, toplam işlem hacminin/GSYİH oranının yüksek olduğu görülür. 2015 yılında söz konusu oran %4 seviyelerine yakın seyretmiştir. Çin'in ardından son yıllarda hisse senedi piyasalarında işlem hacminin yoğun yaşandığı yükselen piyasa ekonomileri arasında Rusya ve Türkiye vardır.

Yatırımcılar açısından risk alma toleransı ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte yükselen piyasa ekonomilerinin özünde barındırdığı temel finansal sıkıntılar birbirine yakındır. Hisse senedi piyasalarının sahip olduğu risk dikkate alındığında yatırımcıların yükselen piyasa ekonomilerinde genellikle aynı finansal göstergeleri baz aldığı ve benzer finansal sorunlar ile karşılaştığı söylenebilir.

3.3.4.4. Kapitalizasyon Oranı

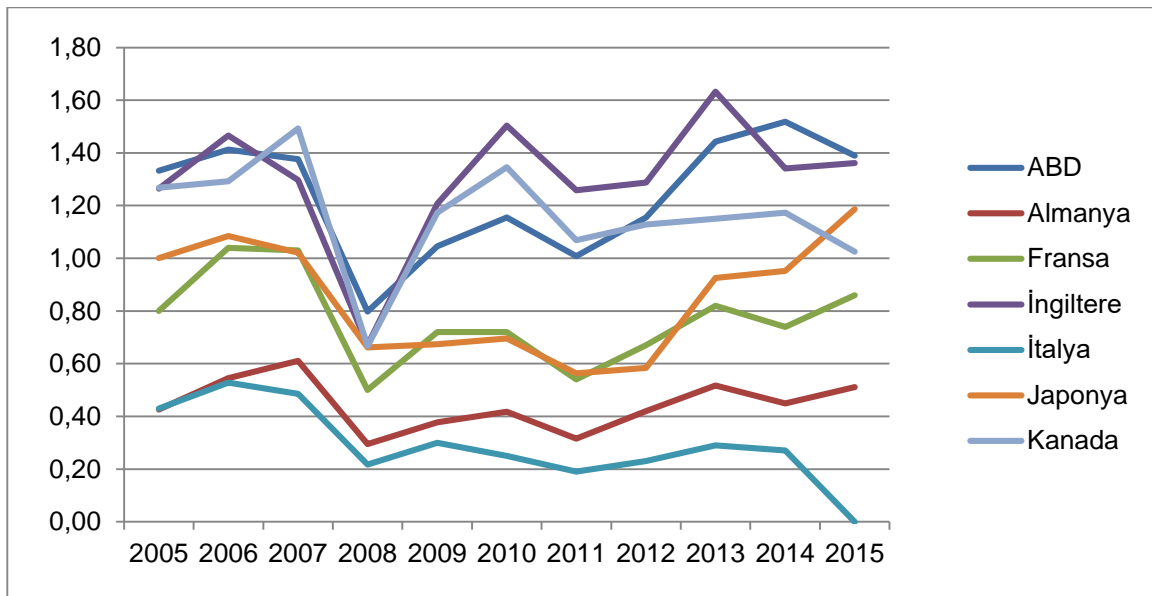
Piyasa kapitalizasyonu (market capitalization), firmanın hisse senedi fiyatı ile dolaşımdaki hisse senedi sayısının çarpılması sonucu bulunan büyüklüktür. Piyasa kapitalizasyonu ile piyasa değeri kavramı çoğu zaman aynı anlamda kullanılır. Piyasanın toplam değeri ise menkul kıymet borsasına kote olan firmaların piyasa değerleri toplamından oluşmaktadır (Doğu, 1996: 5). Hisse senedi piyasalarında gelişmişliğin bir göstergesi olan kapitalizasyon oranı finansal derinleşme açısından son derece önemlidir. Çünkü finansal sistemin hisse senedi piyasaları üzerinde pozitif etki yaratabilmesi öncelikli olarak finansal derinliğin sağlanabilmiş olmasına bağlıdır. Küresel piyasalarda menkul kıymet borsalarının karşılaştırılmasında da kullanılan kapitalizasyon oranı, piyasa büyüklüğü açısından son derece önemlidir. Sermaye piyasalarının gelişmesine bağlı olarak kapitalizasyon oranının artması beklenir. Bunun ön koşulu, finansal piyasalar içinde yaratılan fonların yine finansal piyasalar içinde kalması ve sürekliliğinin sağlanmasıdır.



Şekil 3.17. Risk ve Finansal Derinlik İlişkisi

Kaynak: IMF, Financial Deepening and International Monetary Stability Report, 2011, 13.

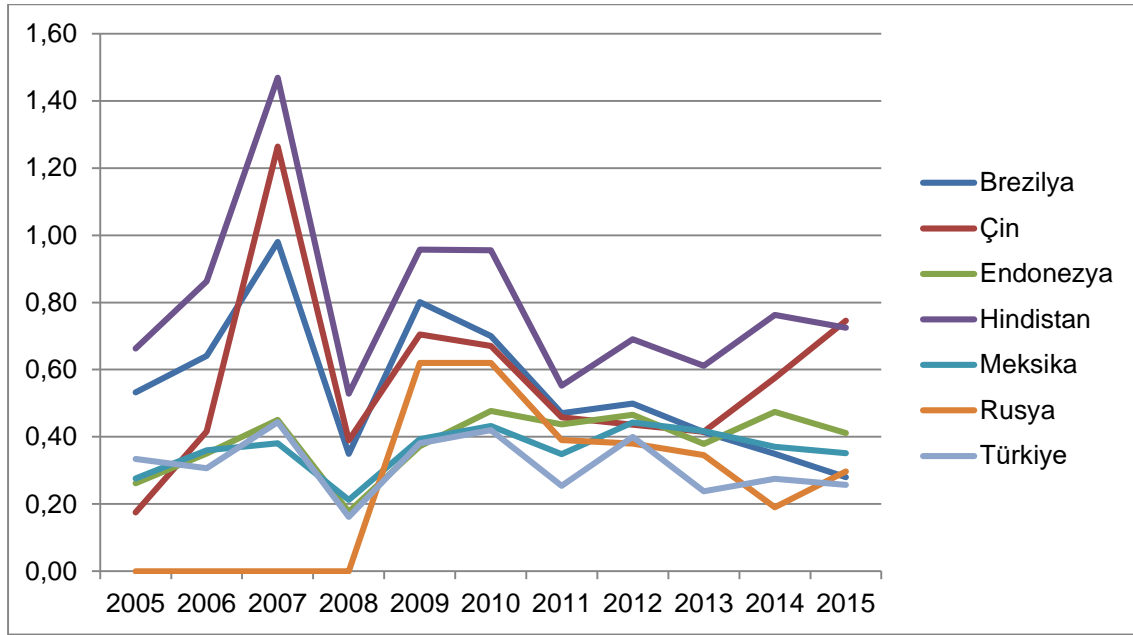
Şekil 3.17.'de görüleceği üzere finansal piyasaların derinlik kazanmaması durumunda istikrarsızlık ve risk faktörü artışa geçer. Buna karşın finansal derinliğin yüksek olduğu ekonomilerde risk faktörü düşüktür. Finansal derinliği yüksek olan ekonomiler daha organize bir hal almış olup, finansal kurumları önemli ölçüde gelişmiş ve baskılardan kurtulmuştur.



Şekil 3.18. G-7 Ülkeleri Kapitalizasyon Oranı /GSYİH

Kaynak: WFE, SPK

G-7 ülkelerine ait kapitalizasyon/GSYİH oranının verildiği Şekil 3.18.'de, genellikle ülkeler arasındaki dalgalanmaların birbirine benzer hareket ettiği görülür. Diğer bir ifadeyle, söz konusu oran açısından ülkeler arasında korelasyonun yüksektir. Özellikle küresel finansal krizin yoğun olarak hissedildiği 2008 - 2009 yıllarında kapitalizasyon oranında ciddi düşüşler yaşanmıştır. 2005 - 2015 yılları arasında kapitalizasyon/GSYİH oranı en yüksek olan ülkeler İngiltere ve ABD olurken; en düşük ülke İtalya olmuştur.



Şekil 3.19. E-7 Ülkeleri Kapitalizasyon Oranı /GSYİH

Kaynak: WFE, SPK

E-7 ülkelerinin kapitalizasyon/GSYİH oranı G-7 ülkelerine göre daha düşük düzeydedir. Bu durumun başlıca nedeni yükselen piyasa ekonomilerinde halka arz edilen şirket sayısının az olması ve sermaye piyasalarının derin olmamasıdır. G-7 ülkelerine göre daha istikrarsız bir yapı ortaya koyan E-7 ülkelerinde kapitalizasyon/GSYİH oranı yıllar itibariyle genelde %1'in altında kalmıştır.

4. G-7 ve E-7 ÜLKELERİNE YÖNELİK EKONOMETRİK UYGULAMA

Makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran çalışmamız gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomileri üzerinedir. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde genellikle çalışmaların bir ülke ya da belli bir grup ülke üzerine yoğunlaştığı görülür. Ancak ülkelerin hisse senedi piyasalarının iktisadi değişkenlerden nasıl ve hangi yönde etkilendiğinin nedenlerinin ortaya konabilmesi için farklı gelişmişlikteki ülkelerin de bu faktörlerden ne denli etkilendiğinin bilinmesi gerekir. Böylece ülkeler için daha sağlam politikalar oluşturulmuş olacaktır. Diğer bir deyişle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçların arkasındaki faktörlerin irdelenmesi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki durumun daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Böylece, ele alınması muhtemel ülkelerin daha kolay karşılaştırılması ve ülkelere yönelik daha sağlam politika önerilerinde bulunulması sağlanır. Bu kapsamda çalışmanın çıkış noktası, hangi makroekonomik değişkenlerin hisse senedi endekslerini hangi yönde etkilediği üzerine inşa edilmiştir. Diğer yandan vurgulanması gereken başka bir nokta, makroekonomik göstergeler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki boyutu çerçevesinde, makroekonomik göstergelerin hisse senedi piyasalarını etkilediği hususudur. Literatürde genel olarak bu yöndeki görüş ağır bassa da henüz tam olarak bir fikir birliği sağlanamamıştır. Fakat aralarında Roll ve Ross (1980), Chen (1983) gibi araştırmacılar çalışmalarında Arbitraj Fiyatlama Modelinden de yararlanarak makro iktisadi faktörlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediği varsayımını kabul etmektedirler. Çalışmamızın oluşturulmasında söz konusu bu çalışmalar hareket noktası olarak kabul edilmiştir.

Bu bölümde ilk olarak literatürde yer alan önemli yerli ve yabancı çalışmalara yer verilmiş ve analizde kullanılan yöntem ve modele ilişkin teorik bilgiler izah edilmiştir. Sonrasında, modelde kullanılan makro iktisadi değişkenler ile borsa endeksleri tanımlanmaya çalışılmış ve değişkenlerin borsa endeksleriyle olan ilişki yönüne yönelik beklentilere yer verilmiştir. Devamında ise uygulamaya konu olan

G-7 ve E-7 ülkeleri analiz sonuçları raporlanmıştır. Son olarak, söz konusu ülkelere yönelik araştırma bulguları karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır.

4.1. Literatür İncelemesi

Finansal iktisat literatüründe borsaların yönünü etkileyen birçok makro ve mikro iktisadi değişken bulunmaktadır. Mikro iktisadi faktörler daha çok firma ile ilgili değişkenler olurken; makro iktisadi faktörler daha çok ekonominin bütünü kapsayan iktisadi değişkenlerdir. Özellikle hisse senedi fiyatlarının yönünü belirlemede dışsal kabul edilen makro faktörler yatırımcıların hisse seçerken geleceğe yönelik tahmininde önemli etkiye sahiptir. Aşağıda konuyla ilgili olarak literatürde yer alan gerek yabancı gerekse yerli bazı önemli çalışmalara yer verilmiştir.

4.1.1. Literatürde Yer Alan Bazı Önemli Yabancı Çalışmalar

Literatürde makro iktisadi değişkenler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik referans olabilecek bir takım temel çalışmalar mevcuttur. Bunlardan en önemlileri; Fama (1981), Geske ve Roll (1983), Chen, Roll ve Ross (1986), Kaul (1987) gibi araştırmacıların yapmış olduğu çalışmalardır. Şüphesiz bunların dışında da önem atfedilecek yerli ve yabancı çalışmalar mevcuttur.

Çalışmaya referans olabilecek temel çalışmalardan sayılan Fama (1981), ABD piyasası için hisse senedi fiyatları ile sanayi üretimi, faiz oranı, enflasyon, GSYİH ve para arzı arasındaki ilişkiyi ele almıştır. 1954 - 1976 arası dönem için yapılan regresyon analizi neticesinde hisse senedi fiyatları ile reel iktisadi faaliyetler arasında pozitif anlamda bir ilişkiye rastlanmıştır. Aynı zamanda enflasyonun, hisse senedi fiyatları ile ters yönlü ilişkisinin varlığı ortaya konulmuştur. Buna göre hisse senedi getirileri, şirketlerin gelecekteki kazançlarını yansıttığından enflasyonda meydana gelen bir yükseliş beklenen getirilerin bugünkü değerini azaltacaktır. Sonuç olarak bu durum hisse senedi getirilerinde düşüş meydana getirecektir. Chen vd. (1986)' da yaptığı araştırması ise hisse senedi getirileri ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişkiyi 1954 - 1984 zaman aralığında Arbitraj Fiyatlandırma Model'i çerçevesinde ele alarak incelemiştir. VAR modelinin kullanıldığı

araştırmada faiz oranları, para arzı, sanayi üretimi, enflasyon, döviz kuru gibi makroekonomik faktörlerin hisse fiyatlarını belirlemede etkili olduğu saptanmıştır. Geske ve Roll (1983) ise farklı dönemlerde ABD üzerine yapmış olduğu çalışmasında zaman serisi analizlerini kullanarak hisse senedi getirilerinin bir takım reel iktisadi faktörlerden etkilendiği saptanmıştır. Aynı şekilde Kaul (1987), görünüşte benzer ekonomilere sahip olan farklı ülkelerdeki hisse senedi getirisi-enflasyon ilişkileri için açıklama sağlamaya çalışmıştır. 2. Dünya savaşı sonrası dönem için ABD, Kanada, İngiltere ve Almanya için ele alınan çalışma regresyon yardımıyla tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlar borsalar ile gelecekteki iktisadi faaliyetler arasında güçlü ilişki olduğunu göstermiştir.

Solnik (1987)' in Temmuz 1973– Aralık 1983 dönemi için 8 gelişmiş ülkeye yönelik yaptığı zaman serisi analizi ile döviz kurundaki değişimlerin, hisse senedi fiyatları ile ilişkisini ele almıştır. Analiz bulgularına göre hisse senedi getirileri ile döviz kurları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Hashemzadeh ve Taylor (1988)'in ABD piyasaları için yaptıkları çalışmada 1980 - 1986 dönemi için granger–sim nedensellik testi çerçevesinde, faiz ve para arzı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Buna göre hisse senedi piyasalarından para arzına ve para arzından da hisse senedi piyasalarına yönelik çift yönlü bir sebep sonuç ilişkisi tespit edilmiştir. Fakat faiz oranından hisse senedi fiyatına doğru nedensellik tek yönlü saptanmıştır.

ABD piyasaları için yapılan başka bir çalışma ise Schwert (1990)'ın yaptığı regresyon analizidir. Geniş bir zaman diliminin (1889–1988) ele alındığı çalışmada elde edilen analiz bulgularına göre sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatları arasında ele alınan dönemin uzamasına bağlı olarak güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Mok (1993), ARIMA yaklaşımı ve granger nedensellik testleri ile Hong Kong'daki günlük faiz oranı, döviz kuru ve hisse senedi fiyatlarının nedenselliklerini 1986-1991 dönemi için araştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre hisse senedi fiyatlarından faiz oranına tek yönlü nedensellik bulunurken; hisse senedi fiyatlarından döviz kuruna zayıf iki yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Bununla birlikte genel bulgular,

Hong Kong piyasasının hem günlük faiz oranının hem de döviz kuru değişimlerinin günlük piyasa açılış ve kapanışlarında açık bir şekilde rol aldığını ortaya koymuştur.

Chowdhury vd. (1993), 1975 - 1986 dönemi için ABD' de 1402 firma üzerine ele aldığı çalışmada VAR modeli çerçevesinde hisse senedi getirileriyle, içeriden yapılan işlemler arasında ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analiz neticesinde, yatırımcılar gelecekteki piyasa getirilerini kârlı bir şekilde tahmin etmek için içeriden öğrenenlerin işlemlerini kullanmazlar. Burada nedensellik yönü hisse senedi getirilerinden içeriden yapılan işlemlere doğrudur. Buna göre içeriden öğrenilen işlemlerin piyasa getirilerine karşı güçlü tepki verdiği görülür.

Mukherjee ve Naka (1995), Tokyo borsası ile 6 makro iktisadi değişken (enflasyon, döviz kuru, sanayi üretimi, para arzı, devlet tahvilleri, vadesiz ödünç faiz oranları) arasındaki ilişkiyi Vektör Hata Düzeltme Modeli yöntemiyle Ocak 1971 – Aralık 1990 dönemi için incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre söz konusu makroekonomik değişkenin hisse senedi fiyatları ile anlamlı bir ilişkisinin olduğu görülmüştür.

Büberkökü (1997), 1998 - 2008 dönemi için 6 gelişmiş (Almanya, Japonya, İngiltere, İsviçre, Kanada, Avustralya) ve 3 gelişen ülkeye (Türkiye, Singapur, Güney Kore) yönelik hisse senedi fiyatları ile döviz kuru ilişkisine bakmıştır. Analiz kapsamında İsviçre ve Kanada'da hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru tek taraflı bir nedensellik ilişkisi saptanırken, diğer ülkelerde herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır. Türkiye'de hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru bir nedensellik ilişkisine rastlanırken, Singapur ve Güney Kore'de döviz kurlarından hisse senedi fiyatlarına doğru tek taraflı bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Bunun yanında söz konusu değişkenlere yönelik Singapur ile uzun dönemli bir ilişkiye rastkanırken, diğer hiçbir ülkeye yönelik uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır.

Ajayi vd. (1998), 1985-1991 yılları arasında hisse senedi getirisi ile döviz kurları ilişkisini, yedi gelişmiş ve sekiz gelişen Asya ülkesine granger nedensellik testi

çerçevesinde ele almıştır. Elde edilen bulgular neticesinde, gelişmekte olan ekonomilerde tutarlı bir nedensel ilişkiye rastlanmazken; gelişmiş ekonomilerde tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Aynı zamanda gelişmiş ülkelerin hisse senedi getirileri ile döviz kurlarındaki değişmelerin eş zamanlı belirlenmesi noktasında güçlü bir destek sağlanmıştır. Yazarlar, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki bu farklılığı iki grup ülke arasındaki finansal piyasaların özelliklerine bağlamışlardır. Onlara göre gelişmekte olan Asya ekonomilerinin finansal piyasaları tam olarak gelişmemiştir.

Cheung vd. (1998), 6 gelişmiş ülkeye yönelik Eş bütünleşme analizi yardımıyla ele aldıkları çalışmada GSYİH, petrol fiyatları, para arzı gibi reel iktisadi göstergeler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Analiz bulguları, reel iktisadi faaliyetler ile borsalar arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermiştir.

Gjerde ve Sættem (1999)'un 1974 – 1994 yılları arasında Norveç borsası üzerine yapmış oldukları araştırmasında birtakım makro iktisadi faktörler ile hisse senedi fiyatlarını VAR analizi yardımıyla açıklamaya çalışmışlardır. Analiz bulguları, reel faiz oranındaki değişikliklerin hisse senedi getirisini negatif yönde etkilediğini ve hisse senedi piyasasının petrol fiyatlarındaki değişime duyarlı olduğunu ortaya koymuştur.

Nasseh ve Strauss (2000), 1962 – 1995 yıllarında altı gelişmiş Avrupa ülkesini (Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere, İsviçre Finlandiya) temel alarak yaptıkları çalışmada, hisse senetleri ile yerel ve uluslararası iktisadi faaliyetler arasındaki ilişkiye bakmışlardır. Johansen eş-bütünlüşme testi sonuçlarına göre ilgili ülkelerin borsaları ile yerel ve uluslararası makro iktisadi faktörler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı mevcuttur. Aynı zamanda sanayi üretimi ve imalat sanayi siparişlerinin hisse senedi fiyatlarındaki uzun dönem ilişkileri açıklamada önemli birer faktör oldukları gözlenmiştir. Varyans ayrıştırma metoduna göre makroekonomik değişkenlerin açıklayıcı gücünü, hisse senedi fiyatlarının tahmini değişkenine katkıda bulunmada desteklemektedir.

Rapach (2002) ise 16 sanayileşmiş ülke üzerine yaptığı çalışmasında ilgili ülkelerdeki borsalar ile enflasyon ilişkisine bakmıştır. Engle-Granger eş-bütünleşme testi çerçevesinde hisse senedi fiyatları ile enflasyon ilişkisinde uzun dönemli bir ilişki saptanamamıştır. Enflasyondaki bir artışın çalışmaya konu olan çok sayıdaki sanayileşmiş ülkenin hisse senedi fiyatlarında azalmaya neden olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Wongbangpo ve Sharma (2002), 1985 – 1996 dönemi için 5 Asya ülkesini (Malezya, Singapur, Filipinler, Endonezya, Tayland) ele aldıkları analizde, hisse senedi fiyatları ile bazı makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. GSYİH, para arzı, döviz kuru, tüketici fiyat endeksi ve faiz oranı gibi değişkenlerin kullanıldığı çalışmada granger nedensellik testi sonucunda uzun dönemde enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Çıktı düzeyinin hisse senedi fiyatlarına etkisi ise pozitif bulunmuştur. Bunun yanında hisse fiyatları ile faiz oranı ilişkisi Malezya ve Endonezya’da pozitif iken; diğer ülkelerde negatif olduğu görülmüştür. Uzun dönemde ise Endonezya ve Filipinlerde hisse senedi fiyatları ile para arzı arasında negatif bir ilişki varken; diğer ülkelerde hisse senedi piyasalarının para arzından pozitif şekilde etkilendiği görülür. Döviz kurlarının hisse senedi fiyatları ile olan ilişkisinde ise Malezya, Filipinler ve Endonezya’da pozitif; diğer ülkelerde de negatif bir ilişki saptanmıştır.

