

64851

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

EKONOMİK FAKTÖRLERİN HİSSE SENETLERİ
FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

AYDIN GERŞİL

64851

DANIŞMAN
DOÇ.DR. SEMRA ÖNCÜ

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

MANİSA

1998

YÜKSEK ÖĞRETİM KURULU DÖKÜMANTASYON MERKEZİ TEZ
VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN
Soyadı: GERŞİL
Adı : AYDIN

Merkezimizce doldurulacaktır.

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe: EKONOMİK FAKTÖRLERİN HİSSE SENETLERİ FİYATLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı Dil: THE EFFECT OF ECONOMIC FACTORS ON STOCKS'PRICES

TEZİN TÜRÜ:

Yüksek Lisans X

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite: Celal Bayar Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Fakültesi
Fakülte : İktisadi ve İdari Bilimler

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı Adı: ÖNCÜ SEMRA
Ünvanı : DOÇ.DR.

TEZİN YAZILDIĞI DİL: Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI: 82

TEZİN KONUSU:

Ekonomik faktörlerin hisse senetleri üzerindeki etkileri

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER:

1. Hisse Senetleri
2. Ekonomik Değişkenler
3. Sistemik Riskler

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1. Systematic Risks
2. Macro Economic Volatility
3. Stock Market Volatility
4. Capital Markets

1. Tezinden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum.
2. Tezinden Dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir.
3. Kaynak gösterilmek şartıyla tezin tamamının fotokopisi alınabilir. X

Yazarın İmzası:

Tarih:

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri” adlı çalışmanın tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

04/08/1998

Aydın GERŞİL

TUTANAK

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünün 18/04/1996 tarih ve 5/2 sayılı toplantısında oluşturulan Jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliğinin 8. Maddesine göre İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Programı Yüksek Lisans öğrencisi Aydın GERŞİL'in "Ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri" konulu tezi incelenmiş ve aday tarihinde saat.....da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra dakikalık süre içerisinde gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim Dalından jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin olduğuna oy ile karar verildi.

ÖZET

Piyasa ekonomisinin en önemli unsurlarından biri sermaye piyasası ve en önemli kurumlarından bir tanesi de menkul kıymetler borsasıdır. Menkul kıymetler borsasında işlen gören menkul kıymetlerin değerlerinde meydana gelen değişiklikler, ülke ekonomisindeki gelişmeleri çok kısa bir sürede yansıtmaya özelliğine sahiptir. Menkul kıymetler borsasında, en riskli yatırım aracı hisse senetleridir. Diğer yatırım araçlarının gelecek dönemlerdeki getirilerini belirlemek, hisse senetlerinin gelecek dönemlerdeki getirilerini belirlemekten daha kolay olmaktadır. Diğer yatırım araçları, sahiplerine bir çeşit getiri sağlarken, hisse senetleri sahiplerine iki çeşit getiri sağlamaktadır.

Menkul kıymetler piyasasında işlem gören hisse senetlerinin değerini etkileyen çeşitli faktörler vardır. Hisse senetlerinin değerini etkileyen faktörler iki gruba ayrılır: 1. Sistemik Riskler, 2. Sistemik olmayan riskler. Sistemik olmayan riskler genel olarak, kontrol edilebilir değişkenler olarak kabul edilebilirken, sistemik riskler kontrol edilemeyen değişkenler olarak kabul edilmektedir.

Hisse senedine yatırım yapacak yatırımcılar yukarıda sayılan iki risk türünü de dikkate almak zorundadır. Sadece sistemik riskin veya sadece sistemik olmayan riskin dikkate alınması, hisse senedine yatırım yapacak olanları zarara uğratabilir.