Burgstaller (2002), Japonya, Avusturya ve ABD üzerine 1976 - 2000 dönemi için borsa fiyat endekslerinin, makro iktisadi değişkenler ile ilişkisini ele almıştır. Çalışma kapsamında granger nedensellik testi ve varyans ayrıştırılmaları kullanılmıştır. Buna göre çalışmada makro iktisadi değişkenlerin hisse senedi getirilerini kısmen açıklayabildiği ortaya konulmuştur.

Calderon ve Liu (2002)’de, 109 ülke üzerine 1960 - 1994 dönemi için yaptıkları çalışmada ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisini incelemiştir. Analizde, ekonomik büyümenin göstergesi olarak GSYİH kullanılırken; finansal gelişim, para arzı ve özel sektör kredileri ile ölçülmüştür. Çalışma bulguları neticesinde finansal gelişim ile iktisadi büyümenin doğrudan ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca finansal gelişimin ekonomik büyümeyi sağlayacağı tespit edilmiştir.

Al-Khazali (2003), 21 gelişen ülkenin borsaları ile enflasyon ve sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular neticesinde, kısa dönem için Malezya haricindeki ülkelerde menkul kıymet borsaları ile enflasyon arasında negatif ilişki bulunmuştur. Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Varyans modelinin (GARCH) sonuçları EKK yöntemi sonuçları ile tutarlıdır. Öte yandan uzun dönem sonucunda elde edilen koentegrasyon testleri hisse senedi fiyatlarının, tüketici fiyat endeksi ve reel ekonomik faaliyet ile arasındaki uzun dönemli dengeyi doğrulamaktadır.

Al-Sharkas (2004), 1980 - 2003 yılları arasında Amman borsası üzerine yaptığı analizde hisse senetleri ile makro iktisadi faaliyetler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Vektör Hata Düzeltme Modelinin (VECM) kullanıldığı çalışmada enflasyon, para arzı, bono faiz oranları ve sanayi üretim endeksi birer makro iktisadi değişken olarak kullanılmıştır. Analiz neticesinde makro iktisadi değişkenler ile Amman borsası arasında uzun dönemli bir ilişki saptanmıştır.

Ratanapakorn ve Sharma (2007), 1975 - 1999 dönemi için ABD'de, para arzı, sanayi üretimi, enflasyon, döviz kuru, kısa ve uzun vadeli faiz oranları gibi makro iktisadi faktörler ile S&P 500 endeksi arasında kısa ve uzun dönemli ilişkiyi incelemiştir. Granger nedensellik sonucuna göre her makro iktisadi değişken ile endeks arasında aynı yönde ve uzun döneme ilişkin bulgular mevcuttur.

Humpe ve Macmillan (2007) ise ABD ve Japonya için aylık olarak 1965Q6 – 2005Q6 arası dönemi incelemiştir. ABD ve Japonya borsası ile para arzı, sanayi üretimi, tüketici fiyat endeksi ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiyi modellemek için eşbütünleşme analizi kullanmışlardır. ABD için yapılan analizde beklenildiği gibi hisse senedi fiyatlarının sanayi üretiminden olumlu yönde; enflasyon ve uzun vadeli faiz oranlarından olumsuz yönde etkilendiği görülmüştür. Bunun yanında para arzının hisse senedi fiyatları üzerinde önemsiz bir etkisinin olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, Japon borsalarının sanayi üretimi tarafından olumlu yönde etkilendiği ve para arzından ise olumsuz yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Aynı zamanda endüstriyel üretimin, tüketici fiyat endeksi ve uzun vadeli faiz oranından olumsuz etkilendiği bulunmuştur. Yazarlar, her iki ülke için de ortaya

çıkan bu tezat sonuçları 1990'lı yıllarda Japon ekonomisindeki çöküş ve bunun sonucunda ortaya çıkan likidite tuzağına bağlamışlardır.

Chen (2008), Şubat 1957 – Aralık 2007 dönemi için ABD'de makroekonomik değişkenlerin borsadaki durgunlukları (ay piyasaları) öngörüp görmeyeceğine bakmıştır. Faiz spreadleri, enflasyon oranları, para stokları, toplam çıktı, işsizlik oranları, federal fon oranları, federal hükümet borcu ve nominal döviz kuru gibi değişkenlerin ele alındığı çalışmada Markov Switching Yaklaşımı kullanılmıştır. Standard&Poor's-500 fiyat endeksiyle ilgili aylık verilerden edinilen ampirik bulgulara göre ABD borsalarında yaşanan durgunlukları makroekonomik faktörler arasında en iyi tahmin eden değişkenler; spread ve enflasyon oranlarının olduğu görülmüştür. Bunun yanında ay piyasalarını makroekonomik değişkenleri kullanarak tahmin etmenin daha kolay olduğu sonucuna varılmıştır.

Abugri (2008), Arjantin, Şili, Brezilya ve Meksika ülkeleri için 1986 - 2001 dönemi için makroekonomik faktörler ile menkul kıymet borsaları arasındaki bağlantıyı VAR modeliyle incelemiştir. Sonuç olarak, makroekonomik faktörler olarak belirlenen döviz kuru, faiz oranı, sanayi üretimi, para arzı gibi faktörler ile menkul kıymet borsaları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı bulunmuştur.

Gay (2008), yaptığı çalışmada 1999–2006 dönemi için BRIC ülkelerini ARIMA modeli ile test etmiştir. Döviz kuru ve petrol fiyatlarının, menkul kıymet borsaları ile ilişkisinin incelendiği araştırmada Çin, Hindistan ve Brezilya için menkul kıymet borsaları ile döviz kurları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı saptanırken; Rusya için aynı sonuç elde edilememiştir.

Alam ve Salah (2009) tarafından 1988 – 2003 dönemi için on beş gelişmiş ve gelişen ülke için yapılan panel veri analizinde hisse senedi fiyatlarıyla faiz oranları arasındaki ilişki ele alınmıştır. Çalışmaya konu olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için borsalar ile faiz oranı arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Yazarlara göre çalışmaya konu olan söz konusu 15 ülke için faiz oranı önemli ölçüde kontrol edilirse hisse senedi piyasasını daha fazla yatırımcının talep etmesi sağlanacaktır. Böylece bu durumdan ülkelerin borsalarının büyük

yarar sağlayacağı ve şirketlerin daha fazla genişleme imkanı bulacağıının tespiti yapılmıştır.

Zhao (2010), 1991 - 2009 dönemi için Çin üzerine yaptığı çalışmasında Renminbi (RMB) reel efektif döviz kuru ile borsalar arasındaki ilişkiyi VAR ve GARCH modellerine dayanarak analiz etmiştir. Sonuçlar, reel efektif döviz kurunun, hisse senedi fiyatları ile arasında istikrarlı ve uzun süreli bir denge ilişkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

Rasiah (2010), Malezya için 1980 – 2006 dönemi için yaptığı çalışmasında birtakım makro iktisadi göstergeler ile borsalar arasındaki ilişkiyi dinamik zaman serisi metodu ile analiz etmiştir. Söz konusu çalışma neticesinde, sanayi üretimini de içeren iktisadi faaliyetler, para arzı, tüketici fiyatları ve reel döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönde ve uzun dönemli bir ilişkinin varlığı bulunmuştur.

Geetha vd. (2011), Ocak 2000 – Kasım 2009 dönemi için aylık olarak ABD, Çin ve Malezya borsaları üzerine yaptıkları çalışmada hisse senetleri ile beklenen ve beklenmeyen enflasyon oranı, döviz kuru, faiz oranı ve GSYİH arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. ADF testi ile yapılan analizde borsalar ile enflasyon arasında uzun dönemli bir pozitif ilişkinin varlığına işaret edilmiştir. Ancak Malezya ve ABD için bu değişkenlerde kısa dönemli bir ilişki mevcut değildir. Çalışma neticesinde Malezya, ABD ve Çin'in beklenen enflasyon, beklenmeyen enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve GSYİH değişkenlerinin borsaların hareketini tahmin etmede kullanılabileceği önerilmiştir.

Hsu vd. (2011) tarafından yapılan ve 21 ülke için 1999 - 2007 dönemini kapsayan çalışmada borsa endeksleri ile tüketici güven endeksi arasındaki ilişki panel nedensellik analizi çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmada, Paseran (2006)'ın geliştirdiği ortak bağıntılı etkiler ortalama grup tahminci (CCEMG) yöntemi kullanılmıştır. Analiz neticesinde tüketici güven endeksi ile borsa endeksleri arasında güçlü bir ilişkiye rastlanmıştır.

Singh vd. (2011), 2003 – 2008 dönemi için Tayvan borsası ile GSYH, işsizlik oranı, enflasyon, para arzı ve döviz kuru gibi makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz bulgularına göre döviz kurunun ve GSYH'nın tüm portföylerin getirilerini etkilediği; enflasyon, döviz kuru ve para arzının ise büyük ve orta ölçekli şirket portföyü getirileri arasında negatif ilişki içerdiğini ortaya koymuştur.

Victor ve Kuwornu (2011), 1992 - 2008 yılları arasında Gana Borsasına yönelik hisse senedi getirileri ile makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiye bakmıştır. Box-Jenkins zaman serisi yöntemi bağlamında EKK tahmincisi ile yapılan çalışmada ampirik bulgular, borsa getirileri ile tüketici fiyat endeksi arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Öte yandan ham petrol fiyatları, döviz kuru ve hazine bonusu, hisse senedi getirileri üzerinde belirgin etkiye sahip görünmemektedir.

Sayılgan ve Süslü (2011), Türkiye'nin de dâhil olduğu 11 gelişen ülke için 1999 – 2006 döneminine ilişkin üçer aylık veriler halinde temel makro iktisadi faktörler ile borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Statik panel veri analizinin uygulandığı çalışmada ilgili ülkelerdeki hisse senedi getirilerinin Standard&Poor 500 endeksi, döviz kuru ve enflasyon oranından etkilendiği sonucuna varılmıştır. Diğer taraftan GSYİH, petrol fiyatları, faiz oranı ve para arzı ile söz konusu ülkelerin borsaları arasında herhangi bir anlamlı ilişki elde edilememiştir.

Tsai (2012), 6 Asya ülkesine yönelik (Singapur, Tayland, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayvan) hisse senedi endekleriyle döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1992 - 2009 dönemi için kantil (quantile) regresyon modeli çerçevesinde incelemiştir. Portföy dengesine göre bu iki değişken negatif ilişkilidir. Ampirik sonuçlara göre söz konusu asya ülkelerindeki verilerin farklı kantil fonksiyonlardan elde edilen çeşitli katsayılar da benzer bir düzene sahip olduğu görülmektedir. Katsayılar, döviz kurları son derece yüksek veya düşük olduğunda daha belirgin bir şekilde negatiftir. Negatif katsayılar, bu iki pazardaki portföy dengesinin etkisini desteklemekte olup, hisse senedi fiyat endeksinin getirisinin artması (düşüşü), döviz kurunu azaltacak (artacaktır). Çünkü portföy dengesi yaklaşımı söz konusu iki değişkene yönelik ilişkinin ters yönlü olabileceğini ortaya koyar.

Ayaydın (2012)' de, 1994 – 2009 dönemi kapsayan çalışmasında 22 gelişmekte olan ülkeyi farklı gruplara ayırarak, hisse senedi getirilerinin, makro iktisadi faktörler ile ilişkisini incelemiştir. Panel analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada ele alınan dönem itibariyle grupların tamamında hisse senedi getirilerinin; döviz kuru, para arzı, S&P 500 endeksi, 1997 Asya Krizi ve 2008 krizinden etkilendiği saptanmıştır.

Arjoon vd. (2012), Ocak 1980 – Şubat 2010 dönemi için Güney Afrika üzerine yapmış oldukları çalışmalarında VAR analizi kullanılarak reel hisse senedi piyasaları ile enflasyon arasındaki uzun vadeli ilişkiyi ele almıştır. Ampirik sonuçlara göre uzun vadede hisse fiyatlarının enflasyon oranındaki kalıcı değişimlere bağlı olmadığı ortaya konulmuştur.

Belke ve Beckmann (2015) ise çalışmasında 5 gelişmiş (ABD, Euro bölgesi, İngiltere, Japonya, Avustralya) ve 3 gelişmekte olan (Güney Kore, Brezilya, Tayland) ülke için farklı dönemlerde, hisse senedi piyasaları ile para politikası arasındaki ilişkiyi eşbütünleşik VAR (CVAR) modeli çerçevesinde incelenmiştir. Genel olarak, merkez bankalarının borsayı etkileyip etkilemediğini anlamayı hedefleyen araştırmada, Japonya dışında merkez bankalarının politika faizindeki değişiklikler ile hisse senedi fiyatlarını etkileme becerisinin sınırlı olduğu ortaya konulmuştur.

Peiro (2016), 1969 – 2013 dönemi için üç büyük Avrupa ülkesinin (İngiltere, Fransa, Almanya) hisse senedi fiyatlarının makroekonomik değişkenlere olan bağımlılığını incelemiş ve elde edilen sonuçları ABD piyasaları ile karşılaştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre üretim ve faiz oranlarındaki hareketler incelenen üç ülkedeki hisse senedi getirilerini açıkça belirlemektedir. Buna göre hisse senedi fiyatları, üretimdeki hareketleri bir yıl önceden tahmin eder ancak faiz oranlarıyla aynı anda hareket eder. Sanayi üretimindeki gelecekteki değişimler ve uzun vadeli faiz oranlarındaki cari değişiklikler hisse senedi getirilerinin yaklaşık yarısını içinde barındırmaktadır. Tüm bu bulgulara göre söz konusu avrupa ülkeleri için benzer ancak ABD genelinde üretimin hisse senedi getirisinin arkasındaki tek faktör

olduğu düşünülürken, ABD ile elde edilen sonuçlar arasında gözle görülür farklılık bulunmaktadır.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen iktisadi faktörlere yönelik yabancı literatür göz önüne alındığında farklı zaman dilimlerinin, farklı ülkelere, farklı yöntemlerle ele alındığı görülür. Uygulanan yöntemlerin daha çok EKK yöntemi ve VAR analizi olduğu görülür. Her ne kadar konu ile ilgili yabancı literatürün geçmişi 1980'lere kadar gitse de küreselleşmenin artması ve sermaye hareketlerinin hızlanması ile son zamanlarda araştırmacıların konuya ilgisinin daha da arttığı görülür. Hisse senedi piyasalarının sürekli değişken ve cari olması konunun güncel kalabilmesini sağlamıştır. Bu bakımdan yapılan çalışmaların genelde farklı sonuçlar ortaya koyduğu görülür.

4.1.2. Literatürde Yer Alan Bazı Önemli Yerli Çalışmalar

Yılmaz vd. (1997), İMKB için 1990 – 2003 dönemine yönelik ele aldıkları araştırmasında hisse senedi piyasalarıyla makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada EKK yöntemi, johansen - juselius eşbütünlük testi, granger nedensellik testi ve VEC modeli kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre hisse senedi fiyatları ile çalışmaya konu olan döviz kuru, para arzı, dış ticaret dengesi, faiz oranı, enflasyon ve sanayi üretim endeksi gibi makro iktisadi faktörler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bu ikili arasında farklı aşamalarda da olsa bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur.

Durukan (1999) tarafından Türkiye için 1986 - 1998 dönemine yönelik hisse senedi fiyatları ile makro iktisadi faktörler arasındaki ilişki ele alınmıştır. Makro iktisadi faktörler olarak döviz kuru, sanayi üretimi, enflasyon, faiz oranı ve para arzının kullanıldığı çalışmada EKK yöntemi tercih edilmiştir. Analiz bulgularına göre faiz oranları, hisse senedi fiyatlarını açıklamada en etkin makro iktisadi faktördür. Sanayi üretiminde ise bekleyişlere uygun olarak pozitif ve anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Bunun dışındaki makro iktisadi faktörlerin, hisse senedi fiyatlarını belirlemede herhangi bir etkisinin olmadığı saptanmıştır.

Mutan ve Çanakçı (2007), 2000m1 – 2007m4 dönemi için İMKB-100 endeksinin, enflasyon oranı, sanayi üretim endeksi ve para arzı ile olan ilişkisini incelemiştir. EKK yönteminin kullanıldığı çalışmada, M1 para arzıyla İMKB-100 arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken; enflasyon ile İMKB-100 arasında anlamlı ancak ters yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Diğer taraftan hisse senedi fiyatları ile sanayi üretim endeksi ilişkisi anlamlı değildir.

Dizdarlar ve Derindere (2008) ise 2005q1 – 2007q12 dönemi için benzer şekilde İMKB-100 endeksinin, birtakım makro iktisadi değişkenler ile ilişkisini regresyon modeli çerçevesinde incelemiştir. Analiz sonunda döviz kurunun İMKB-100 endeksine etki eden en önemli makro değişken olduğu sonucuna varılmıştır.

Gençtürk (2009), 1992-2006 dönem aralığını kapsayan analizinde makro iktisadi faktörler ile İMKB-100 endeksi arasındaki ilişkiyi kriz yaşanmış ve kriz yaşanmamış dönem olarak ayrı ayrı ele almıştır. Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinin kullanıldığı çalışmada makro iktisadi gösterge olarak bono faiz oranları, para arzı, enflasyon, sanayi üretim endeksi, dolar kuru ve altın fiyatları kullanılmıştır. Analiz kapsamında, kriz döneminde İMKB-100 endeksinin, enflasyon ve para arzı ile ilişkisi anlamlı olurken; kriz yaşanmamış dönemde endeks ile tüm bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Elitaş (2010)' da 1998q1–2009q3 dönemi için ele aldığı çalışmasında, İMKB endeksi ile makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Makro iktisadi değişkenler olarak GSYİH, döviz kuru, faiz oranı, para arzı, enflasyon ve dış ticaret dengesinin kullanıldığı çalışmada VAR analiz ve Vektör Hata Düzeltme Modeli neticesinde Granger nedensellik analizi ile etki tepki fonksiyonu analizleri yapılmıştır. Analiz bulgularına göre İMKB endeksinin, GSYİH, döviz kuru ve para arzı ile arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi saptanırken; faiz oranı ile tek taraflı kısa dönem bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır. İMKB endeksinin, enflasyon ile arasında ise nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Yazara göre Türkiye'de uygulanan döviz kuru ve para politikalarının İMKB üzerinde etkili olduğu ortaya konmuştur. Aynı zamanda yüksek enflasyonun bir yatırım aracı olarak görülen dövizin, İMKB'nin gelişimi üzerinde olumsuz etkileri olduğu sonucuna varılmıştır.

Büyükşalvarcı (2010)'da Türkiye için yaptığı çalışmasında 2003 - 2010 dönemi için İMKB -100 endeksinin, temel makro iktisadi faktörler ile ilişkisini ele almıştır. Çoklu regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada sanayi üretimi, döviz kuru, petrol fiyatları ve faiz oranının İMKB-100 endeksi üzerinde negatif etkisi saptanırken; para arzı artışının endeks üzerinde pozitif etki yaptığı görülmüştür.

Kalmanbetova (2010) ise 2004 - 2009 dönemini kapsayan analizinde İMKB - 100 endeksi ile döviz kuru, para arzı, tüketici fiyat endeksi ve faiz oranları gibi bazı makro iktisadi değişkenlere yer vermiştir. Çalışma kapsamında genişletilmiş birim kök Dickey-Fuller Testi, engle-granger koentegrasyon testi, granger nedensellik testleri kullanılmıştır. EKK yöntemine göre borsa endeksi ile döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasında anlamlı bir ilişki saptanırken; para arzı ile arasında uzun döneme ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır. Aynı zamanda İMKB fiyat endeksi ile faiz oranı ve döviz kuru ilişkisi negatif bulunurken, enflasyon ile arasındaki ilişkinin yönü pozitifdir. Diğer yandan granger nedensellik testinde sadece döviz kurundan hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Diğer değişkenler ile ilgili herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

Özer vd (2011)' de İMKB -100 endeksi ile döviz kuru, faiz oranı, sanayi üretim endeksi gibi çok sayıda makro iktisadi faktör arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yöntem olarak; EKK, johansen eş-bütünleşme testi, granger nedensellik testi ve VEC modelinin kullanıldığı analizde, İMKB-100 endeksinin çalışmaya konu olan bütün makro iktisadi faktörler ile arasında anlamlı ilişki bulunmuştur.

Kaya vd. (2013), İMKB-100 endeksinin temel makro iktisadi faktörler ile ilişkisini çoklu doğrusal regresyon modeli ile incelemiştir. 2002 - 2012 dönemini kapsayan çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler sanayi üretim endeksi, faiz oranı, döviz kuru ve para arzıdır. Analiz bulgularına göre İMKB-100 endeksinin, para arzı ile ilişkisi pozitif olurken; döviz kuru ile ilişkisi negatif yönlüdür. Diğer taraftan İMKB-100 endeksinin, sanayi üretimi ve faiz oranıyla arasındaki ilişki anlamlı değildir.

Aktaş ve Akdağ (2013), 2008-2012 döneminde aylık veriler kullanarak BİST-100 endeksi ile 11 makro iktisadi değişken arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada

çoklu doğrusal regresyon analizi ile granger nedensellik testinden yararlanılmıştır. Buna göre, çalışmaya konu olan makro iktisadi değişkenlerden tüketici fiyat endeksi, tüketici güven endeksi, dolar kuru, mevduat faiz oranı ve kapasite kullanım oranı ile BİST-100 endeksi arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur. Ayrıca granger nedensellik testi sonuçlarına göre sadece kapasite kullanım oranı ile faiz oranının Borsa İstanbul endeksi ile etkileşimde oldukları ortaya konmuştur. Bunun yanında analize tabi tutulan diğer makro değişkenlerden Euro kuru, işsizlik, sanayi üretimi, petrol fiyatları, ihracat ve altın fiyatlarının BİST-100 üzerinde etkili olmadığı sonucuna varılmıştır.

Karcioğlu ve Özer (2014), BİST imalat sektöründeki 113 firmaya ilişkin hisse fiyatları ile firma içinden ve firma dışından kaynaklanan faktörler arasındaki ilişkiyi, 2002 - 2011 için çeyrek dönemler şeklinde incelemişlerdir. Statik ve dinamik panel analiz yönteminin kullanıldığı çalışmaya göre BİST imalat endeksinin ile makroekonomik göstergelerden para arzı, faiz oranı ve döviz kurları ile arasında anlamlı bir ilişki yakalanmıştır. Diğer taraftan BİST imalat endeksi ile altın, dış ticaret, sanayi üretimi ve yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Güngör ve Kaygın (2015)'in, 2005 – 2011 yılları arasında BİST için yaptıkları çalışmasında dinamik panel veri yöntemini kullanarak hisse senedi fiyatlarının, mikro ve makro iktisadi faktörler ile ilişkisini ele almışlardır. Analiz bulgularına göre mikro ekonomik faktörler olarak finansal oranlar, hisse senedi fiyatlarını tahmin etmede kullanılabilir. Makroekonomik faktörlerde ise hisse senedi fiyatlarının; petrol fiyatları, döviz kuru, sanayi üretimi ve para arzı ile ilişkisi pozitif olurken; enflasyon, faiz oranı, GSYİH, altın fiyatları ve dış ticaret dengesi ile ilişkisi ters yönlüdür. Araştırmacılar çalışmada, hisse senedi piyalarıyla ilgilenen kesimlerin ortaya çıkan sonuçları, hem makro hem de mikro faktörler olarak birlikte değerlendirmeleri gerektiği sonucuna varmışlardır.

Şişman vd. (2017)' de 2009q1 - 2015:q2 dönemi için BİST teknoloji endeksinde faaliyet gösteren firmaların hisse senedi fiyatları ile bazı finansal oranlar arasındaki ilişkiye bakmışlardır. EKK ve çoklu regresyon modeli yöntemlerinin baz alındığı çalışmaya göre BİST teknoloji endeksini belirleyen en önemli finansal oran piyasa

değeri/defter değeridir. Hisse başına kâr oranı ise hisse senedi getirilerini etkileyen en önemli ikinci finansal orandır. Kaldıraç oranı ise hisse senedi getirilerinin belirlenmesinde rol oynayan en önemli üçüncü faktördür.

Sancar vd. (2017) ise Türkiye'ye yönelik 2000 – 2016 dönemi için hisse senedi endeksi ile sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi, M1 para arzı, interbank faiz oranı ve dolar kuru gibi makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma için yapılan birim kök ve eş-bütünleşme testleri sonucunda, bütün seriler I(1) olarak bulunmuş ve eş-bütünleşme testi neticesinde uzun dönemli bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. Ayrıca FMOLS (Tam Düzeltilmiş En Küçük Kareler Yöntemi) ve DOLS (Dinamik En Küçük Kareler) testleri sonucunda sanayi üretimi, para arzı, enflasyonun hisse senedi fiyat endeksleriyle ilişkisi pozitif ve anlamlı bulunurken; döviz kurunun, hisse senedi fiyat endeksleri ile ilişkisi anlamlı fakat negatiftir.

Yerli literatüre bakıldığında görülecektir ki, hisse senedi piyasaları ile muhtemel ilişkili olabilecek iktisadi değişkenler yabancı literatürde olduğu gibi benzerlik göstermektedir. Bunun yanında yapılan çalışmalarda analize konu olan ekonometrik metodların daha çok çoklu regresyon modeli ve granger nedensellik testi üzerine olduğu görülür. Dikkati çeken bir başka hususta yerli çalışmaların daha çok IMKB-100 veya diğer adıyla BİST-100 üzerine odaklanmasıdır. Zira geçmişte yaklaşık çeyrek yüzyıla dayanan Türkiye borsasının hala yeni bir piyasa olduğu söylenebilir. Özellikle Türkiye'de 2000'li yıllardan sonra hisse senedi piyasalarında işlem hacminin arttığı ve önem kazandığı görülür. Türkiye ile ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında da görülecektir ki, araştırmacıların ilgisinin daha çok son yıllarda olduğu görülür.

Ayrıca Türkiye' de konu ile ilgili olarak gelişmekte olan ülkelere ilginin artmasının birçok nedeni bulunmaktadır. Bu durumun önemli nedenlerinden biri, bu ülkelerin sermaye piyasalarının zamanla serbestleşmesi ve bu sonucun getirdiği yüksek volatilitedir. Gelişen piyasaların hisse senedi piyasalarında görülen yüksek volatilité bu piyasaları izlenmeyi önemli kılmaktadır.

4.2. Araştırmanın Yöntemi

Bu araştırmada G-7 ve E-7 ülkeleri için dikkate alınan önemli⁷ hisse senedi endeksleriyle, seçilmiş makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki heterojen panel tahmincileri ile ele alınmıştır. Bu kapsamda çalışmada ele alınan G-7 ve E-7 ülkeleri için 2006m3 – 2016m8 dönemi için iki ayrı model kurulmuştur. Yazın taramasında da görüleceği gibi başta makro ve mikro olmak üzere pek çok ekonomik parametre ülkelerin hisse senedi piyasaları üzerinde etkilidir. Panel analiz tekniklerinin kullanıldığı çalışmada heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı problemlerine dikkat eden genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG) ile Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup (CCEMG) tahmincisi yöntemleri kullanılmıştır. Bunun yanında ortalama grup (MG) tahmincisi uygulanmıştır. Uygulanan yöntemle ilgili teorik bilgiler aşağıda sunulmuştur. Analiz kapsamında ele alınan panel veri teknikleri ile ilgili teorik bilgiler uygulanan model ve tahminciler ile sınırlı kalmıştır.

4.2.1. Panel Veri Analizi ve Özellikleri

İktisadi araştırmaların çoğunda farklı veri türleri kullanılmakta ve bu verilere ait uygun ekonometrik modeller ele alınmaktadır. Ekonometrik analizlerde zaman serisi verisi, yatay kesit verisi ve panel veri olmak üzere üç çeşit veri türü bulunmaktadır. Bunlar; değişkenlerin değerlerinin zaman birimi açısından (gün, ay, mevsim, yıl vb. gibi) değişimini ele alan zaman serisi verisi; zamanın belli bir noktasında farklı birimlerden elde edilen yatay kesit verisi; ve yatay kesit gözlemlerinin belli bir dönemde bir araya getirilmesi olarak tanımlanan panel veri analizidir (Baltagi, 2008: 1; Tatoğlu, 2017: 1).

Ekonometrik analizlerde, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin boyutlarının yetersizliği 1950'li yıllardan itibaren panel veri kullanımını gündeme getirmiştir. Panel veri analizleri daha çok 1990'lı yıllardan itibaren hız kazanmıştır. Çalışmalarda daha çok birim boyutunun zaman boyutundan fazla olduğu mikro panel veri çalışmaları sık görülmüştür. Daha sonra ise yapılan çalışmalar, zaman boyutunun birim boyutunu geçtiği makro çalışmalar şeklinde ağırlık kazanmıştır.

⁷Ekonomik ve sektörel performansları, şirket değerleri ve işlem hacimleri bakımından en çok dikkate alınan endekslerdir.

Buna göre panel veri analizi, birim ve zaman boyutunun büyüklüğüne göre ve modelde yapılan bir takım varsayımları sağlayıp sağlayamama durumuna göre çeşitli yöntemlerle tahmin edilmektedir.

Panel veri analizi birçok farklı ülke için (gelişmiş ve gelişen ülkeler) yaygın biçimde kullanılabilir hale gelmiştir. Panel veri analizi, ülkeler, firmalar ya da hane halklarını içeren gözlemlerin belli bir zaman dilimi içerisinde bir araya getirilmesidir. Diğer bir deyişle, zaman serisi ve yatay kesit verilerinin bir arada bulunması ve bu serilerle ekonomik ilişkilere yönelik tahminlerde bulunulması panel analizin belirleyici tarafını oluşturur. Dolayısıyla, panel veri analizi zaman serileri ve kesit serilerini bir araya getirerek hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturmaktadır. Böylece zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir (Baltagi, 2008: 13-15; Hsiao, 2003: 5; Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37).

$$Y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + u_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

$$U_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (2)$$

Buna göre N x T toplam gözlem sayısını vermektedir.

Yukarıdaki denklemdeki parametreleri tanımlayacak olursak (Baltagi, 2008: 12-13; Hsiao, 2003: 5; Tatoğlu, 2013: 79).

- Y_{it} : Modele ait bağımlı değişkenleri,
- X_{it} : Modele ait bağımsız değişkenleri,
- i : Alt simgesi (hane halkı, şirket, ülke gibi) yatay kesit boyutunu,
- t : Alt simgesi zaman (gün, ay, yıl gibi) serisi boyutunu,
- u_{it} : Hata terimini,
- μ_i : Gözlenemeyen birim etkiyi,
- v_{it} : Geriye kalan hata terimini ifade etmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3)$$

Modelin sabit ve eğim parametreleri zamana ve birimlere göre değer alır. Buna göre k değişken içeren doğrusal bir panel veri regresyon modeli denklem (3) teki gibi ifade edilir.

Panel veri analizi dengeli ve dengesiz panel olarak da yapılabilmektedir. Bu bakımdan panel veri setinde yer alan her bir birim için söz konusu olan zaman serisinde eksik gözlem yoksa bu tür panel veri setine dengeli panel denir. Diğer taraftan panel veri setinde bazı eksik gözlemlerin bulunması durumunda bu tür panel veri setlerine dengesiz panel denir (Wooldridge, 2003: 250).

Panel veri modelinde gözlem sayısındaki bir artış, serbestlik derecesinde de bir artış meydana getirir. Serbestlik derecesinin artması model açıklayıcı değişkenler arasındaki bağlantıyı azaltacaktır. Bu durum çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorununu önemli ölçüde azaltmaktadır. Dolayısıyla, panel veri analizinde kurulacak bir modelde yüksek bir serbestlik derecesinin bulunması daha etkin ve güvenilir tahminler verecektir. Bunun gibi panel veri analizinin birçok avantajı söz konusudur. Sonraki başlıklarda konuya ilişkin daha ayrıntılı bilgi sunulmuştur.

4.2.2. Panel Veri Analizinin Avantajları ve Dezavantajları

Panel veri analizinin avantajları ve güçlü yönleri aşağıdaki gibidir (Baltagi, 2008: 6-10):

- Panel veri analizi, grupların (şirketlerin, bölgelerin ve ülkelerin) heterojen olabilecekleri varsayımını göz önüne alarak farklı model önerileri sunmaktadır. Diğer taraftan zaman serisi analizi bu heterojenliği kontrol edememesi durumunda sonuçlar sapmalı olabilmektedir.
- Panel veri analizi araştırmacılar için daha fazla çeşitlilik sunmaktadır. Panel veri analizinde daha büyük serbestlik derecesi imkanı vardır.
- Panel veri analizinde çoklu doğrusal bağlantı daha düşüktür. Bu durum daha geniş bir etkinlik imkanı sunar.

- Panel veri; zaman serisi analizi ve yatay kesit analizlerinin saptayamadığı etkileri saptama ve ölçme konusunda daha elverişlidir.
- Panel veri analizi, yatay kesit verilerine veya zaman serisi analizine göre daha karmaşık ilişkilerin ekonometrik modellenmesine ve sınanmasına olanak tanımaktadır. Aynı zamanda panel veri analizi araştırmacılara daha geniş bir veri seti ile çalışma imkanı sunmaktadır.
- Panel veri analizi; daha çok bireysel verilerin kullanılmasına bağlı olarak verilerin toplulaştırılması ile ortaya çıkabilecek bilgi kayıplarını ve sapmaları giderici rol oynar.
- Panel veri analizi, hem nitel hem de nicel faktörleri aynı model içinde belirleme imkanı sunmaktadır.

Panel veri kullanımının bazı avantajları olduğu kadar bazı kısıtları da vardır: Panel veri analizinin bazı zayıf yönleri aşağıdaki gibidir:

- Panel veri analizleri zaman boyutu içerdiğinden, korelasyon problemlerine ve sonuçta tahmin edicilerin sapmalı ve tahminlerin tutarsız olmasına sebep olabilmektedir.
- Panel veri analizinin yatay kesit boyutunun çok büyük olması ancak her birim için zaman kesitinin ise çok kısa kalması durumunda modelin etkinliği azalmaktadır.
- Panel veri analizinde gözlenen bir başka sorun ise verilerin toplanması, düzenlenmesi ya da ilgili verilerde meydana gelen ölçüm hatalarıdır.

4.2.3. Metodoloji

Bu bölümde çalışmada kullanılan tahmin yöntemlerine ilişkin teorik bilgi verilmiştir.

4.2.3.1. Yatay kesit bağımlılığı testi

Serilerde yatay kesit bağımsızlığına dikkat edilmesi önem arz eder. Bu bakımdan seriler belli bir şoka maruz kaldığında tüm yatay kesit birimlerinin söz konusu şoktan aynı derece etkilenip etkilenmediği araştırılmalıdır. Yatay kesit bağımsızlığının araştırılmasında Pesaran CD_{LM} testinden yararlanılmaktadır. Bu test zaman ve kesit boyutu sonsuza giderken geçerlidir. Diğer bir deyişle Pesaran

(2004) N ve T'nin büyük olduğu durumlar için CD_{LM} olarak adlandırılan test istatistiğini türetmiştir (Pesaran, 2004: 4-5).

CD_{LM} testi “yatay kesit bağımlılığı yoktur” sıfır hipotezi altında standart normal dağılıma sahiptir.

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır

$$CD_{LM} = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (\rho_{i,j}) \quad (4)$$

Test sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda, %5 anlamlılık düzeyinde, H_0 hipotezi reddedilmekte ve serideki birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğuna karar verilmektedir.

4.2.3.2. Pesaran CADF panel birim kök testi

Pesaran (2007), faktör yüklemelerini tahmin etmek yerine birimlerarası korelasyonu gidermek için CADF (Yatay Kesit Genelleştirilmiş Dickey-Fuller) birim kök testini önermiştir. Buna göre CADF testi aşağıdaki gibi gösterilir:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + b_i y_{it-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Yukarıdaki modelde, birim kök sınaması için yapılacak seri için \bar{y}_t , yatay kesit ortalamasını; $(\bar{y}_{t-1}, \bar{y}_{t-2}, \dots)$, yatay kesit ortalamasının gecikmeli değerini ve $\Delta \bar{y}_t$ ise yatay kesit bağımlılığının dikkate alınmasını sağlayan bir temsilcisi (proxy) olarak regresyon modeline dâhil edilmiştir (Pesaran, 2007).

Pesaran (2007)'ın CADF panel birim kök testinde sıfır hipotezi, “paneli oluşturan her bir yatay kesite ait serinin birim kök içerdiği” önermesini ($H_0: b_i=0$ bütün yatay kesitler için); alternatif hipotez ise “paneli oluşturan yatay kesitlerin belirli bir bölümünün birim kök içermediği” sınanmaktadır. Buna göre;

$H_0: B_i = 0$ tüm i 'ler için (Seri durağan değildir)

$H_1: B_i < 0$ $i=1,2,\dots,N1, B_1=0, i=N1+1, N1+2,\dots,N$ (Seri durağandır) önermesi sınamaktadır (Pesaran, 2007).

CADF testinde bulunan b_i katsayıları CADF istatistiği olup, bunlara ait t-istatistikleri mevcut kritik değerlerle karşılaştırılarak her bir yatay kesite ait serinin birim kök içerip içermediğine karar verilir. Pesaran (2007)'de panel veri setinin durağan olup olmadığını test etmek için CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak kesit açısından genişletilmiş IPS (cross-sectionally augmented IPS (CIPS) test istatistiği (6)'de ki gibi elde edilir.

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF \sim N(0,1) \quad (6)$$

Son olarak panel veri setinin birim kök içerip içermediğini tespit etmek için Pesaran (2007)'de verilmiş olan CIPS için kritik değerlerle karşılaştırılarak karar verilir.

4.2.3.3. Ortalama grup tahmincisi (MG)

Pesaran ve diğerleri (1999) ARDL modeli için iki tahminci geliştirmişlerdir. Bunlar; Mean Grup Tahmincisi (MG) ve Pooled Mean Grup tahmincisi (PMG)'dir.

Pesaran ve Smith (1995) tarafından önerilen ortalama grup (MG) tahmin yönteminde, her bir birim için oluşturulan ARDL modellerin uzun dönem parametrelerinin ortalaması kullanılarak uzun dönem parametresi elde edilir. Dolayısıyla uzun dönem parametrelerinin birimlere göre değerlendirilmesine izin verilmektedir. Benzer şekilde, sabit terim, kısa dönem parametreleri ve hata düzeltme parametresi de ortalama alınarak hesaplanmaktadır.

$$\Delta y_{it} = \phi_i(y_{it-1} - \theta_i' x_{it-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_j^* \Delta y_{it-j} + \sum_{j=0}^{p-1} \delta_j \Delta x_{it-j} + \mu_i + e_{it} \quad (7)$$

Eşitlik (7) de ϕ_i , uzun dönem dengesine yaklaşma hızını ifade etmektedir. Eğer $\phi_i = 0$ olduğunda değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin olduğuna dair herhangi bir kanıt bulunmamaktadır. Diğer bir parametre olan θ_i ise, değişkenler arasında uzun dönem ilişkileri barındırmaktadır (Pesaran vd. 1997:3-4).

4.2.3.4. Ortak bağıntılı etkiler ortalama grup tahmincisi (CCEMG)

Panel veri tahminlerindeki yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir başka tahminci de Pesaran (2006) tarafından önerilen “*Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup*” (CCEMG) tahmincisidir.

Pesaran (2006), panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılığının mutlaka araştırılması gerektiğini ve eğer yatay kesit bağımlılığı varsa buna uygun yöntemlerin kullanılması gerektiğini Monte Carlo simülasyonu ile göstermiştir. Bu noktadan yola çıkarak yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Ortak İlişkili Etkiler (CCE) tahmincilerini geliştirmiştir. Bu yöntem heterojen panel veri regresyon modeline dayanmaktadır (Pesaran, 2006: 971). Buna göre değişkenler düzeyde durağan değil ve heterojenlik varsayımı yapıp, birimler arası korelasyon varsa kurulacak olan modelin tahmininde Pesaran (2006) tarafından önerilen ortak korelasyonlu etkiler (CCE) tahmincisi kullanılabilir. Birimler bazında tahmin edilen CCE tahminlerinin birimlere göre ortalaması alınarak ortak korelasyonlu etkiler ortalama grup (CCEMG) tahmincisi elde edilmektedir.

4.2.3.5. Genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG)

Genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG), Bond ve Eberhardt (2009) ile Eberhardt ve Teal (2010) tarafından, Pesaran (2006) CCEMG yöntemine alternatif olarak geliştirilmiştir. Genişletilmiş ortalama grup (AMG) tahmincisinde ilk aşamada model, t-1 adet zaman kukla değişkeni ilavesi ile birinci farklar yöntemi ile tahmin edilmektedir. Sonrasında bu tahminler her bir birim için kurulan modele eklenmektedir. Daha sonra, Pesaran ve Smith (MG) tahmincisi kullanarak tüm panel için (AMG) tahmincisi, birimler bazında ortalama alınarak elde edilmektedir.

$$\Delta y_{it} = b' \Delta x_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \rightarrow \hat{c}_t \equiv \mu_t \quad (8)$$

$$y_{it} = \alpha_i + b' x_{it} + c_{it} + d_i \mu_t + e_{it}, \quad \hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i b_i \quad (9)$$

Elde edilen kukla katsayıları (9) nolu modelde yatay kesit bağımlılıklarını içerecek şekilde bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır.

(AMG) tahmincisi panel veri tahmin yazınında oldukça yeni bir tahmincidir. Basitçe bu şekilde ifade edilen bu ilişki ekonometri yazınında yatay kesitler arası korelasyon (bağıntı) olarak ifade edilir. Dolayısıyla, bu durumu hesaba katan tahmincilerden Bond ve Eberhardt (2009) ile Eberhardt ve Teal (2010) tarafından önerilen "Genişletilmiş Ortalama Grup" tahmincisi (AMG) de bu konuda yapılan en son katkılardan birisidir. İkinci olarak, AMG tahmincisi, çalışmada kullanılan serilerin birinci dereceden farkı alındığında durağan hale geldikleri durumlarda kullanılabilir. Üçüncü olarak, hata teriminden kaynaklı içsellik problemi söz konusu olduğunda da etkin bir tahmincidir. Bu bakımdan AMG tahmincisi, CCEMG yöntemiyle benzer nitelikler taşımakla birlikte CCEMG yönteminden ayrıldığı nokta; yatay kesit bağımlılığını "Ortak Dinamik Süreç (Common Dynamic Process)" yöntemiyle içsel bir şekilde analize dâhil etmektedir (Eberhardt, 2012: 64).

Dolayısıyla CCEMG tahmincisine benzer şekilde AMG tahmincisi de serilerde birim kök olsun veya olmasın, seriler eş bütünleşik olsun veya olmasın ve ek olarak yatay kesit bağımlılığının varlığında dahi etkin sonuçlar vermektedir (Eberhardt ve Teal, 2010).

4.2.4. Veri Seti ve Kaynakları

Çalışma kapsamına, 7 yüksek gelirli (ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya ve Kanada), 7'de üst-orta ve alt-orta gelire (Türkiye, Brezilya, Endonezya, Çin, Hindistan, Rusya ve Meksika) sahip gelişmekte olan ekonomi dâhil edilmiştir⁸.