Birinci bölümde, hisse senedi yatırımında karşılaşılan riskler ve hisse senedi değerlemede yaklaşımlar ve hisse senedi değerlendirme modelleri üzerinde durulmuştur. Bu bölümde, hisse senedi fiyatlarına etki eden riskler teorik olarak açıklanmıştır. Hisse senedi değerlendirme yaklaşımlarının ve hisse senedi değerlendirme modellerinin, hangi risk unsurlarını dikkate aldıkları tespit edilmiştir.

İkinci bölümde, teorik olarak açıklanan risklerin, Türk hisse senedi piyasasında nasıl bir yer aldığı üzerinde durulmuştur. Önce ekonomik faktörlerin yıllar itibarıyla gelişimi

incelenmiştir. Daha sonra bu ekonomik faktörlerin İMKB bileşik endeksiyle nasıl bir gelişme gösterdiği incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, sistematik risk grubunda yer alan ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkilerinin tespiti için ampirik bir analiz yapılmıştır. Ampirik analizde, çoklu regresyon yöntemi kullanılmıştır. Analizde, ilk önce değişkenler tek tek regresyona sokulmuştur. Daha sonra değişkenler ikili, üçlü gruplar halinde analize dahil edilmiştir. Analizin en son kısmında tüm değişkenler aynı anda analize sokulmuştur. Analizin bu şekilde aşamalı olarak yapılmasının nedeni, değişkenlerin tek başına ve gruplar halinde, hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediğini belirlemektir.



ABSTRACT

One of the most important elements of market economy is the capital market and one of the most important institutions is the security exchange. The changes that happen in the value of securities which are placed in the security exchange has the quality of reflecting the changes in the country's economy in a very short time. The most risky kind of investment in the security exchange is stocks. It is easier to determine the return of other kinds of investment in coming terms than determining the returns of stocks in coming terms while other kinds of investment provide their owners one kind of return, stocks provide two kinds of return.

There are various factors which affect value of stocks that are placed in the security exchange. The factors which affect the value of stocks is divided into two groups : 1. Systematic Risks, 2. Non-systematic risks. Systematic risks are accepted as non- controllable variables while non-systematic risks, in general, can be considered as controllable variables. The investors who will invest in stocks have to take these two kinds of risks into consideration. Taking only the systematic or the non- systematic risks into consideration may cause the investor to lose money.

In the first chapter, the risks that the investor faces when (s)he invest in stocks, the approaches in valuing stocks, and stock valuing models have been explained. In this chapter, the risks that affect the prices of stocks have been explained theoretically. The risky elements which approaches and models in valuing stocks consider have been established.

In the second chapter, the role of risks which have been explained theoretically, in Turkish stock market has been started. First, the development of economically factors in years has studied. Next, the development of the economical factors after the formation of Istanbul Stock Exchange compound index has been studied.

In the third chapter, an empirical analysis has been made in order to establish the relations between the economical factors which are in the systematic risk group the prices of stocks. Multiple regression method has been used in the empirical analysis. During the analysis, variables have been put into regression one by one first. Next, variables have been analyzed in groups of two and three. In the last part of the analysis all the variables have been analyzed at the same time. The analysis was made this way to show variables, alone and in groups, affect stock prices.



İÇİNDEKİLER

ÖZET	I
ABSTRACT	III
İÇİNDEKİLER	V
TABLolar LİSTESİ	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
KISALTMALAR	XI
GİRİŞ	XII
BİRİNCİ BÖLÜM	
HİSSE SENEDİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE HİSSE SENETLERİ DEĞERLEME MODELLERİ.....	1
1.1. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	1
1.2. RİSK KAVRAMI.....	3
1.2.1. SİSTEMATİK RİSK	3
1.2.1.1. ENFLASYON RİSKİ.....	4
1.2.1.2. FAİZ ORANI RİSKİ.....	5
1.2.1.3. DÖVİZ KURU.....	9
1.2.1.4. POLİTİK RİSK.....	11
1.2.1.5. PİYASA RİSKİ.....	11
1.2.2. SİSTEMATİK OLMAYAN RİSKLER	12
1.2.2.1. FİNANSAL RİSK	13