⁸ Çalışmada kullanılan ülkeler ile ilgili ayrıntılı bilgiye ikinci bölümde değinilmiştir.

Çalışmada bağımlı değişken olarak her biri G-7 ve E-7 ülkelerine ait önemli hisse senedi endeksleri seçilmiştir. Reel efektif döviz kuru endeksi, M2 para arzı, sanayi üretimi endeksi, enflasyon, faiz oranı, tüketici güven endeksi ve üretici güven endeksi de bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada hem G-7 hem de E-7 grubu, aynı veri seti ve aynı dönem aralığı çerçevesinde analize tabi tutulmuştur.

Çizelge 4.1. Veri Seti Kaynakları

Kullanılan Değişkenler	Veri Kaynağı
Borsa Endeksleri	Datastream
M2 Para Arzı	Datastream
Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi	WB*
Hazine Bonosu Faiz Oranı (G-7 ülkeleri için), Mevduat Faiz Oranı (E-7 ülkeleri için)	IMF*, OECD*
Sanayi Üretim Endeksi	WB
Enflasyon Oranı	IMF
Tüketici Güven Endeksi	OECD
Üretici Güven Endeksi	OECD

Not. WB: Dünya Bankası, IMF: Uluslararası Para Fonu, OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

Literatürde hisse senedi piyasalarını açıklamada kullanılan birçok iktisadi değişken mevcuttur. Çalışma kapsamında kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin açıklamaları aşağıdaki gibidir:

Borsa Endeksleri: Belirli bir borsa endeksi içinde bulunan birçok hisse senedine ilişkin fiyat veya getiriye bir araya getirerek tüm hisse senetlerindeki değişmeyi tek bir göstergeyle açıklayan endeks türüdür. Böylece hisse senedi piyasalarında işlem gören bütün senetlerin performansı bir endeks yardımıyla ifade edilir. Diğer bir ifadeyle borsa endeksi, endeks kapsamındaki hisse gruplarını yorumlamada kullanılan bir gösterge niteliğindedir. Hisse senedi endeksleri ekonominin bütünü hakkında yorum yapılmasına da yardımcı olabilmektedir. Her ülkenin kıstas aldığı

ve temel gösterge niteliğinde kabul ettiği hisse senedi endeksi farklıdır. Bu kapsamda çalışmaya dâhil edilen söz konusu hisse senedi endeksleri, ulusal ve uluslararası yatırımcıların ve hükümetlerin baz aldığı hisse senedi endeksleridir.

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi: Bir ülkenin para biriminin enflasyon etkilerinden arındırılarak düzeltilmiş halinin diğer para birimlerinin endeksine veya sepetine göre ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. Ağırlıklar, bir ülkenin para biriminin endekste yer alan her ülkeye göre nispi ticaret dengesi karşılaştırılarak belirlenir. Yatırımcıların temel düşüncesi ellerindeki fonları en kârlı alanlara yöneltmek istemeleridir. Dolayısıyla, döviz fiyatlarının artışı yatırımcıların döviz tercihlerini arttıracaktır. Böylece yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini çıkarmaya başlayacaklardır. Bu durumda hisse senedi piyasalarına olan talep azalacak ve borsa düşecektir. Döviz kurunun borsalar üzerinde etkisini ele alan araştırmalarda genellikle döviz kurunun nominal değeri kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yabancı paranın yerli para birimi karşısında değerini veren gösterge analize dâhil edilir. Çalışmamızda ise reel efektif döviz kuru endeksi kullanılmıştır. Zira reel efektif döviz kuru enflasyon farklarını göz önünde bulundurarak hesaplanır. Bunun yanında reel efektif döviz kuru ülkelerin dış ticaretine ve rekabetine ilişkin bir gösterge niteliğindedir.

Hazine Bonosu Faiz Oranı: Bir ülkenin önemli makroekonomik göstergelerinden sayılan hazine bonosu faizleri kısa süreli bir borçlanma aracıdır. Genel olarak yüzdeler olarak ölçülen bono faiz oranı daha çok devletlerin çıkardığı finansal borçlanma aracıdır. Genellikle yüzdeler olarak ölçülen bono faiz oranı, günlük oranların ortalamasıdır. Yatırımcıların yatırım kararı almasında faiz oranlarının etkisi büyüktür. Bu bağlamda faiz oranı hisse senedi yatırımcılarına bir alternatif oluşturur.

Mevduat Faiz Oranı: Ekonomik birimlerin tasarruflarını değerlendirmede önemli bir yere sahip olan mevduat hesapları, ticari ya da benzeri bankaların gösterilen talebe ve zamana bağlı olarak tasarruf mevduatı için ödedikleri orandır. Vadeli hesaplar olarak ta bilinen mevduat faiz oranı anında nakde dönüştürülemeyen bir tür faiz türüdür.

Sanayi Üretim Endeksi: Ülkelerdeki sanayi kuruluşlarının ekonomide meydana gelen değişimlere bağlı olarak üretimlerindeki değişimleri gösteren bir endekstir. GSYİH içinde önemli bir bileşen olan sanayi üretimi büyümenin motoru konumundadır. Diğer bir deyişle, sanayi üretimi iktisadi faaliyetlerin temel bir göstergesidir. Çalışma aylık bazda incelendiğinden GSYİH yerine, onun ve reel iktisadi faaliyetlerin göstergesi olan sanayi üretim endeksi kullanılmıştır⁹. Nitekim sanayi üretimi trendi ile GSYİH'nın trendi birbirine yakınlık göstermektedir.

M2 Para Arzı: Bir ekonomide dolaşımdaki her türlü toplam para miktarı bize para arzını verir. Emisyondaki bir artış ya da azalış hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Genel kanı emisyondaki bir artışın hisse senedi piyasalarını olumlu yönde etkileyeceği yönündeyken; tersi durumda hisse senedi piyasalarının olumsuz yönde etkileneceğidir. Çalışmada ele alınan M2 para arzı bankacılık sektörünün yaratmış olduğu kaydi para neticesinde görülen volatilitenin hisse senedi piyasalarına olan etkisinin irdelenmesi bakımından daha anlamlıdır. Dolaşımdaki para miktarı ve vadesiz mevduatların yanında, vadeli mevduat miktarını da içeren M2 para arzı geniş tanımlı para arzı olarak tanımlanmaktadır.

Enflasyon: Makroekonominin önemli iktisadi göstergelerinden sayılan enflasyon, mal ve hizmet fiyatlarının sürekli artışı olarak tanımlanır. Tüm piyasaların etkilendiği enflasyon hisse senedi piyasalarını da etkiler. Analize bir önceki dönemdeki yüzde değişim olarak eklenmiştir.

Tüketici Güven Endeksi: Hane halklarının ekonomiye yönelik güvenini ölçen bir endekstir. Hane halklarının tüketim planlarını ve ekonomik durumunu temel almaktadır. Endeks oluşturulurken tüketicilerin görüşleri toplanır. Tüketicilerden gelen olumlu ve olumsuz görüşler arasındaki fark neticeyi oluşturur.

Üretici Güven Endeksi: Üretici güven endeksi, işletmelerin üretim, sipariş ve stoklar hakkındaki değerlendirmelerine ve yakın gelecekteki mevcut konumu ve beklentilerine dayanmaktadır. Endeks oluşturulurken üreticilerin görüşleri toplanır.

⁹Çalışmada sanayi üretimi yerine reel iktisadi faaliyetlerin tümünü yansıtan GSYİH değişkeni alınabilirdi. Fakat GSYİH değişkeni üç aylık açıklanan bir iktisadi değişken olduğundan, onun yerine aylık bazda verisi olan sanayi üretim endeksi alınmıştır.

Üreticilerden gelen olumlu ve olumsuz görüşler arasındaki fark neticesinde endeks oluşturulur.

4.2.5. Değişkenlerde Beklenen İşaretin Yönü

Hisse senedi piyasalarını etkileyen çok sayıda faktör söz konusudur. Bu faktörler makro iktisadi, mikro iktisadi ve diğer faktörler¹⁰ olarak bilinmektedir. Söz konusu faktörlerdeki değişimler hisse senedi piyasalarını doğrudan ya da dolaylı biçimde etkileyebilmektedir. Çalışmamızda ele alınan makro iktisadi göstergelerin hisse senedi piyasalarını yönlendirdiği düşünülmeyle birlikte, ilişkinin yönü ve düzeyine ait literatürde farklı görüşler yer almaktadır. Bazı faktörler ile ilgili olarak genel anlamda fikir birliği sağlanmış olsa da, bir kısım iktisadi faktör ile ilgili fikir birliği sağlanamamıştır. Söz konusu durum konunun güncel kalmasını sağlamıştır.

Çizelge 4.2. Bağımsız Değişkenlerde Beklenen İşaretin Yönü

Değişkenler	Beklenen İşaretin Yönü
Reel Efektif Döviz Kuru	-/+
Para Arzı (M2)	+
Faiz Oranı	-
Sanayi Üretim Endeksi	+
Enflasyon	-/+
Tüketici Güven Endeksi	+
Üretici Güven Endeksi	+

Hem G-7 ülkeleri hem de E-7 ülkeleri için kullanılan bağımlı değişkenle, bağımsız değişkenlerin beklenen işaretinin yönü yukarıdaki Çizelge 4.2.'de verilmiştir.¹¹ Buna göre her iki ülke grubu içinde faiz oranlarının borsa endekslerini negatif biçimde etkilemesi beklenirken; para arzı, sanayi üretimi, tüketici güveni ve üretici güveninin pozitif etkilemesi beklenmektedir. Bunun yanında, enflasyon ve reel

¹⁰ Sosyal, psikolojik ve politik faktörler.

¹¹ Bağımsız değişkenlerde beklenen işaretin yönüne yönelik ayrıntılı bilgi ikinci bölümde sunulmuştur.

efektif döviz kurunun çalışmaya konu olan borsa endekslerini her iki ülke gurubu için de pozitif ya da negatif etkilemesi düşünülmektedir.

4.2.6. G-7 Ülkeleri İçin Kurulan Model

G-7 ülkeleri için kurulan model 2006m3 - 2016m8 dönem aralığını kapsamaktadır. Modelde bağımlı değişken olarak her bir G-7 ülkesine ait en çok dikkate alınan hisse senedi endeksi kullanılmıştır. Kullanılan bağımsız değişkenler ise; reel efektif döviz kuru endeksi, m2 para arzı, hazine bonosu faiz oranı, sanayi üretim endeksi, enflasyon, tüketici güven endeksi ve üretici güven endeksidir. Aynı zamanda çalışmamızda, küresel finansal krizin etkilerini gidermek için kukla (dummy) değişken eklenmiştir. Kriz yıllarının olduğu döneme eklenen kukla değişken 2007m6 – 2009m2 dönem aralığını kapsamaktadır.

$$G7Bor_{it} = \beta_0 + \beta_1Döv + \beta_2M2 + \beta_3Enf + \beta_4San + \beta_5Faiz + \beta_6Tük + \beta_7Üre + Dummy + \varepsilon_{it}$$

Modelde;

i : 1,.....N ülke sayısını (7 ülke)

t : 1,2,.....T zaman dönemlerini (aylık 126 dönem)

N x T : 882, gözlem sayısı değeridir.

Çizelge 4.3. Çalışmada Kullanılan G-7 Ülkelerinin Borsa Endeksleri

(G-7)	Çalışmada Kullanılan Borsa Endeksleri	Kodu
ABD	Dow Jones 30 Endeksi	DJI
Almanya	Almanya DAX Endeksi	DAX, IBS
Fransa	Fransa CAC 40 Endeksi	CAC, PAR
İngiltere	İngiltere FTSE 100 Endeksi	UKZ, LON
İtalya	FTSE Milano İtalyan Borsası	MIL
Japonya	Japonya Nikkei Endeksi	TYO

Kanada	Toronto Bileşik Endeksi (S&P/TSX)	TSX, TOR
--------	-----------------------------------	----------

4.2.7. G-7 Ülkelerine İlişkin Bulgular

Çalışmada G-7 ülkelerine ait parametrelerin tahminini gerçekleştirmeden önce çalışmada kullanılan değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığının varlığı (cross section dependence) araştırılmıştır.

Çizelge 4.4. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

G-7 Ülkeleri	CD _{LM}
<i>Borsa</i>	40.69(0.000)***
<i>Döv</i>	0.51(0.611)
<i>Tük</i>	16.50(0.000)***
<i>Üre</i>	38.57(0.000)***
<i>M2</i>	4.64(0.000)***
<i>Faiz</i>	43.97(0.000)***
<i>San</i>	16.33(0.000)***
<i>Enf</i>	23.85(0.000)***

Not. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Elde edilen bulgulara göre çalışmada kullanılan ve Pesaran (2004) tarafından geliştirilen yukarıdaki testte “yatay kesit bağımlılığı yoktur” yokluk hipotezi döviz kuru hariç diğer değişkenler için istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir şekilde reddedilmektedir. Bu durumda döviz kuru hariç tüm değişkenler için yatay kesit bağımlılığının olduğu sonucuna varabiliriz. Bu bakımdan değişkenlere ait durağanlık sınaması yapılırken yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testin tercih edilmesi daha uygun olacaktır. Buna yönelik olarak Pesaran (2007) de geliştirilen CIPS testi kullanılacaktır.

Çizelge 4.5. G-7 Ülkeleri Pesaran (CIPS) Birim Kök Sınaması Sonuçları

<i>Değişkenler</i>	<i>Düzyey</i>	<i>Fark</i>
<i>Borsa</i>	-6.190***	-
<i>Döv</i>	-1.810	-6.190***
<i>Üre</i>	-2.311***	-
<i>Tük</i>	-1.821	-5.516***
<i>M2</i>	-4.396***	-
<i>Faiz</i>	-2.116**	-
<i>San</i>	-6.064***	-
<i>Enf</i>	-1.445	-4.411***

Not: Gecikme uzunlukları maksimum 12 olarak alınmıştır. ***, **, ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Çalışmada kullanılan verilerin niteliği, zaman serisi (T) ve yatay kesit sayısı (N) dikkate alındığında $T > N$ olduğu için panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CIPS testinin kullanılması uygun görülmüştür. CIPS testinin kullanılmasının bir başka nedeni ise değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının saptanmasıdır. CADF panel birim kök testi, (6) numaralı denklemde yer alan regresyon modeli sınamasına dayanmaktadır. Buna göre çalışmada kullanılan değişkenlere ait panel birim kök test sonuçları Çizelge 4.5.'de verilmiştir. Diğer taraftan serilerin birinci dereceden farkı alındığında durağan hale geldiği görülmektedir.

Çizelge 4.6. G-7 Ülkeleri İçin Topulaştırılmış Analiz Bulguları

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Fiyatları	AMG (1)	CCEMG (2)	MG (3)
Reel Döviz Kuru	-0.378** (0.1569)	- 0.361** (0.1613)	- 0.620* (0.3187)
Tüketici Güveni	2.317*** (0.5428)	2.084*** (0.7698)	5.400*** (0.9790)
Üretici	0.123 (0.1501)	0.102 (0.1485)	-0.010 (0.1316)
Para Arzı	0.1606 (0.1885)	0.278 (0.2036)	-0.045 (0.5400)
Faiz	-2.515** (1.2598)	-0.206* (0.1199)	-0.345 (0.4900)
Sanayi	8.666*** (3.2598)	7.134 (4.4295)	7.669 (6.2849)
Enflasyon	1.285*** (0.4747)	1.105** (0.5472)	1.726** (0.7063)
Dummy	-4.937*** (0.8006)	0.055 (0.2683)	-1.962*** (0.6877)
Sabit Terim	-5.956 (15.353)	-16.47* (9.7965)	1.632 (13.006)
Gözlem Sayısı	882	882	882
Zaman Boyutu	126	126	126
Artık Durağanlığı Pesaran CADF Testi	I(0)	I(0)	I(0)
RMSE	1.77	1.62	3.79

Notlar:(1) Parantez içindeki değerler standart hatalardır. (** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$)

(2) AMG Genişletilmiş Ortalama Grup (Augmented Mean Group) tahmincisi, CCEMG Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup (Common Correlated Effects Mean Group) tahmincisi, MG Ortalama Grup (Mean Group) tahmincisi.

(3) RMSE: Root Mean Square Error

Çizelge 4.6'de üç farklı tahminci yardımıyla elde edilen G-7 ülkelerine ait bulgulara yer verilmiştir. (1) nolu sütunda AMG başlığı altında verilen tahmin değerleri Bond ve Eberhardt (2009) ile Eberhardt ve Teal (2010) tarafından önerilen Genişletilmiş Ortalama Grup tahmincisine (AMG) ait değerlerdir. AMG tahmincisi ekonometri literatüründe oldukça yeni bir tahmincidir. AMG tahmincisi, yatay kesit bağımlılığına karşı dirençli bir tahmincidir. (2) nolu sütunda yer alan ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir başka tahminci ise Pesaran (2006) tarafından önerilen Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup (CCEMG) tahmincisidir. Dolayısıyla hem AMG hem de CCEMG tahmincileri yatay kesit bağımlılığı sorununa karşı dirençli tahmincilerdir. Aynı zamanda AMG ve CCEMG tahmincileri durağan olmama durumlarında da etkin tahmincilerdir. Diğer bir deyişle söz konusu iki tahminci için serilerin birinci dereceden farkı alındığında durağan hale geldikleri durumlarda da kullanılabilir. Diğer bir heterojen panel tahmincisi ise (3) nolu sütunda tahmin değerleri verilen ve Pesaran ve Smith (1995) tarafından önerilen Ortalama Grup (MG) tahmincisidir. Fakat MG tahmincisi durağan olmama problemini dikkate almasına rağmen yatay kesit bağımlılığına dirençli bir tahminci değildir. Diğer bir ifadeyle AMG ve CCEMG tahmincileri, MG yöntemine göre daha güncel olup aynı zamanda panel veri regresyon analizlerinde sıklıkla karşılaşılan yatay kesit bağımlılığı, heterojenlik ve serilerin durağan olmaması durumlarında dahi kullanılabilir. Bu nedenle katsayıların yorumlanmasında AMG ve CCEMG yöntemlerinin dikkate alınması daha doğru olacaktır.¹²

(1) sütundaki AMG sonuçları incelendiğinde, reel efektif döviz kuru değişkeninin negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre reel efektif döviz kuru endeksindeki bir artış hisse senedi getirilerini negatif biçimde etkilemektedir. Yani, reel efektif döviz kuru endeksinde meydana gelen bir artış borsa endeksini azaltacaktır.

Hem tüketici güven endeksi hem de üretici güven endeksinin borsa endeksleri üzerindeki etkisine baktığımızda; tüketici güveninin borsa endeksleri üzerinde anlamlı ve pozitif bir ilişkisi görülürken; üretici güven endeksinin borsa endeksleri üzerinde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan etkisi görülür.

¹² Analiz sonuçları incelendiğinde, AMG ve CCEMG tahmincilerinin birbirine benzer sonuçlar verdiği görülür. AMG tahmincisi literatürde daha yaygın kullanıldığından ve daha yeni bir tahminci olduğundan dolayı çalışmamız yorumlanırken AMG tahmincisine ağırlık verilmiştir.

Enflasyonun ise borsa endekleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Söz konusu ilişki sonucuna benzer şekilde, literatürde hisse senedi fiyatlarıyla enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı fakat pozitif çıkan çalışmalar mevcuttur. Bununla ilgili daha ayrıntılı açıklamaya, G-7 ve E-7 ülkeleri sonuçlarının karşılaştırılması bölümünde yer verilmiştir.

Diğer bir bağımsız değişken olan sanayi üretim endeksinin beklendiği gibi borsalar üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Diğer bir deyişle sanayi üretiminde meydana gelen bir artış borsa endeksini arttıracaktır. Reel ekonominin önemli bir barometresi konumunda olan sanayi üretiminin hisse senedi piyasalarıyla arasındaki ilişkiye yönelik literatürde pek çok çalışma mevcuttur.

Faiz oranı ile borsa endeksleri arasındaki ilişki beklentiye uygun olarak negatif ve anlamlıdır. Literatürde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yönelik faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ilişki bulamayan çalışmalar mevcut olsa da ekseriyetteki çalışmalar bulgumuz yönündedir.

Para politikalarının önemli bir değişkeni olan para arzının ise borsalar üzerinde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişkisi saptanmıştır. Para arzının varlık fiyatları üzerindeki etkisi farklı yönleriyle ele alınabilir. Hisse senedi piyasaları üzerinde

Son olarak küresel kriz yıllarına eklenen kukla değişkenin beklentilere uygun çıktığı gözlenmiştir. Kukla değişkenin borsa endekslerine negatif etki yaptığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır.

Buna göre AMG tahmincisi, G-7 ülkelerinde reel efektif döviz kuru, tüketici güven endeksi, sanayi üretim endeksi, enflasyon, faiz oranı ve kukla değişkenlerinin borsa endekslerini anlamlı şekilde etkilediğini ortaya koymuştur. Buna karşın, üretici güveni ve para arzının, borsa endeksleri üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. CCEMG tahmin sonuçlarında ise, AMG tahmincisinden farklı olarak sanayi üretim endeksi ve kukla değişkeni istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

4.2.8. E-7 Ülkeleri İçin Kurulan Model

E-7 ülkeleri için kurulan model G-7 ülkelerinde olduğu gibi 2006m3 - 2016m8 arası dönemi kapsamaktadır. Modelde bağımlı değişken olarak her bir E-7 ülkesine ait temel hisse senedi endeksleri kullanılmıştır. Kullanılan bağımsız değişkenler ise; reel efektif döviz kuru, para arzı, mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi, enflasyon, tüketici güven endeksi ve üretici güven endeksi'dir. E-7 ülkelerine de küresel finans krizinin yaşandığı dönem için kukla (Dummy) değişken eklenmiştir. Kukla değişkenin eklendiği dönem 2007m6 – 2009m2 dönem aralığını kapsamaktadır.

$$E7Bor_{it} = \beta_0 + \beta_1 Döv + \beta_2 M2 + \beta_3 Enf + \beta_4 San + \beta_5 Faiz + \beta_6 Tük + \beta_7 Üre + Dummy + \varepsilon_{it}$$

Modelde;

$i = 1, 2, 3, \dots, N$ ülke sayısını (7 ülke)

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ zaman dönemlerini (aylık 126 dönem)

$N \times T = 882$ ise veri setindeki toplam gözlem sayısını vermektedir.

Çizelge 4.7. Çalışmada Kullanılan E-7 Ülkelerinin Borsa Endeksleri

(E-7)	Çalışmada Kullanılan Borsa Endeksleri	Kodu
Brezilya	Bovespa Fiyat Endeksi	BOVESP
Çin	Shanghai Composite (SSEC)	SSEC
Endonezya	Jakarta Bileşik Endeksi	IDX, JKSE
Hindistan	Hindistan BSE (SENSEX) Endeksi	SENS, BOMB
Meksika	Meksika IPC Fiyat Endeksi	IPC, MXX
Rusya	Rusya RTSI Endeksi	RTSI
Türkiye	BIST 100 Endeksi	XU100

4.2.9. E-7 Ülkelerine İlişkin Bulgular

E-7 ülkeleri için parametrelerin tahminini gerçekleştirmeden önce değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığının varlığı araştırılmıştır.

Çizelge 4.8. Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

E-7 Ülkeleri	CD _{LM}
<i>Borsa</i>	27.65(0.000)***
<i>Döv</i>	7.93(0.000)***
<i>Tük</i>	12.71(0.000)***
<i>Üre</i>	27.30(0.000)***
<i>M2</i>	8.10(0.000)***
<i>Faiz</i>	2.90(0.004)***
<i>San</i>	7.90(0.000)***
<i>Enf</i>	0.49(0.622)

Not. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

E-7 grubu için Pesaran (2004) tarafından geliştirilen testte elde edilen bulgulara göre “yatay kesit bağımlılığı yoktur” yokluk hipotezi istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir şekilde reddedilmektedir. Fakat “enf” değişkeni için yokluk hipotezi reddedilememektedir. Bununla birlikte, kullanılan değişkenlerin büyük çoğunluğunda yatay kesit bağımlılığı tespit edildiği için değişkenlere ait durağanlık sınaması yapılırken yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testin tercih edilmesi daha uygun olacaktır. Buna göre pesaran (2007) tarafından geliştirilen (CIPS) testi kullanılacaktır.

Çizelge 4.9. E-7 Ülkeleri Pesaran (CIPS) Birim Kök Sınaması Sonuçları

Değişkenler	Düzy	Fark
<i>Borsa</i>	-6.063***	-
<i>Döv</i>	-1.912	-6.190***
<i>Tük</i>	-2.422***	-
<i>Üre</i>	-1.234	-5.243***
<i>M2</i>	-4.777***	-
<i>Faiz</i>	-2.309***	-
<i>San</i>	-5.320***	-
<i>Enf</i>	-1.466	-4.100***

Not: Gecikme uzunlukları maksimum 12 olarak alınmıştır. ***, **, ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir

E-7 ülkeleri için yapılan analizde kullanılan verilerin niteliği, zaman serisi (T) ve yatay kesit sayısı (N) dikkate alındığında $T > N$ olduğu için panel birim kök testlerinden Perasan (2007) tarafından geliştirilen CIPS testinin kullanılması uygun görülmüştür. Buna göre çalışmada kullanılan değişkenlere ait panel birim kök test sonuçları Çizelge 4.9.'da verilmiştir. Bu bağlamda serilerin birinci dereceden farkı alındığında durağan hale geldiği görülmektedir.

Çizelge 4.10. E-7 Ülkeleri İçin Toplaştırılmış Analiz Bulgular

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Fiyatları	AMG (1)	CCEMG (2)	MG (3)
Reel Döviz Kuru	0.701*** (0.1036)	0.681*** (0.1533)	0.970*** (0.2411)
Tüketici Güveni	-0.079 (0.2424)	-0.107 (0.3146)	0.158 (0.4005)
Üretici	1.138 (0.9441)	1.015 (0.8079)	6.964 (2.1388)
Para Arzı	-0.245 (0.2802)	-0.329 (0.374)	-0.195 (0.5055)
Faiz	-0.364 (0.2886)	0.001 (0.2439)	-0.418 (0.2978)
Sanayi	0.015 (0.1586)	0.166 (0.2118)	0.113 (0.3070)
Enflasyon	-0.703 (0.4576)	-0.756 (0.4599)	-1.446* (0.7451)
Dummy	-23.37*** (1.4286)	0.562 (1.0743)	-1.134 (0.8390)
Sabit Terim	12.39 (23.192)	10.25 (27.189)	-11.33 (40.185)
Gözlem Sayısı	882	882	882
Zaman Boyutu	126	126	126
Artık Durağanlığı Pesaran CADF Testi	I(0)	I(0)	I(0)
RMSE	3.820	3.624	5.124

Notlar:

(1) Parantez içindeki değerler standart hatalardır. (***) $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$)

(2) AMG Genişletilmiş Ortalama Grup (Augmented Mean Group) tahmincisi, CCEMG Ortak Bağıntılı Etkiler Ortalama Grup (Common Correlated Effects Mean Group) tahmincisi, MG Ortalama Grup (Mean Group) tahmincisi.

(3) RMSE: Root Mean Square Error

Çalışmanın bütünlüğü açısından E-7 ülkelerinde, G-7 ülkeleri için yapılan aynı tahminler kullanılmıştır. (AMG) ve (CCEMG) başlığı altında verilen birinci ve ikinci sütundaki tahmin değerlerinin yanında (3) sütunda MG tahmincisine yer verilmiştir. Fakat MG tahmincisi bilindiği gibi yatay kesit bağımlılığına dirençli bir tahminci değildir. Bu sebeple analiz tahminleri için E-7 ülkeleri için de AMG ve CCEMG tahmincilerinin kullanılması daha uygun olacaktır. E-7 ülkeleri için kurulan modelde AMG ve CCEMG tahmincileri neredeyse aynı sonuçları vermiştir. Hem AMG hem de CCEMG tahmincisinde birçok değişken istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır¹³. AMG tahmincisinde reel efektif döviz kuru ve kukla değişkeni hariç diğer değişkenler istatistiksel olarak anlamsız çıkarken; CCEMG tahmincisinde sadece reel efektif döviz kuru anlamlı çıkmıştır.

Reel efektif döviz kurunun, borsa endeksini pozitif etkilediği görülür. Diğer bir değişle, reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir artışın borsa endeksleri üzerindeki etkisi olumlu olacaktır. E-7 ülkelerine yönelik söz konusu makroekonomik değişkenlerin borsa endeksleri ile ilişkisine yönelik daha geniş tartışma G-7 ve E-7 ülkeleri analiz sonuçları karşılaştırmasında yer verilmiştir.

4.3. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Analiz Sonuçlarının Yorumlanması ve Karşılaştırılması

G-7 ve E-7 ülkelerinin borsa endekslerinin temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada elde edilen sonuçlar Çizelge 4.11.'de karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, G-7 ülkelerinde dummy ile birlikte sekiz bağımsız değişkenden altısı istatistiksel olarak anlamlıyken; E-7 ülkelerinde sekiz bağımsız değişkenden sadece ikisi istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. G-7 ülkelerinde reel efektif döviz kuru endeksi, tüketici güven endeksi, sanayi üretim endeksi, enflasyon, faiz oranı ve kukla değişkeni istatistiksel olarak anlamlı çıkarken; m2 para arzı ile üretici güven endeksi anlamsız çıkmıştır. E-7 ülkelerinde ise reel efektif döviz kuru ve kukla değişkeni hariç diğer değişkenler istatistiksel

¹³ E-7 ülkelerinin ülke düzeyinde tahmin sonuçlarına ekler kısmında yer verilmiştir. Bunun nedeni, E-7 ülkelerinin tamamına yönelik tahmin sonuçları ile ülke düzeyinde gerçekleşen tahmin sonuçlarının paralellik gösterip göstermediğidir. Ülke düzeyinde gerçekleşen tahmin sonuçları incelendiğinde de görülecektir ki, değişkenlerden birçoğu istatistiksel olarak anlamlı değildir. Nitecede, E-7 ülkelerine ait her bir ülkenin tahmin sonuçları ile toplulaştırılmış tahmin sonuçlarının örtüştüğü görülür.

olarak anlamsız bulunmuştur. G-7 ve E-7 ülkelerine yönelik elde edilen sonuçları ayrıntılı biçimde detaylandırarak olursak



Çizelge 4.11. G-7 ve E-7 Ülkelerinin Analiz Sonuçlarının Karşılaştırılması

Değişkenler	G-7		Değişkenler	E-7	
	Bağımsız değişkenlerin ilişkisi	İlişkinin Yönü		Bağımsız değişkenlerin ilişkisi	İlişkinin Yönü
Döv	Anlamlı	Negatif	Döv	Anlamlı	Pozitif
Tük	Anlamlı	Pozitif	Tük	Anlamsız	Pozitif
M2	Anlamsız	Pozitif	M2	Anlamsız	Negatif
Üre	Anlamsız	Pozitif	Üre	Anlamsız	Pozitif
San	Anlamlı	Pozitif	San	Anlamsız	Pozitif
Enf	Anlamlı	Pozitif	Enf	Anlamsız	Pozitif
Faiz	Anlamlı	Negatif	Faiz	Anlamsız	Negatif
Dummy	Anlamlı	Negatif	Dummy	Anlamlı	Negatif

Reel efektif döviz kuru endeksi her iki ülke grubu içinde farklı sonuçlar vermiştir. G-7 ülkelerinde borsa endeksi ile reel efektif döviz kuru arasında negatif ve anlamlı bir sonuç bulunurken; E-7 ülkelerinde pozitif ve anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Ülkelerin ihracat ve ithalat kaynaklı ekonomi olmalarına bağlı olarak hisse senedi fiyatlarının açıklandığı model, geleneksel model ya da mal piyasası modeli olarak adlandırılmaktadır. Bu modelde nedensellik, döviz kurlarından hisse senedi fiyatlarına doğrudur. Yani döviz kurlarındaki bir değişim borsa getirilerini etkileyebilmektedir. Bilindiği gibi bir ülkenin cari işlemlerinin temeli ihracat ve ithalata dayanır. Döviz kurlarını açıklamaya yönelik geleneksel model ise ülkeleri ihracat ve ithalata dayalı ekonomiler olarak ikiye ayırır. İhracat ağırlıklı bir ekonomide döviz kurlarının düşmesi hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkileyecektir. Bu bakımdan reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir yükselme yerel parada iç fiyatları, dış fiyatlara göre daha pahalı hale getirir. Bu durumda ulusal para değerlenecektir. İhracata yönelik bir ekonomide ulusal paranın değer kazanması ihracatın yapısını bozmakta ve şirketlerin kârlılığını düşürmektedir. Bu bakımdan ulusal parada meydana gelen bir değerlenme hisse senedi fiyatlarını olumsuz biçimde etkileyecektir. Tam tersi durumda ise yani ulusal paranın değeri düştüğünde hisse senetleri fiyatları pozitif yönde etkilenecektir.

E-7 ülkelerinde ise tersi bir sonuç elde edilmiştir. Yani, reel efektif döviz kurunda yaşanan bir artış yerli paranın değerinde bir artış meydana getirecektir. Döviz kurlarının geleneksel yaklaşımla açıklamasına göre yerli paranın değerindeki bir artış ithalat ağırlıklı bir ülkenin hisse senedi piyasasını olumlu yönde etkiler. Reel döviz kurundaki artışa bağlı olarak yerli paranın değer kazanması girdi maliyetlerini düşürecek ve firmaların kârlarını arttıracaktır. Dolayısıyla, döviz kurlarını açıklamaya yönelik geleneksel modelde ithalat ağırlıklı bir ekonominin döviz kurlarıyla hisse senedi fiyatları arasında pozitif ilişki olması beklenir. Tam tersi durumda ise yani reel döviz kurundaki bir azalış hisse senedi fiyatlarını düşürecektir. Sonuç olarak hem G-7 ekonomileri hem de E-7 ekonomilerinde hisse senedi piyasalarını etkileyen reel efektif döviz kuru geleneksel yaklaşımla açıklanmaktadır. G-7 ülkeleri bu noktada, daha çok ihracat bazlı ekonomi grubunu oluştururken; E-7 ülkeleri daha çok ithalat kaynaklı ekonomi grubunu oluşturur.

Enflasyonun ise G-7 ülkelerinin borsa endeksleri üzerindeki etkisi anlamlı ve pozitiftir. Yüksek enflasyon oranları hisse senetlerinin performansını İki yönlü etkilemektedir. İliki, enflasyonun hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilediği yönündedir¹⁴. Buna göre yüksek enflasyon, malların arz ve talebinde bir dengesizlik oluşturacağından şirket bilançolarını olumsuz yönde etkileyecektir. Ayrıca enflasyon firmaların gelecekte elde etmesi beklenen gelirlerinin net bugünkü değeri bakımından da hisse senedi getirilerini negatif yönde etkileyecektir. Diğerisi ise yüksek enflasyon oranlarının hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyeceğine dair görüştür. Burada, hisse senedi fiyat hareketleri, enflasyona karşı bir koruma oluşturduğu ve enflasyondaki artış kadar hisse senedi getirilerinde de bir artış yaşanacağı belirtilir. Böylece hisse senedi fiyatları enflasyondan pozitif yönde etkilenecektir (Yurttançıkılmaz, 2012: 400). Bu ikinci görüşe göre G-7 ülkelerinde enflasyonun hisse senedi fiyatlarına karşı bir koruma oluşturduğu görülmüştür. Dolayısıyla, G-7 ülkelerinde görülen enflasyonun hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararları üzerinde etkisi olduğu söylenebilir. Buna karşın E-7 ülkelerinde enflasyon, borsa endekslerine etki eden bir makro iktisadi faktör olarak gözükmemektedir. Dolayısıyla enflasyon, E-7 ülkelerinde hisse senedi yatırımcıları için bir gösterge niteliği taşımamaktadır. Literatürde, enflasyonun hisse senedi piyasaları üzerinde etkisinin olmadığına yönelik pek çok çalışma mevcuttur¹⁵.

G-7 ülkelerinde sanayi üretim endeksinin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi ise anlamlı ve pozitiftir. Ekonominin reel kesiminde önemli bir gösterge olan sanayi üretimi GSYİH'nın önemli bir bileşeni konumundadır. Bir ekonomide sanayi üretiminin artış göstermesi yatırımcılar için olumlu sinyal niteliğindedir. Zira ülkedeki tüketim ve üretim artışına bağlı olarak yatırımlar hız kazanır. Bu durum firmaların kârlılığını etkileyerek beraberinde hisse senetlerinin değerlenmesini getirir. Ancak her ne kadar sanayi üretimi ile borsa endeksleri arasında genellikle pozitif anlamda yüksek bir korelasyon görülse de, E-7 ülkelerinde sanayi üretiminin borsa endeksleri üzerinde anlamsız bir etkisinin olduğu görülmüştür. Şüphesiz hisse senedi piyasalarını etkileyen çok sayıda değişken mevcuttur. Ancak hisse

¹⁴ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Groenewold vd,1997; Chen vd, 1986; Fama, 1981; Wongbangpo ve Sharma, 2002)

¹⁵ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Floros, 2004; Büyükşalvarcı, 2010; Durukan, 1999)

senedi yatırımcılarının E-7 ülkelerine yatırım yaparken sanayi üretimine dikkat etmedikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle sanayi üretim endeksi, E-7 ülkeleri hisse senedi piyasaları için bir gösterge niteliğinde değildir. Bu durum bir anlamda reel sektörün borsalar üzerinde etkisinin her ülke için farklılık taşıdığını ortaya koyar. Zira, E-7 ülkelerinin her birinin uyguladığı politikalar birbirinden farklı olabilir. Literatürde sanayi üretimi ile hisse senedi piyasaları arasında anlamlı bir ilişki bulan çalışmalar ağırlıkta olsa da bu ikili arasında E-7 ülkelerinde olduğu gibi herhangi bir ilişki elde edememiş çalışmalar da mevcuttur¹⁶.

Faiz oranları para arzından doğrudan etkilendiği için para arzında meydana gelen değişimlere bağlı olarak faiz oranları borsaları etkilemektedir. Parasal bir genişleme faiz oranlarında düşmeye neden olacaktır. Faiz oranlarındaki düşme alternatif bir yatırım aracı olan hisse senedi fiyatlarını arttıracaktır. Parasal bir daralma durumunda ise faiz oranlarında görülecek bir yükselme borsaları negatif yönde etkileyecektir. Faiz oranları ile borsalar arasındaki bu fonksiyonel ilişki birçok akademik çalışmada teyid edilmiştir¹⁷. G-7 ve E-7 ülkeleri için kurulan modelde ise farklı sonuçlar elde edilmiştir. G-7 ülkelerinde faiz oranının, borsa endeksi üzerinde anlamlı bir etkisi saptanmıştır. Buna göre faiz oranlarının hisse senedi piyasaları üzerinde G-7 ülkeleri için bir gösterge niteliği taşıdığı görülür. E-7 ülkelerinde ise faiz oranının borsa endeksi üzerindeki etkisi anlamsızdır. Hisse senedi yatırımlarında önemli bir etkiye sahip olan faiz oranının E-7 ekonomileri için anlamsız çıkmasının birçok nedeni olabilir. G-7 ülkelerinde finansal ürün çeşitliliğinin fazlalığı, piyasa likiditesinin derin oluşu gibi nedenler bu ülkelerin sermaye piyasalarını daha derin kılmıştır. E-7 ülkelerinin sermaye piyasaları ise daha sığdır. Bu durum finansal piyasalarda volatilitiyi artırır. Literatürde faiz oranları ile hisse senedi piyasaları arasında herhangi bir ilişki elde edemeyen araştırmalar da mevcuttur¹⁸.

Para arzı ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiye yönelik genel kanı, ikisi arasında pozitif bir ilişkinin varlığı şeklindedir. Parasal bir genişleme ya da

¹⁶ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Wang, 2010; Laopodis, 2010).

¹⁷ İkinci bölümde, faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin ele alındığı başlıkta ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

¹⁸ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Laopodis, 2010; Naik ve Padhi, 2012)

daralmanın ilk etkisi finansal piyasalarda ortaya çıkacaktır. Parasal bir genişleme sonucu para miktarındaki artışa bağlı olarak faiz oranları düşecektir. Bunun yanında, para arzında meydana gelen artış firma faaliyetlerinde ve iktisadi büyümede artış sağlayarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayacaktır. Ancak hem G-7 hem de E-7 ülkeleri için m2 para arzıyla borsa endeksleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır¹⁹. Her iki ülke grubu için de para arzının hisse senedi endekslerini etkilemede bir gösterge niteliğinde olmadığı görülür. Günümüzde sermaye hareketlerinin serbestliği neticesinde herhangi bir ülkedeki parasal bir genişleme ülkelerin faiz oranlarına bağlı olarak fonları farklı ülkelere geçişken kılabilmektedir. Özellikle kısa sürede kâr etmek isteyen yatırımcılar daha yüksek kazanç beklentisiyle yatırımlarını farklı ülkelere kaydırabilir. Bu şekilde faiz oranlarına bağlı olarak fonların sürekli hareket halinde olması özellikle gelişmekte olan ülkelerin borsalarının volatilitelerini arttırmaktadır. Sonuç olarak ülkeler arasında sürekli yer değiştiren fonların borsalar üzerinde bir gösterge niteliği taşıması zorlaşmaktadır. Bu durum hem G-7 hem de E-7 ülkelerinde yatırımcılar açısından hisse senedi piyasalarına yatırım yaparken para arzından başka faktörlere daha çok dikkat ettiklerini gösterir.

Finansal piyasaların temeli güven unsuru üzerine kuruludur. Güven, hane halklarının ve yatırımcıların geleceğe yönelik beklentilerinin şekillenmesinde önemli etkiye sahiptir. Ekonomik karar birimleri güven faktörünü ekonominin genel bir durum göstergesi olarak yorumlarlar. Tüketicilerin ekonomiye duyduğu güvenin artması hisse senetleri piyasaları üzerinde olumlu bir etki meydana getirir. Böylece karar birimleri iktisadi davranışlarını şekillendirebilirler. Bu kapsamda G-7 ülkelerinde tüketici güven endeksi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif iken; üretici güven endeksi anlamsız çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle, G-7 ülkelerinde tüketicilerin ekonomiye duyduğu güven artışı hisse senedi piyasalarını pozitif yönde etkilerken; üreticilerin ekonomiye olan güven duygusundaki değişimin hisse senedi piyasaları üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan, E-7

¹⁹ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Lee, 1992; Durham, 2003)

ülkelerinde her iki güven endeksinin de hisse senedi piyasaları üzerinde bir etkisinin olmadığı saptanmıştır²⁰.

Yatırımcı psikolojisi açısından konuyu biraz daha açacak olursak; yatırımcıların ekonominin geleceğine yönelik güven unsurlarını takip etmesi, hisse senetlerinin yönünü tahmin etmede yarar sağlayacaktır. Üreticiler açısından ise ekonomiye yönelik güven faktöründeki yükselme, ekonomik iyimserliği artırıp yatırım kararlarını hızlandıracaktır. Ters durumda ise firmanın satışlarında görülecek düşüşe bağlı olarak faaliyetleri yavaşlayacaktır. Sonuç olarak, hem tüketicilerin hem de üreticilerin yatırım kararı almasında iktisadi koşulların verdiği güven ortamı önem teşkil etmektedir. Son yıllarda, sermaye hareketlerinin küreselleşmesine bağlı olarak finansal piyasalar arasında entegrasyon giderek artmıştır. Bu durum sermayenin spekülâtif ve kısa süreli olarak sürekli yer değiştirmesine neden olmuştur. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde görülen yüksek faiz oranları portföy yatırımlarını bu ülkelere çekmektedir. Diğer bir deyişle, uluslararası sermaye hareketlerinin yükselen piyasa ekonomilerine doğru yönelmesi bu ülkelerin menkul kıymet piyasasının hacmini arttırmaktadır. Buna rağmen küresel sermaye hareketlerinin değişken olması ve sürekli yer değiştirmesi özellikle gelişmekte olan ülkeleri daha kırılgan yapmaktadır. Bununla birlikte hem iş aleminin hem de tüketicilerin baz aldığı güven endekslerinin finansal piyasaların yönü hakkında anlamlı sonuçlar üretmesi beklenir. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki üreticilerin ve tüketicilerin ekonomiye duydukları güven, bu ülkelerdeki hızlı değişen politik ve ekonomik gelişmelerine bağlı olarak, söz konusu güven endekslerinin dikkate alınmasını zorlaştırabilir. Bu durumun, güven endekslerinin gelişen ülkelerde hisse senedi piyasaları için bir gösterge niteliği olmasını zorlaştırdığı söylenebilir. Dolayısıyla, finansal piyasalara ve onun türevi olan hisse senedi piyasalarına yönelik bir güven sorunu bu piyasaların etkin çalışmasını önleyecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bu olgu büyük önem arz etmektedir.

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin yatırımcısına genellikle daha fazla kazanç olanakları sağladığı görülür. Bu durumun birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan

²⁰ Bu yöndeki çalışmalar için bkz. (Bremmer, 2008;)

en önemlisi bu piyasaların gelişmiş piyasalara göre daha sığ oluşu ve rekabete kapalı olmasıdır. Yeteri kadar etkin olamayan bu piyasalarda düşük değerlenmiş hisse senetleri bulmak daha kolaydır. Çünkü yatırımcıların yatırımlarını geliştirmekte olan ekonomilere doğru kaydırabilmesi farklı hisse senetleri arasında daha yüksek getirili olanları bulma şansını artırır. Öte yandan, gelişen ülkelerde ekonomi yoğun devlet müdahalesi altındadır. Özellikle, bütçe açıkları ya da aşırı borçlanma ihtiyacı nedeniyle devletin menkul kıymet piyasaları aracılığı ile mali piyasanın temel oyuncularından biri olması mehtemeldir. Piyasaları oligopolistik bir yapı sergileyen bu ekonomiler, rekabetin yoğun olduğu gelişmiş ülkelere göre büyük boyutta kâr fırsatları sunar. Örneğin devlet tarafından verilen bir takım sübvansiyonlar bu tür piyasaları rekabetten uzaklaştıracak ve yeni kâr fırsatları doğuracaktır. Ancak bu ülkelerdeki hisse senedi piyasaları gelişmiş ülkelerdeki kadar etkin işlememektedir. Etkin olmayan bu piyasalardaki menkul kıymet fiyatları ise kendisi için uygun olan risk ve getiri özelliklerini yansıtamamaktadır.

Daha genel bir değerlendirme yapacak olursak; siyasi, ekonomik ve finansal riskler E-7 ülkelerinin temel sorunları olarak gözükmektedir. Söz konusu sorunlar bu ülkelerde varlık fiyatlarının oynaklığının artmasına neden olmakta ve uzun vadeli yatırım stratejilerini engellemektedir. Bu noktada E-7 ülkeleri için yapılan analizde makroekonomik göstergelerin birçoğu gösterge niteliğinde değildir. Çalışmanın ikinci bölümünde de ayrıntılı olarak ele alınan E-7 grubu ülkelerinin finansal göstergelerinin hisse senedi piyasaları açısından son derece sığ olduğu görülür. Diğer bir ifadeyle, E-7 ülkelerinin finansal piyasaları halen yeterli derinlikte değildir. Bunun yanında G-7 ülkeleri hem finansal derinlik hem de hisse senedi piyasaları açısından işlem hacminin en yüksek olduğu ülkelerdir. Bu bakımdan gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının uzun bir geçmişe sahip olduğu ve piyasa performansı açısından ön sıralarda yer aldığı görülür.

Bu bağlamda E-7 ülkelerinde yatırımcılar ve politika yapıcılar için menkul kıymet borsalarındaki gidişatı öngörmede gösterge niteliği taşıyan makroekonomik faktör sadece reel efektif döviz kuru olmuştur. Buna karşın, G-7 ülkelerinde politika yapıcıların ve yatırımcıların hisse senedi piyasalarındaki gidişatı gözlemede dikkat etmesi gereken faktörler; reel efektif döviz kuru, sanayi üretim endeksi, tüketici

güven endeksi, enflasyon ve faiz oranıdır. Bu bakımdan piyasa etkinlikleri farklı olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıları ve hükümetlerin, menkul kıymet borsalarını izlemede dikkate alacağı iktisadi faktörler farklılaşmıştır. Hisse senedi piyasalarının gelişimi politika yapıcılar için de önem arz eder. Zira semayenin tabana yayılması ekonomik refaha olan katkıyı ortaya koyar. Özellikle finansal piyasaların büyüklüğü ve derinliği incelendiğinde yükselen piyasa ekonomilerinin bu tür politikalara daha çok ihtiyaç duyduğu söylenebilir.

Şüphesiz hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmalar ekonomik nedenler dışından da kaynaklanmaktadır. Eğer hisse senedi piyasalarındaki fiyat değişiklikleri makroekonomik nedenlerden kaynaklanmıyorsa bu durumda firma bünyesinden kaynaklı mikro nedenler ile psikolojik ve siyasi faktörler üzerinde durulması gerekebilir. Bu noktada yatırımcılar ve devletler açısından, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde hangi iktisadi faktörlerin hisse senedi piyasalarına ne yönde etkide bulunduğunu bilmesi önem teşkil eder.

5. SONUÇ

Finansal piyasalar doğası gereği tepkilerin çok kısa sürede verildiği piyasalardır. Cari biçimde finansal enstrümanların izlendiği ve sürekli değişiklik gösteren finans piyasalarında, iktisadi olaylara en hızlı tepki gösteren finansal araçlardan biri hisse senetleridir. Alternatif yatırım araçlarından daha yüksek risk içeren fakat bunun yanında daha yüksek kazanç elde etme imkanı sağlayan hisse senetlerinde yatırımcıların temel amacı getirilerini maksimum kılmaktır. Bu bakımdan hisse senedi piyasalarında faaliyet gösteren yatırımcılar iki temel faktörü göz önünde bulundururlar. Bunlar; risk ve getiridir. Yatırımcılar riski minimize edip kârını en çoklaştırmak için portföylerini çeşitlendirme yoluna giderler. Hisse senedi yatırımcıları açısından bu durumda yapılacak en iyi hamlelerden biri ise yerel menkul kıymetlerin dışında yabancı piyasaların sunduğu imkanlardan yararlanmaktır. Bu durum doğal olarak hisse senedi piyasalarında volatilité meydana getirir. Ancak bu tahminin yapılabilmesi için hisse senedi piyasalarının reel iktisadi faaliyetlerle ilişkisinin ortaya konulması gerekir. Firmaların ait olduğu endüstri veya genel ekonomi ile ilgili çoğu faktör firmaların kârlılığı üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda, firmaların geleceği ile ilgili oluşan belirsizlikler durumunda iktisadi faktörlerin değerlendirmeye tabi tutulmasında büyük yarar vardır. Bu ilişkinin hükümetler açısından da gerekli olduğu söylenebilir. Nitekim politika yapıcılar ekonomi politikalarını belirlerken bir takım iktisadi faktörleri göz önünde bulundurarak karar alırlar. Dolayısıyla, borsalar hem yatırımcılar hem de karar alıcılar için birer gösterge niteliğindedir. Bu bakımdan borsaların yönünü tahmin etmede bir takım öncü göstergelerin tespiti gerekli olmaktadır.

Sermaye akımlarında görülen yüksek volatilité finansal derinleşmeyle yakından ilgilidir. Çünkü gelişen ülkelerdeki sermaye piyasalarının küresel dünyayla entegrasyonun sağlanması, bu ülkelerin finansal altyapılarını sağlamlaştırıp, manipülasyona uğramasını önleyecektir. Özellikle, kalkınma yolunda ilerleyen gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye piyasalarının finansal enstrüman çeşitliliği ve kurumların finansal derinliği oldukça önemlidir. Çünkü sermaye piyasalarının önemli araçlarından biri olan hisse senetlerinde finansal

derinleşmeyle birlikte, hisse senedi yatırımcıları geleceğe yönelik tahminlerini daha sağlıklı oluşturacaklardır.

Hisse senedi piyasaları hiç şüphesiz birçok faktörden etkilenmektedir. Ancak firmaların kendi bünyesinden kaynaklanan sistematik olmayan faktörleri bertaraf etme olasılığı daha yüksektir. Bu durumda firma dışı faktörler ön plana çıkmaktadır. Bu bakımdan borsalar ile etkileşim halinde olup yatırım kararlarının şekillenmesinde rol oynayan birçok faktör bulunmasına rağmen makroekonomi ile ilgili faktörler bu konuda ön sırada gelmektedir. Bu faktörlerin ortaya konulması hisse senetlerinin yönünü tahmin etmede önemli rol oynayacaktır. Zira rasyonel yatırımcılar için hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek temel iktisadi değişkenleri takip etmek önemlidir. Aksi takdirde yatırımcılar rasyonel karar alamazlar. Aynı şekilde hisse senedi fiyatlarını etkileyen değişkenlerin tespit edilmesi etkin bir portföyün oluşturulmasına yardımcı olacaktır.

Bu kapsamda bu çalışma, spesifik olarak belli bir ülke grubunu içeren gelişmiş G-7 ülkeleriyle yükselen piyasa ekonomileri olarak atfedilen E-7 ülkelerine yöneliktir. G-7 grubu bünyesinde olan ülkeler; ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya ve Kanada'dır. E-7 grubuna dâhil olan ülkeler ise, Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'dir. 2006m3 – 2016m8 dönemini ele alan çalışmada ilgili ülkelerin borsa endeksleriyle temel makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada hem G-7 hem de E-7 ülke grubu için borsa endekslerini etkileyen değişkenler olarak; reel efektif döviz kuru endeksi, faiz oranı, sanayi üretim endeksi, m2 para arzı, enflasyon, tüketici ve üretici güven endeksi dâhil edilmiştir. Analiz yöntemi olarak panel veri analiz kullanılmıştır. Elde edilen bulgular G-7 ve E-7 ülkelerine yönelik olarak ayrı ayrı değerlendirilmiş ve yorumlanmıştır. Bu çalışma, literatürdeki diğer çalışmalardan elde edilen sonuçlar bakımından ülke gurubu bazında farklılık göstermekle birlikte, ele alınan zaman periyodu ve uygulanan ampirik yöntem açısından da ayrılmaktadır.

Çalışmamızın ilk bölümünde hisse senedi kavramından bahsedilmiş ve hisse senedi piyasasının özelliklerine değinilmiştir. Daha sonra hisse senedi piyasaları için önemli bir yer teşkil eden risk kavramına değinilmiş ve sistematik ve sistematik

olmayan risk türleri açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci kısımda ise makroekonomik faktörler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin kuramsal çerçevesine değinilmiş ve bu kapsamda Arbitraj Fiyatlama Modeli ve İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminden bahsedilmiştir. Sonrasında, temel makroekonomik değişkenlerin hisse senedi piyasaları ile ilişkisine ve literatürdeki yerine değinilmiştir. Son olarak bu bölümde, G-7 ve E-7 ülkelerine yönelik iktisadi ve finansal göstergeler karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır. Üçüncü ve son bölümde ise öncelikli olarak literatürde yer alan yerli ve yabancı çalışmalara değinilmiştir. Daha sonra G-7 ve E-7 ülkeleri üzerine yapılan analiz yöntemi tanıtılmış ve kullanılan veri seti ve yöntem hakkında bilgi verilmiştir. En sonunda hem G-7 hem de E-7 ülkelerine yönelik analiz bulguları raporlanarak yorumlanmış ve karşılaştırılmıştır.

Heterojen panel tahmincilerin kullanıldığı bu çalışmada hem G-7 hem de E-7 ülkeleri için AMG tahmincisi yorumlanmaya çalışılmıştır. Buna göre G-7 ülkelerinde çalışmaya konu olan makroekonomik faktörlerden birçoğu hisse senedi piyasalarını etkilemektedir. Diğer bir deyişle, borsa endekslerinde meydana gelen değişiklikler söz konusu makroekonomik değişkenlerin beşi ile açıklanmaktadır. Bunlar; reel efektif döviz kuru endeksi, tüketici güven endeksi, sanayi üretim endeksi, enflasyon ve faiz oranıdır. Bunun yanında m2 para arzı ve üretici güven endeksi ile borsa endeksleri arasında bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan, E-7 ülkelerinde bağımsız değişkenlerden sadece reel efektif döviz kuru ile borsa endeksleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunmuştur. Diğer bağımsız değişkenler ile borsa endeksleri arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Çalışmada her iki ülke grubu için de istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç veren reel efektif döviz kurunun borsalar üzerinde etkili bir makroekonomik faktör olduğu gözlenmiştir.

Tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 küresel finans krizinin en yoğun hissedildiği dönem için her iki modelde kukla değişken kullanılmıştır. Neticede, ekonomik krizlerin görüldüğü ve görülmediği dönemlerin göz önünde bulundurulmasıyla yapılan çalışmaların, krizlerin borsa getirileri ile makro iktisadi faktörler arasındaki ilişkiye ne yönde tesir ettiğinin anlaşılması önemlidir. Buna göre hem G-7 hem de E-7 ülkelerinde kukla değişkenin borsa endeksleri üzerine anlamlı bir etkisi olduğu

görülmüştür. Diğer bir deyişle, söz konusu ülke grupları için krizlerin hisse senedi getirisini azalttığı saptanmıştır. Sonuçta her iki ülke grubu için 2008 küresel finans krizine eklenen kukla değişkeni beklentilere uygun olarak anlamlı çıkmıştır.

Diğer taraftan, E-7 ülkelerindeki bağımsız değişkenlerden birçoğunun borsa endeksi üzerinde istatistiki anlamda bir etkisinin olmaması çalışmaya konu olan ülkeler, değişkenler, dönem aralığı ve uygulanan yöntem açısından da tartışılabilir. Bu bağlamda ele alınan makroekonomik değişkenlerin söz konusu ülke gruplarına yönelik farklı etkilerinin görülmesi, hem gelişmiş hem de yükselen piyasa ekonomilerinin birbirine benzemediğini ortaya koymuştur.

Ülkelerin finans piyasalarının gelişmişlik derecesini ölçmek için literatürde ortak bir kanı olmamasına rağmen iyi işleyen bir merkez bankası, işlem hacmi bakımından büyük bir hisse senedi piyasası, düzenli bir bankacılık sektörü, halka açık şirket sayısı, hane halklarının sermaye piyasalarına katılma büyüklüğü, halka arz edilen menkul kıymet büyüklüğü, aracı kurumların sayısı gibi unsurlar belirleyicidir. G-7 ülkeleri söz konusu unsurlar bakımından E-7 ülkelerine göre daha ileri seviyededir. Diğer taraftan, E-7 ülkelerinde faaliyet gösteren firmaların gerçek değerlerinin her zaman borsaya yansımadağı durumlar söz konusu olabilir. Bu durumda sermaye piyasaları derin olmayan ekonomilerde spekülasyon ve manipilasyon ön plana çıkacaktır. Yatırımcılar ve politika yapıcılar açısından meydana gelebilecek böylesi bir durum hisse senedi piyasalarının yönünü tahmin etmeyi zorlaştıracaktır. Vurgulanması gereken başka bir nokta ise; yükselen piyasa ekonomilerinin fon ihtiyaçlarının çoğunu bankacılık kesimi aracılığı ile ya da devlet desteğiyle sağlamaya çalışmasıdır. Hisse senedi piyasaları yoluyla finansman sağlanması durumunda ise, oluşacak riskin toplumun tümüne yayılması sağlanacak ve kamu kesimine olan maliyet düşecektir.

G-7 ülkelerinde makroekonomik faktörlerinin birçoğunun borsalar için bir gösterge niteliği taşıdığı görülür. Buna karşın, E-7 ülkelerinde makroekonomik göstergelerin hisse senedi fiyatlarını tahmin etmede bir gösterge niteliği taşımadığı ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte G-7 ülkelerin sermaye piyasalarının uzun bir geçmişe sahip olduğu ve piyasa performansı açısından ön sıralarda yer aldığı görülür.

Yatırımcılar açısından hem G-7 hem de E-7 ülkelerinde hangi iktisadi faktörlerin hisse senedi piyasalarında etkin olduğunu bilmesi önemlidir. Makroekonomik olarak daha istikrarlı bir ekonomi hisse senedi piyasalarının izlenmesini kolaylaştıracaktır. Çünkü makroekonomik değişkenler kullanılarak daha iyi tahminler yapılmasının, yatırımcılara pozitif bir biçimde yansıtacağı ve hisse senedi piyasalarının gelişimine katkı sağlayacağı bir gerçektir. Diğer taraftan menkul kıymet piyasalarının diğer piyasalardan başlıca farkı çok sayıda işlemin yatırımcılar tarafından aynı anda gerçekleştiriliyor olmasıdır. Menkul kıymet piyasası yatırımcılarının bu noktada dikkat ettiği temel bir konu da, oluşan piyasa fiyatlarının her türlü bilgiyi yansıtıp yansıtmadığıdır. Finansal piyasaların sağlıklı işleyebilmesi, diğer faktörlere göre daha fazla bilgiye ihtiyaç duymasına bağlıdır. Şeffaflığın sağlanmadığı bir ekonomik ortamda yatırımcıların yatırım yapması beklenemez. Söz konusu durumda ise yatırımcılar bir süre sonra ellerindeki fonları riske atmak yerine likit biçimde tutacaklardır.

Bununla beraber, E-7 ülkelerinin büyüme hızı bakımından küresel anlamda ilerleme gösteriyor olması bu ülkelerin geleceğine yönelik olumlu beklentileri yükseltmektedir. E-7 ülkelerinin özellikle yüksek bir nüfus potansiyeline sahip oluşu söz konusu ülkelerin zamanla tüketici bir kimlik kazanmasını sağlayacaktır. Bu açıdan genç nüfusun fazla olduğu E-7 ülkeleri uzun vadede bu potansiyelini avantaja çevirebilir. Her ne kadar bu ülkelerin finansal piyasaları gelişmiş ülkelere göre daha sığ olsa da dinamik bir nüfusun zamanla ülkelerin finansal piyasalarını geliştirici rol oynayacağı beklenir. Bu durum beraberinde, toplam talep artışına bağlı olarak yatırım artışı sağlayarak refah artışı getirecektir. Dolayısıyla, kendi içinde ekonomik bir potansiyel barındıran E-7 ülkelerinin zamanla finansal piyasalarının gelişmesiyle dikkate değer bir görünüm alması muhtemeldir.

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin iktisadi faaliyetleri yönlendirmesi ya da iktisadi faaliyetler açısından bir sinyal olarak görülmesi durumunda, ekonomi politikalarının politika yapıcılar tarafından daha iyi uygulama imkanı bulmasını kolaylaştırabilir. Örneğin, hisse senedi piyasalarında görülen bir yavaşlama politika yapıcılar tarafından ekonomide bir yavaşlamaya işaret olarak anlaşılabilir. Böylece ekonomi politikaları oluşturulurken hisse senedi fiyatlarındaki değişimler politika

aracı olarak kullanılabilir. Bunun yanında, hem G-7 hem de E-7 ülkelerinin para politikalarını saptarken finansal istikrarı gözetmesi hisse senedi piyasalarının etkinliğini arttırıcı rol oynayacaktır.

Son olarak ekonomik hayatın gidişatına bağlı olarak, uzun sürede menkul kıymet piyasaları ve onun türevi olan hisse senedi piyasalarını etkileyen faktörler değişiklik gösterebilir. Bu durum dikkate alındığında, araştırmacılar için daha sonra yapılacak çalışmalarda farklı ekonomik faktörler ile beraber öne çıkan parametrelerin etkisi farklı ekonometrik metotlarla ele alınması mümkündür.



KAYNAKLAR

- Abdalla, I. S. A., ve Murinde, V., (1997). Exchange rate and stock price interactions in emerging financial markets: evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines. *Applied Financial Economics*, 7, 25-35.
- Abel, A. B., Bernanke, B. S., ve Croushore, D., (2011). *Macroeconomics*. (Seventh Edition).
- Abugri, B.A. (2008). Empirical Relationship Between Macroeconomic Volatility and Stock Returns: Evidence from Latin American Markets. *International Review of Financial Analysis*, 17, 396-410.
- Afşar, A. (2007). Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki. *Mufad Dergisi*, 36 (3), 188-198.
- Afşar, M., (2006). *Finansal Sistem ve İşleyiş*. Gülen Ofset, 40.
- Ajayi, R.A. ve Mougoue, M. (1996), On the Dynamic Relation between Stock Prices and Exchange Rates. *Journal of Financial Research*, 19, 193-207.
- Ajayi, R. A., Friedman, J., ve Mehdian, S. M., (1998). On the Relationship between Stock Returns and Exchange Rates: Tests Of Granger Causality. *Global Finance Journal*, 9(2), 241-251.
- Aktaş, M., ve Akdağ, S. (2013). Türkiye’de ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkilerinin araştırılması. *International Journal of Social Science Research*, 2(1), 50-67.
- Alam, Md. Mahmudul., ve Uddin, Md. Gazi Salah. (2009). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 43-51.
- Albeni, M., ve Demir, Y. (2005). Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (IMKB Uygulamalı). *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi* 14, 1-18.
- Al-Khazali, O. M. (2003). Stock prices, inflation and output: evidence from the emerging markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 2(3), 287-314.
- Al-Sharkas, A., (2004). The Dynamic Relationship Between Macroeconomic Factors And The Jordanian Stock Market. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 1(1), 97-114.
- Altay, E., (2004). *Semaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri, Sermaye Piyasası Teorisi Arbitraj Fiyatlama Teorisi*. Derin Yayınları, İstanbul.
- Andersen, T. G. (1996). Return volatility and trading volume: An information flow interpretation of stochastic volatility. *Journal of Finance*, 51, 169-204.

- Arestis, P., Demetriades, P. O., ve Luintel, K. B. (2001). Financial Development And Economic Growth: The Role Of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1),16-41.
- Arısoy, İ., (2012). Türkiye Ekonomisinde İktisadi Güven Endeksleri ve Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişkilerin VAR Analizi. *Maliye Dergisi*, 162, 304-315.
- Arjoon, R., Botes, M., Chesang, L. K., ve Gupta, R. (2012). The long-run relationship between inflation and real stock prices: empirical evidence from South Africa. *Journal of Business Economics and Management*. 13(4), 600-613.
- Atik, A. H., (2005). Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri. *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.*
- Ayaydın, H. (2012). *Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Trabzon.
- Ayrıçay, Y., (2002). Finansal Türev Piyasalardaki Riskler. *İktisat, İşletme ve Finans*, 17(201), 56-70.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*. Fourth ed. John Wiley & Sons.
- Barro, R. J. (1990). The Stock Market and Investment. *Review of Financial Studies*, 3(1), 115-131.
- Başıoğlu, U., Ceylan, A., ve Parasız, İ. (2009). *Finans: Teori, Kurum, Uygulama*. İkinci Baskı, Ekin Yayınevi.
- Belke, A., ve Beckmann, J. (2015). Monetary policy and stock prices–Cross-country evidence from cointegrated VAR models, *Journal of Banking & Finance*. 54, 254-265.
- Bernanke B. S. ve Kuttner, K. N. (2005). What Explains The Stock Market's Reaction To Federal Reserve Policy?. *The Journal of Finance*, No:3, 1221-1257.
- Bond, S., ve Eberhardt, M. (2009). Cross-section dependence in nonstationary panel models: a novel estimator. *paper presented at the Nordic Econometrics Conference in Lund*.
- Boztosun, D., (2010). İmkb'de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirileri İle Makro Ekonomik Faktörler Arasındaki İlişkinin Analizi. *Üçüncü Sektör Kooperatifçilik*, 45, (4), 39-53.
- Bremmer, D. (2008). Consumer Confidence and Stock Prices. *72nd Annual Meeting of the Midwest Economics Association*, 1-22.

- Burgstaller, J., (2002). Are Stock Returns A Leading Indicator For Real Macroeconomic Developments?. *Johannes Kepler University of Linz, Department of Economics Working Paper*, No:0207
- Büberkökü, Ö., (1997). Hisse Senedi Fiyatları İle Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar. *İMKB Dergisi*, 13(52), 1-19.
- Büyükşalvarcı, A., (2010). The Effects of Macroeconomics Variables on Stock Returns: Evidence from Turkey. *European Journal of Social Sciences*, 14(3), 400-416.
- Calderón, C., ve Lin L. (2002). The Direction Of Causality Between Financial Development And Economic Growth, *Central Bank of Chile Working Paper*.
- Cambazoğlu, B., ve Karaalp S.H. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Yönetim Ve Ekonomi*, 19(2), 53-66.
- Cecchetti, S. G. ve Schoenholtz, K. L, (2015). *Money, Banking, and Financial Markets*. Fourth Edition, McGraw-Hill Education.
- Chen, N., (1983). Some Empirical Tests of the Theory of Arbitrage Pricing. *The Journal of Finance*. 38(5), 1393-1414.
- Chen, N., Roll, R. ve Ross, S. A. (1986). Economic Forces and Stock Market. *Journal of Business*, 59, 383-403.
- Chen, S. J., ve Jordan, B. D., (1993). Some empirical tests in the arbitrage pricing theory: Macro variables vs. derived factors. *Journal of Banking & Finance*, 17(1), 65-89.
- Chen, S. S. (2009). Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 211-223.
- Chen, S. S. (2011). Lack of consumer confidence and stock returns. *Journal of Empirical Finance*, 18(2), 225-236.
- Cheung, Yin-Wong. ve Lilian, K. Ng. (1998). International Evidence on The Stock Market and Aggregate Economic Activity. *Journal of Empirical Finance*, 5, 281-296.
- Chowdhury, M., Howe, J. S., ve Lin, Ji C., (1993). The Relation between Aggregate Insider Transactions and Stock Market Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), , 431-437.
- Clark., E., ve Kassimatis., K., (2004). Country financial risk and stock marketperformance: the case of Latin America. *Journal of Economics and Business*, 56, 21–41.
- Cutler, D. i Poterba, ve J.I Summers, L. (1989). What Moves Stock Prices?. *Journal of Portfolio Management*, 15, 4-11.

- Çıtak, L. (2003). Para ve Maliye Politikalarının İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: İMKB, Makroekonomik Politikalar Açısından Bilgi Etkin midir?. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9.
- Çivi, E., ve Çavuşgil, S. T., (2001). Yen Dünya Düzeninde Güç Kazanan Ülkeler Yükselen Ekonomiler. *Yönetim ve Ekonomi*, 7(1),113-128.
- Çukur, S., (2008). Operasyonel Döviz Kuru Riski: Firma ve Endüstri Düzeyinde Bir Araştırma. *İMKB Dergisi*, 10(38), 25-42.
- Çukur, S., Gümrah, Ü., ve Gümrah, M. Ü., (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri Ve İşlem Hacmi İlişkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(1), 20-35.
- Dağlı, H. (1996). Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri. *İktisat, İşletme ve Finans*, No:4, 19-37.
- Dalğar, H., Kalkan, A., ve Kalkan, Y., (2012). Ekonomik Krizlerin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri: İngiltere-Türkiye Karşılaştırması. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(3), 75-98.
- DeFina, R. H. (1991). Does inflation depress the stock market?. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, 3-12.
- Demir, Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 109-130.
- Diril, M., (2000). Hisse Senetlerine Yatırım ve Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Balıkesir, Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Dizdarlar, H. I., ve Derindere, S. (2008). Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makroekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Dergisi*, 19(61), 113-124.
- Doğu, M., (1996). Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye. SPK Yayınları, No:27, Ankara.
- Durham, J. B., (2003). Monetary Policy and Stock Price Returns. *Financial Analyst Journal*, Jul/Aug, 59(4), 26-35.
- Durukan, M. B. (1999). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *İMKB Dergisi*, 3(11), 19-47.
- Eberhardt, M. (2012). Estimating panel time series models with heterogenous slopes. *The Stata Journal*, 12(1), 61-71.

- Eberhardt, M., ve Teal, F. (2010). Productivity Analysis in Global Manufacturing Production. *Economics Series Working Papers 515*, University of Oxford, Department of Economics
- Elitaş, B. L. D., (2010). Hisse Senedi Getirileri ile Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Zaman Serisi Analizi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Afyonkarahisar 2010.
- Elton E.J., Gruber M. J., Brown, S.J. ve Goetzmann, W. N., (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Ninth Edition, New York: John Wiley.
- Ercan, M. K., ve Ban, Ü., (2005). *Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi, 178.
- Erdem, C., Erdem. M. S., ve Arslan, C. K. (2006). Makroekonomik değişkenler ve IMKB 100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi. *İktisat, İşletme ve Finans*, 21(239), 125-135.
- Erim, N., ve Türk, A., (2005). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (10)5, 21-45.
- Erkan, N., (1997). Menkul Kıymetler Piyasasında Sistemik Riskler, Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları. No. 60, *OECD Systemic risks in securities markets*, Çev. Nurhan Erkan.
- Ertuş, F. C., ve Karaca, S. S., (2010). Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Mufad*, 47, 58-68.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F., Jones, F. J., ve Ferri, M. G., (2002). *Foundations of Financial Markets and Institutions*. Third Ed. Pearson Education.
- Fama, E., (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*, 71, 545-565.
- Fama, E., (1990). Stock Return, Expected Return and Real Activity. *The Journal of Finance*, 45, 1089 -1108.
- Fauziah, F, Moeljadi, M, ve Ratnawati, K., (2015). Dynamic Relationship Between Exchange Rates And Stock Prices In Asia 2009-2013. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 2(1), 124-134.
- Feldstein, M. (1978). Inflation and stock market. *NBER*, Working Paper No:276
- Floros, C., (2004). Stock returns and inflation in Greece. *Applied Econometrics and International Development*, 4(2), 55-68.

- Gallant, A. R., Rossi, P. E. ve Tauchen, G. (1992). Stock Prices and Volume. *The Review of Financial Studies*, 5(2), 199-242.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A. ve Zhang, J., (2006). Macroeconomic Variables And Stock Market Interactions: New Zealand Evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 89-101.
- Gay, Jr. Robert D. (2008). Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China. *International Business & Economics Research Journal*, 7(3).
- Geetha, C., Mohidin, R., Chandran, V. V., ve Chong, V. (2011). The relationship between inflation and stock market: Evidence from Malaysia, United States and China. *International journal of economics and management sciences*, 1(2), 1-16.
- Gençtürk, M., (2009). Finansal Kriz Dönemlerinde Makro Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 127-136.
- Geske, R. ve Roll, R., (1983). The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation. *Journal of Finance*, 38(1), 1-33.
- Ghazali, M. F., ve Yaso, M. R., (2008). Bivariate Causality Between Exchange Rates And Stock Prices In Malaysia. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(1), 53-59.
- Gjerde, O., ve Sættem F., (1999). Casual Relations among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy. *Journal of International Finance Markets Institutions and Money*, 9, 61-74.
- Gonzamann, W. N., ve Jorion, P. (1999). Re-Emerging Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34, 1-32.
- Graham, F. C., (1996). Inflation, Real Stock Returns, and Monetary Policy. *Applied Financial Economics*, 6, 29-35.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis*. Prentice Hall, New Jersey.
- Groenewold, N., O'Rourke, G., ve Thomas, S. (1997). Stock returns and inflation: a macro analysis. *Applied Financial Economics*, 7(2), 127-136.
- Gujarati, D., (2003). *Basic Econometrics*. McGraw Hill, Fourth Edition, ABD.
- Gümüş, F. B., ve Aras, A., (2014). Borsa İstanbul'da Kısa ve Uzun Dönemli Denge İlişkileri. *İşletme Bilimi Dergisi*, 2(2), 71-85.
- Güngör, B., ve Kaygın, C. Y. (2015). Dinamik panel veri analizi ile hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(9), 149-168.

- Hashemzadeh, N., ve Taylor, P. (1988). Stock Prices, Money Supply, and Interest Rates: The Question of Causality. *Applied Economics*, 20(12), 1603-1611.
- Hausman, J. A., (1978). Specification Tests in Econometrics. *ECONOMETRICA*, 46(6), 1251-1271.
- Henry, Ó. T. (2009). Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK. *Journal of Banking & Finance*, 33, 405–414.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*, Second Edition. United Kingdom: Cambridge University Press.
- Hsu, C. C., Lin, H. Y., ve Wu, J. Y. (2011). Consumer confidence and stock markets: the panel causality evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 3(6), 91-98.
- Hubbard, R. G., (2008). *Money, The Financial System and The Economy*. Sixth Ed. Pearson International Edition.
- Humpe, A., ve Macmillan P., (2007). Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Centre For Dynamic Macroeconomic Analysis Working Paper Series*, 1-26.
- IMF, (2011). Financial Deepening and International Monetary Stability Report
- İnternet: Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. (1997), Pooled Estimation of Long-run Relationships in Dynamic Heterogeneous Panels. <http://www.econ.cam.ac.uk/people-files/emeritus/mhp1/jasaold.pdf>. Son erişim tarihi. 06.06.2018.
- İnternet: <https://www.efama.org/statistics/SitePages/Statistics.aspx> Son erişim tarihi: 04.04.2018.
- İnternet: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics> Son erişim tarihi: 01.06.2018.
- İnternet: <https://www.imf.org/en/data> Son erişim tarihi: 01.14.2018.
- İnternet: <https://data.oecd.org/> Son erişim tarihi: 23.11.2017.
- İnternet: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> Son erişim tarihi: 05.20.2018.
- İnternet: <https://data.worldbank.org/> Son erişim tarihi: 05.20.2018.
- Kalmanbetova, M. (2010). Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Nedensellik ve 2004-2009 Yılları Arasında Türkiye Uygulaması. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Bilim Dalı, İstanbul.

- Kanalıcı, H., (1997). Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler. *SPK*, No:77, Ankara.
- Karcioğlu, R., ve Özer, A. (2014). BİST’de Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi. *Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(33), 43-70.
- Karpoff, J. M. (1987). The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1). 109-126.
- Kaul, G., (1987). Stock returns and inflation: The role of the monetary sector. *Journal of Financial Economics*, 18, 253-276.
- Kaya, V., Çömlekçi, İ., ve Kara, O. (2013). Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002–2012 Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (35), 167-176.
- Korkmaz, T., ve Çevik, E. İ., (2009). Reel Kesim Güven Endeksi İle İMKB 100 Endeksi Arasındaki Dinamik Nedensellik İlişkisi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 38(1), 24-37.
- Kutty, G. (2010). The Relationship Between Exchange Rates And Stock Prices: The Case Of Mexico. *North American Journal of Finance and Banking Research*, 4(4).
- Laeven, L., ve Tong, H. (2012). US monetary shocks and global stock prices. *Journal of Financial Intermediation*, 21(3), 530-547.
- Laopodis, N. T., (2010). Equity Prices and Macroeconomic Fundamentals: International Evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(2), 247-276.
- Lee, B. S., (1992). Causal Relations Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation. *The Journal of Finance*, XLVII(4), 1591–1603.
- Levine, R. (1997). Stock markets, economic development, and capital control liberalization. *Perspective*, 3(5), 1-8.
- Loannidis, C. ve Kontonikas, A. (2008). The Impact of Monetary Policy on Stock Prices. *Journal of Policy Modeling*, 30(1), 33-53.
- Lobo, B. J. (2002). Interest Rate Surprises And Stock Prices. *Financial Review*, 37(1), 73-91.
- Ludvigson, S. C. (2004). Consumer Confidence and Consumer Spending. *Journal of Economic Perspective*. 18(2), 29-50.
- Meinusch, A., ve Tillmann, P. (2016). The macroeconomic impact of unconventional monetary policy shocks. *Journal of Macroeconomics*, 47, 58-67.

- Mishkin, F. S., ve Eakins, S. G., (2012). *Financial Markets and Institutions*. (Seventh Edition), Pearson education.
- Mishkin, F. S., Matthews K. ve Giuliadori, M. (2013), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. (First published), Pearson education.
- Mishkin, F. S., (1996). The Channels of Monetary Transmission. Lessons for Monetary Policy. *NBER*, No:5464.
- Mishkin, F. S., (2001). The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy. *NBER*, No:8617.
- Mok, H. M. (1993). Causality of interest rate, exchange rate and stock prices at stock market open and close in Hong Kong. *Asia Pacific Journal of Management*, 10(2), 123-143.
- Mukherjee, T. K., ve Naka, A. (1995). Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *Journal of Financial Research*, 18(2), 223-237.
- Mutan, O. C., ve Çanakçı, E. (2007). Makroekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Piyasaları Üzerindeki Etkileri. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*.
- Naik, P. K., ve Padhi, P., (2012). The Impact of Macroeconomic Fundamentals on Stock Prices Revisited: Evidence from Indian Data. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 5(10), 25-44.
- Nasseh, A. ve Strauss, J., (2000). Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: a cointegration approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40(2), 229–245.
- Nelson, C. R. (1976). Inflation and rates of return on common stocks. *Journal of Finance*, 31(2): 471-483.
- Oberuc, R. R. (2004). *Dynamic Portfolio theory and Management, Using Active Asset Allocation to Improve Profits and Reduce Risk*. Irving Library of Investment Finance, Mc- Graw Hill.
- Oskooee, M. B., ve Sohrabian, A., (1992). Stock Prices and The Effective Exchange Rate of Dollar. *Applied Economics*, 24, 459-464.
- Özer, A., Kaya, A., ve Özer, N., (2011). Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 26(1), 163-182.
- Öztürk, B. (2008). Makroekonomik Faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi ve Volatilitesi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi (1997-2006). *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Teknik Üniversitesi.
- Parasız, İ., (2005). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. (Sekizinci Baskı), Ezgi Kitabevi, 89.

- Pazarlıoğlu, V., ve Gürler, .K. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. *Finans, Politik Ekonomik Yorumlar*, 44(508), 35-43.
- Peir, A., (2016). Stock Prices And Macroeconomic Factors: Some European Evidence. *International Review of Economics & Finance*, 41, 287-294.
- Pekkaya, M. (2006). Kâr Payı Dağıtımının şirket Değeri zerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), 183-209.
- Perotıı, E. İ., ve Oijen, P. (2001). Privatization, Market Development and Political Risk in Emerging Economies. *Journal of International Money and Finance*, 20(1), 43-69.
- Pesaran, M. H. ve Smith, R. P. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 68(1), .79-113.
- Pesaran, M. H. (2006). Estimation and inference in large heterogeneous panels with amultifactor error structure. *Econometrica*, 74(4), 967-1012.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of applied econometrics*, 22(2), 265-312.
- Puah, C.H. ve Jayaraman, T.K., (2007). Macroeconomic activities and stock prices in a South Pacific Island economy. *International Journal of Economics and Management*, 1, 229-44.
- PWC, (şubat 2015). The World in 2050 Will the shift in global economic power continue?. *Price water house Coopers LLP*. 1-44.
- PWC, (şubat 2017). The Long View How will the global economic order change by 2050?, *Price water house Coopers LLP*. 1-72.
- Qiao, Z., McAleer, M. ve Wong, W.K. (2009). Linear and Nonlinear Causality between Changes in Consumption and Consumer Attitudes. *Economic Letters*, 102(3). 161-164.
- Rapach, D. E. (2002). The long-run relationship between inflation and real stock prices. *Journal of Macroeconomics*, 24(3), 331-351.
- Rasiah, R. ve Ratneswary V. (2010). Macroeconomic Activity And The Malaysian Stock Market: Empirical Evidence of Dynamic Relations, *International Journal of Business and Finance Research*, 4(2), 59-69.
- Ratanapakorn, O., ve Sharma, S. C. (2007). Dynamic Analysis Between The US Stock Returns and The Macroeconomic Variables. *Applied Financial Economics*, 17, 369-377.
- Reilly, F. K. (1997). Impact of Inflation on REO Growth and Stock Prices. *Financial Services Review*, 6(1), 1-17.

- Rigobon, R., ve Sack, B. (2004). The impact of monetary policy on asset prices. *Journal of Monetary Economics*, 51(8), 1553-1575.
- Roll, R., ve Ross, S. A., (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. *The Journal of Finance*, 35(5), 1073 - 1103.
- Ross, S. A., (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Rozeff, M. S., (1974). Money and Stock Prices: Market Efficiency and The Lag Effect of Monetary Policy. *Journal of Financial Economics*, 1, 245–302.
- Sancar, C., Uğur, A., ve Akbaş, Y. E. (2017). Hisse senedi fiyat endeksi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin analizi: Türkiye örneği. *International Journal of Social Sciences and Education Research*, 3(5), 1774-1786.
- Sarıkamış, C., (2000). Sermaye Pazarları. 4.Baskı, Alfa Kitabevi, İstanbul.
- Sayılgan, G. ve Süslü, C. (2011). Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 5(1), 73-96.
- Sayım, F., (2006). Bankalarda Kredi Karşılıkları Sistemi Ve Vergisel İncelemesi. *Türkiye Bankalar Birliği*, No. 244.
- Schwert, G. W. (1990). Stock Returns And Real Activity: a Century of Evidence. *Journal of Finance*, 45(4), 1237-1257.
- Sevinç, E. (2014). Makroekonomik değişkenlerin, BİST-30 endeksinde işlem gören hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin arbitraj fiyatlama modeli kullanarak belirlenmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 43(2), 271-292.
- Shanken, J., (1982). The Arbitrage Pricing Theory: Is It Testable?. *The Journal of Finance*, 37(5), 1129-1140.
- Singh, A. (1991). The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets?. *MPRA*
- Singh, T., Mehta, S., ve Varsha, M. S. (2011). Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan. *Journal of economics and international finance*, 3(4), 217-227.
- Solnik, B., (1987). Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note. *The Journal of Finance*, 42(1), 141-149.
- SPK., (Haziran 2016), *Yatırım Fonları*, 1-30.
- Statman, M., ve Fisher, K. L. (2002). Consumer confidence and stock returns.

- Stulz, R. M.. (2001). Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. *Financial structure and economic growth: A Cross-country comparison of banks, markets, and development*, 143-188.
- Şahin, A. (2011). *Para Politikasının Hisse Senedi Balonu Üzerindeki Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. M. Çetinkaya (Editör). Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz: Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Ankara, Nobel Yayınevi, 107-156.
- Şentürk, S. H., (2005). Ekonomik Büyümenin Sağlanmasında Finansal Sistemin Rolü. *İktisat, İşletme ve Finans*, 112-127.
- Şişman, M. E., Çömlekçi, İ., ve Şahin, Ö., (2017). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(11), 88-107.
- Taner, B. ve Akaya, C. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetle*. Ankara: Detay Yayıncılık
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi, Stata Uygulamalı*, İstanbul, 2. Baskı. Beta Yayınları.
- Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serileri Analizi, Stata Uygulamalı*. İstanbul, Beta Yayınları
- TCMB, (2013), *Parasal Aktarım Mekanizması*
- Tecer, M., (1994). Hisse Senedi Yatırımları ve Risk. *Amme İdaresi Dergisi*, 27(1), 67-82.
- Temizel, F., ve Bayçelebi, B. E., (2015). Yatırım Fonu Performans Değerlemesinde Güncel Yaklaşımlar ve Tefas Sonrası Dönem İçin Türkiye Önerisi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 3(3), 273-289.
- TİM, (2017), Ekonomi ve Dış Ticaret Raporu, *Türkiye İhracatçılar Meclisi*
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Topuz, Y. V., (2011). Tüketici Fiyatları ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 53-65.
- Tsai, I. C. (2012). The relationship between stock price index and exchange rate in Asian markets: A quantile regression approach. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(3), 609-621.
- Ugan, G., (1997). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sistemik Risk Yönetimi. *İMKB Dergisi*, 1(2), Nisan- Haziran, 51-68.

UNDP (2015). *İnsani Gelişme Raporu*

Uygur, E. (2003). Finansal Şişkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar. *İktisat, İşletme ve Finans*, 18 /202, 49-66.

Ünver, A., (2012). *Sermaye Piyasası ve Borsa Okuryazarlığı*. (Birinci Baskı), Empati Yayınları, 38-39.

Victor, O. N.. ve Kuwornu, J. K. M. (2011). Analyzing the Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: Evidence from Ghana. *Journal of Economics and International Finance*, 3(11), 605-615.

Wang, X. (2010). The Relationship between Economic Activity, Stock Price and Oil Price: Evidence from Russia China and Japan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 60, 102-113.

Wooldridge, J.M. (2003). *Econometric analysis of cross section and panel data*. The MIT Press., Cambridge

Wong, W. K. ve Khan, H. & Du J. (2005). Money, Interest Rate and Stock Prices: New evidence from Singapore and the United States. *Working Paper*. 007

Wongbangpo, P., ve Sharma S. C. (2002). Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of Asian Economics*, 13, 27-51.

Yapraklı, S., ve Güngör, B. (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 62(2), 199-218.

Yew-Kwang, Ng. (1992). Business Confidence and Depression Prevention: A Meso-economic Perspective. *The American Economic Review*, 82(2), 364-371.

Yılmaz, Ö., Güngör, B., ve Kaya, V., (1997). Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik. *İMKB Dergisi*, 9(34), 1-17.

Yurttaçıkırmaz, Z. Ç., (Bahar 2012). Döviz Kuru ve Enflasyonun Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. *EKEV AKADEMİ DERGİSİ*, 16(51), 393-410.

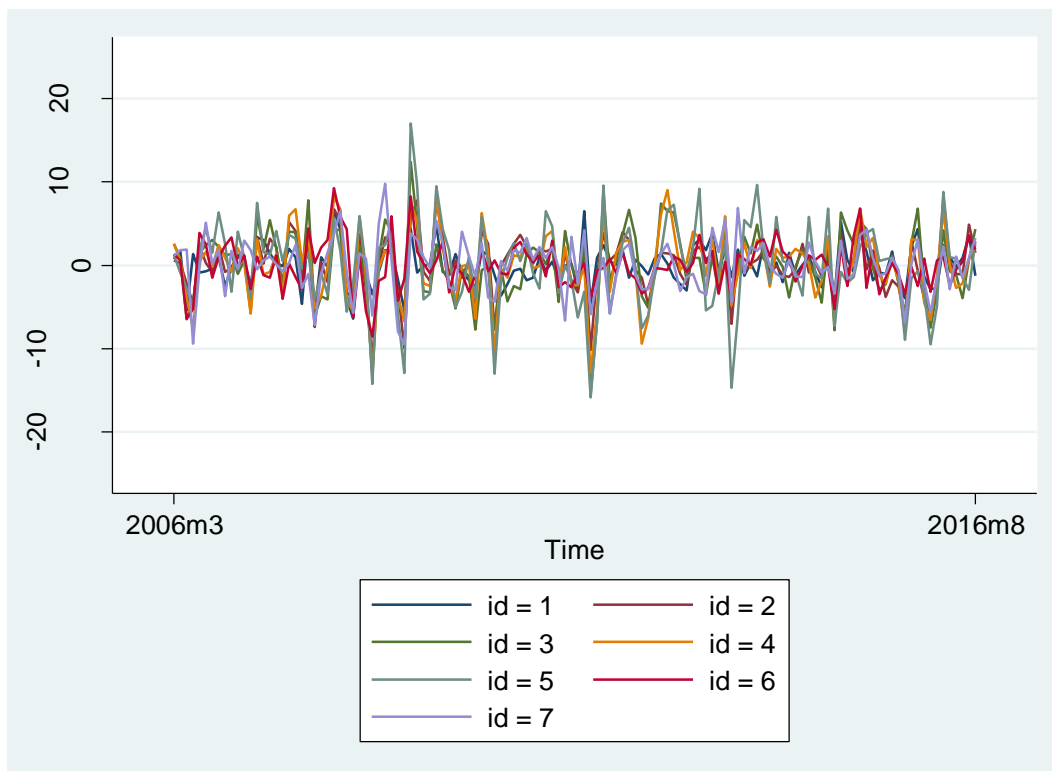
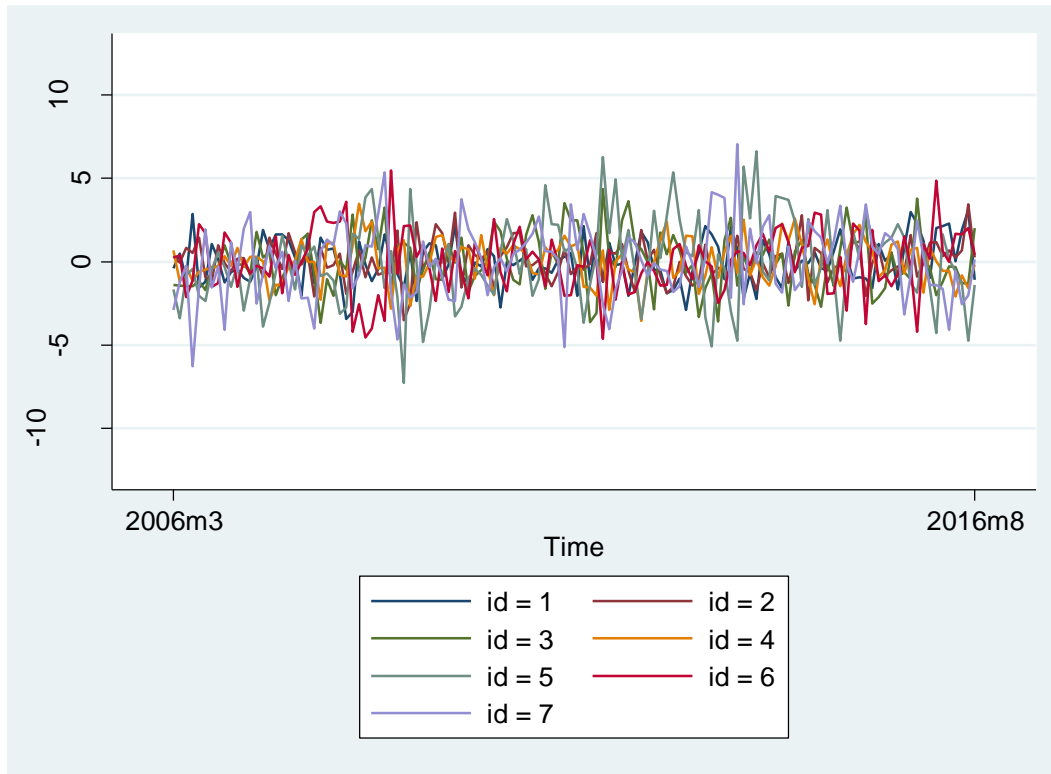
Zhao, H. (2010). Dynamic relationship between exchange rate and stock price: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 103-112.



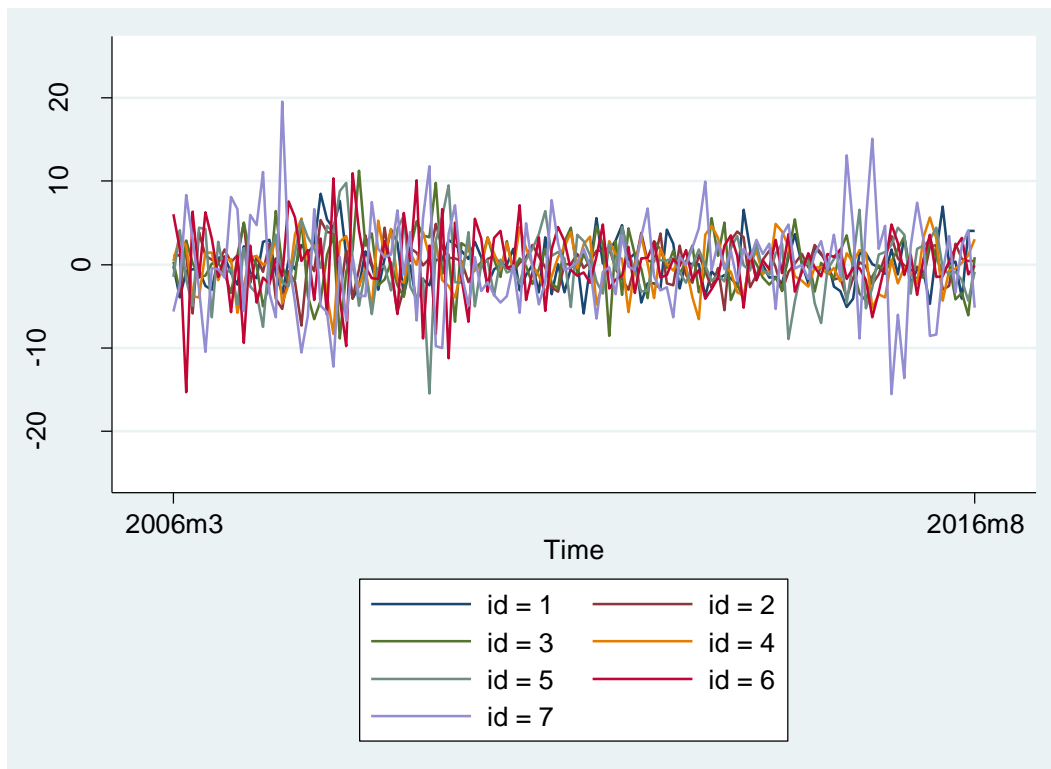
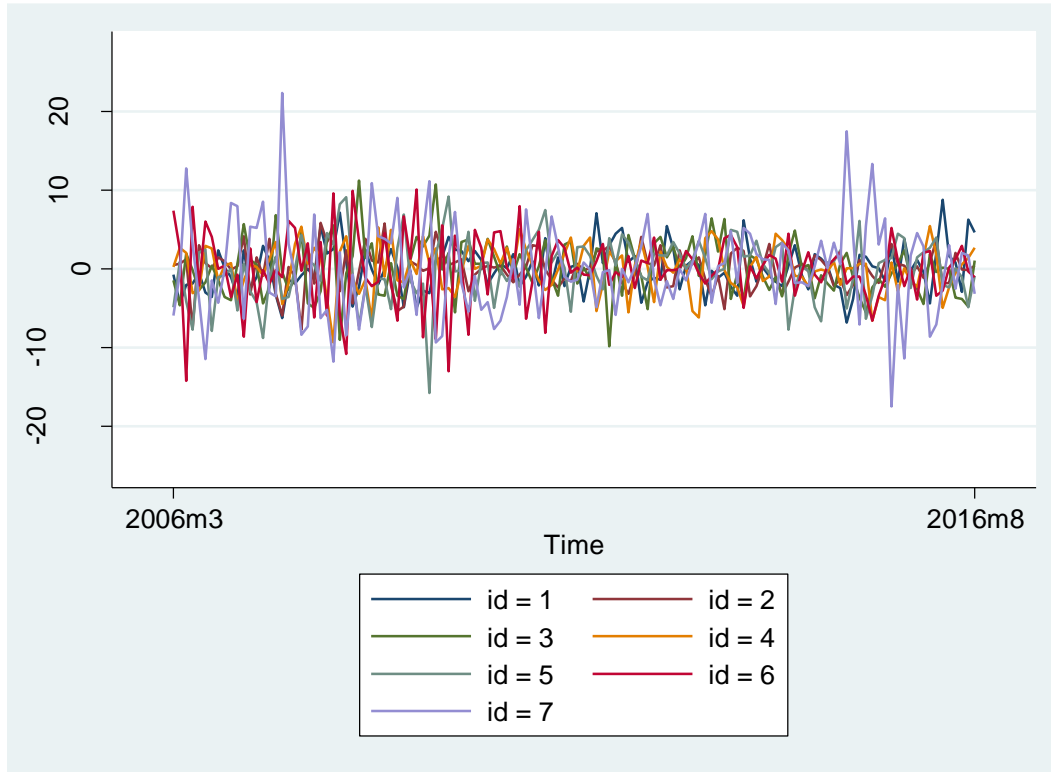


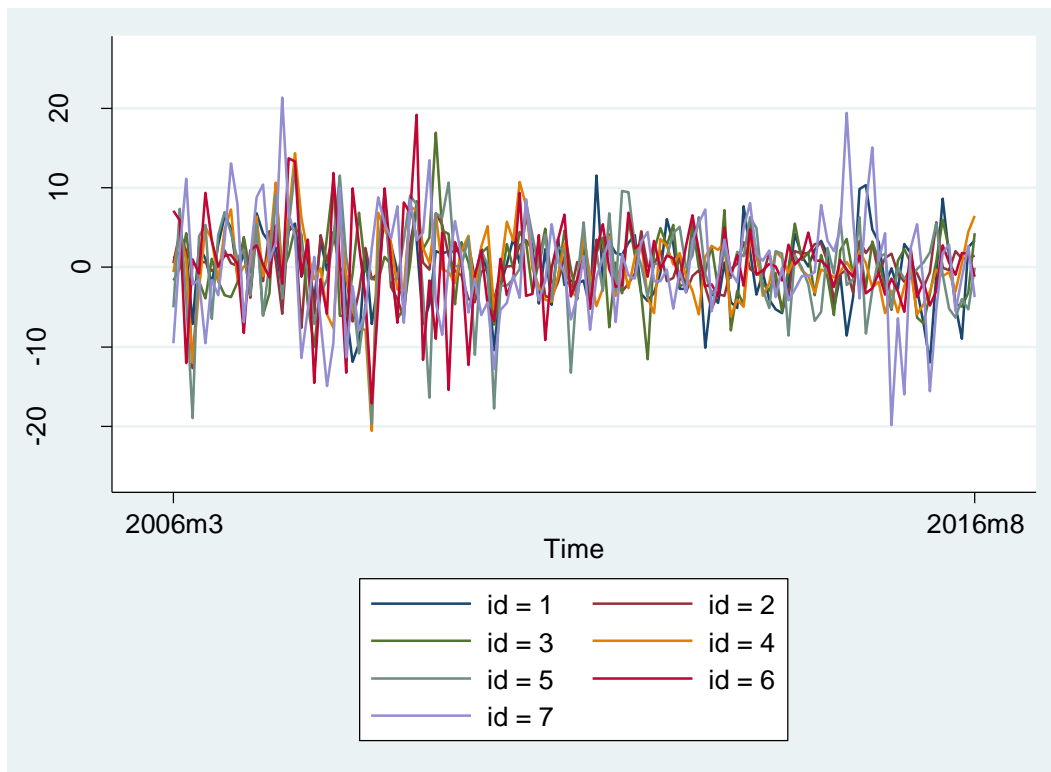
EKLER

EK-1. G-7 Ülkelerine Ait Artıklara Birim Kök Testi Sonuçları



EK-2. E-7 Ülkelerine Ait Artıklara Birim Kök Testi Sonuçları





EK-3. G-7 Ülkelerine Ait Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minumum	Standart Sapma
Borsa	0.197044	21.82112	-24.79884	4.686227
Döv	99.19889	130.19	67.85	9.360866
Üre	100.0994	102.61	96.02	1.135703
Tük	99.65621	102.55	95.85	1.336649
San	-0.006368	2.5	-4.411765	0.449772
Enf	1.490364	5.497512	-2.527806	1.301462
M2	0.446763	5.68342	-4.229893	0.799612
Faiz	1.247039	6.4	-0.5884	1.622229

EK-4. E-7 Ülkelerine Ait Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minumum	Standart Sapma
Borsa	0.801614	28.2551	-41.07272	6.726013
Döv	95.56369	129.1807	59.93588	10.89027
Üre	99.9752	104.3	82.29	2.114638
Tük	99.73998	104.73	92.81	2.003001
San	0.315856	12.16216	-12.93532	1.963133
Enf	6.399752	17.89419	-1.774979	3.184134
M2	1.075912	12.49373	-11.90669	1.814427
Faiz	5.52138	15.71451	0.55	3.513315

EK-5. E-7 Ülkelerinin Ülke Düzeyinde AMG ve CCEMG Sonuçları

Not: Tüm ülkeler için parantez içindeki değerler standart hatalardır (** p<0.01, * p<0.05, * p<0.1)

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.3174** (0.1318)	-0.0051 (0.1613)
Tüketici Güveni	-0.4520* (0.2516)	-0.1241 (0.2854)
Üretici Güveni	-2.8321** (1.2622)	-0.8085 (1.5029)
Para Arzı	-0.0780 (0.2058)	-0.5358* (0.3020)
Faiz	-0.3101* (0.1777)	0.5717** (0.2666)
Sanayi	0.2363 (0.1626)	0.4068** (0.1594)
Enflasyon	-1.8461* (1.0063)	-1.5985 (1.0253)
Dummy	-25.1158*** (1.9692)	4.2833*** (1.0308)
Sabit Terim	51.9252*** (26.5824)	47.8967* (27.5989)

1. Brezilya

2. Meksika

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.3584*** (0.1226)	0.3257* (0.1700)
Tüketici Güveni	0.0145 (0.1761)	0.1539 (0.2670)
Üretici Güveni	0.9189 (0.8416)	3.0199*** (1.0937)
Para Arzı	0.2769 (0.2405)	-0.0654 (0.2567)
Faiz	0.0583 (0.3754)	0.3231 (0.5015)
Sanayi	-0.2813 (0.3423)	-0.0723 (0.3737)
Enflasyon	1.0279 (0.8152)	0.8934 (0.8005)
Dummy	-16.8868*** (1.7497)	-1.7691* (0.9849)
Sabit Terim	1.0037 (17.2766)	3.5483 (28.8208)

3. Türkiye

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.8940*** (0.1827)	0.7706*** (0.2175)
Tüketici Güveni	-0.0988 (0.1462)	-0.1467 (0.3188)
Üretici Güveni	0.0930 (0.4489)	-0.8435 (0.8527)
Para Arzı	-0.1043 (0.2704)	0.0070 (0.3193)
Faiz	-1.1523** (0.4638)	-0.0737 (0.7116)
Sanayi	-0.3659** (0.1579)	-0.3144 (0.1921)
Enflasyon	-0.9301** (0.3682)	-1.2017*** (0.4282)
Dummy	-22.0302*** (2.5643)	0 (.)
Sabit Terim	14.9046 (14.3524)	30.6260 (49.8056)

4. Endonezya

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.6878*** (0.1480)	0.6103*** (0.1800)
Tüketici Güveni	0.0951 (1.6001)	-0.2190 (1.8884)
Üretici Güveni	1.5458 (3.3701)	-1.2388 (3.9940)
Para Arzı	0.0532 (0.1770)	0.4664 (0.2983)
Faiz	-0.3208 (0.2054)	0.0194 (0.4262)
Sanayi	0.0797 (0.0947)	0.1056 (0.1221)
Enflasyon	-0.4796 (0.3016)	-0.2887 (0.3801)
Dummy	-21.6848*** (1.8918)	0.7351 (1.1532)
Sabit Terim	-3.5759 (161.0979)	-27.6497 (203.0685)

5. Rusya

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	1.0042*** (0.1276)	1.0713*** (.1452)
Tüketici Güveni	-0.5354** (0.2158)	-.3536 (.3809)
Üretici Güveni	5.1455*** (1.1995)	3.4370** (1.6982)
Para Arzı	0.1436 (0.1221)	.4003 (.2524)
Faiz	-0.5349 (0.3538)	-.6304* (.3672)
Sanayi	-0.3713 (0.2892)	-.4094 (.3063)
Enflasyon	-0.0023 (0.5325)	-.0787 (.5577)
Dummy	-27.8192*** (2.7186)	3.5072*** (1.3580)
Sabit Terim	59.5937*** (23.2591)	110.2461* (59.3186)

6. Hindistan

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.7048*** (0.2526)	0.8832*** (0.3319)
Tüketici Güven	-0.7704** (0.3545)	-1.4443** (0.6833)
Üretici Güveni	2.9585 (2.5030)	3.2752 (3.1073)
Para Arzı	-0.1133 (0.1995)	-0.1617 (0.2089)
Faiz	0.9878 (0.7503)	0.8061 (0.9261)
Sanayi	0.0099 (0.1750)	0.1879 (0.2221)
Enflasyon	-0.01097 (0.5003)	-0.1972 (0.5702)
Dummy	-22.7292*** (2.8516)	1.0797 (1.4866)
Sabit Terim	72.2628** (33.4381)	28.7791 (38.4216)

7. Çin

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Endeksi	AMG	CCEMG
Reel Döviz Kuru	0.9405** (0.4789)	1.1110** (.4834)
Tüketici Güveni	1.1875*** (0.4523)	1.3849* (.7661)
Üretici Güveni	0.1407 (1.4748)	.2668 (1.8094)
Para Arzı	-1.8945 (1.9580)	-2.4157 (2.1035)
Faiz	-1.2794 (1.0203)	-1.0074 (1.3843)
Sanayi	0.8033 (0.8554)	1.2632 (.9149)
Enflasyon	-2.5871*** (0.9771)	-2.8219** (1.1111)
Dummy	-27.3449*** (4.4518)	-3.8999 (2.5547)
Sabit Terim	-109.3626** (44.7006)	-121.6285** (60.0054)

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : SERTKAYA, Burak
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 1985, Ankara
E-mail : buraksertkaya@gazi.edu.tr

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Uludağ Üniversitesi	2012
Lisans	Anadolu Üniversitesi	2008
Lise	Bursa Yıldırım Beyazıt Lisesi	2002

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2012 - Halen	Gazi Üniversitesi	Araştırma Görevlisi
2009 - 2012	Hitit Üniversitesi	Araştırma Görevlisi

Yabancı Dil

İngilizce



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR...