1.2.2.2. YÖNETİM RİSKİ	14
1.2.2.3. FAALİYET RİSKİ	14
1.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	15
1.3.1. TEKNİK ANALİZ	15
1.3.2. TEMEL ANALİZ	17
1.4. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ	18
1.4.1. SERMAYE VARLIKLARINI FİYATLAMA MODELİ	18
1.4.2. ARBİTRAJ FİYATLAMA TEORİSİ	20
1.4.3. ETKİN PİYASA KURAMI	21

İKİNCİ BÖLÜM

1990 – 1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ.....	23
2.1. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ	23
2.1.1. 1990-1998 DÖNEMİNDE 1990-1993 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN ANALİZİ	23
2.1.2. 1994-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ	26
2.2. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİN GELİŞİMİNİN İNCELENMESİ	29
2.2.1. 1990-1998 DÖNEMİNDE ABD DİVLARİ VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	29

2.2.2. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜFE VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	30
2.2.3. 1990-1998 DÖNEMİNDE M1 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	31
2.2.4. 1990-1998 DÖNEMİNDE M2 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	32
2.2.5. 1990-1998 DÖNEMİNDE M3 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	33
2.2.6. 1990-1998 DÖNEMİNDE BİR YILLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	34
2.2.7. 1990-1998 DÖNEMİNDE ALTI AYLIK FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	35
2.2.8. 1990-1998 DÖNEMİNDE ÜÇ AYLIK MEVDUAT FAİZ MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	35
2.2.9. 1990-1998 DÖNEMİNDE BİR AYLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	36
2.3. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ	37
2.3.1. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE EKONOMİK FAKTÖRLERİN GELİŞİMİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ	37
2.3.2. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ	41

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ

3.1. ÇOKLU REGRESYON YÖNTEMİ	44
3.1.1. DEĞİŞKENLERİN BELİRLENMESİ	45
3.1.2. ANALİZ PROGRAMI	45
3.2. ÇOKLU REGRESYON YÖNTEMİNİN UYGULAMASI	45
3.2.1. ANALİZDE KULLANILAN TAHMİN YÖNTEMİ	47
3.2.2. İKİ DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI..	47
3.2.3. ÜÇ DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI	50
3.2.4. DÖRT DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI	53
ANALİZ SONUCU	55
SONUÇ	56
KAYNAKÇA	60
EK-1 TABLOLAR	66
EK-2 ANALİZ SONUÇLARI	70

TABLULAR LİSTESİ:

Tablo 1: İMKB Bileşik Endeksi	65
Tablo 2: ABD Doları Merkez Bankası Satış Fiyatı	65
Tablo 3: Tüketici Fiyat Endeksi	66
Tablo 4: M1	66
Tablo 5: M2	66
Tablo 6: M3	67
Tablo 7: Mevduat Faiz Oranları	68



ŞEKİLLER LİSTESİ:

Şekil 1: İki Farklı Sermaye Piyasasında Faiz Oranlarının Belirlenmesi	8
Şekil 2: 1990-1998 Döneminde ABD Doları ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	30
Şekil 3: 1990-1998 Döneminde TÜFE ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	31
Şekil 4: 1990-1998 Döneminde M1 ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	32
Şekil 5: 1990-1998 Döneminde M2 ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	33
Şekil 6: 1990-1998 Döneminde M3 ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	34
Şekil 7: 1990-1998 Döneminde 1 Yıllık Mevduat Faiz Oranları ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	34
Şekil 8: 1990-1998 Döneminde 6 Aylık Mevduat Faiz Oranları ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	35
Şekil 9: 1990-1998 Döneminde 3 Aylık Mevduat Faiz Oranları ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	36
Şekil 10: 1990-1998 Döneminde 1 Aylık Mevduat Faiz Oranları ve İMKB Bileşik Endeksinin Gelişimi	36

KISALTMALAR:

1. TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
2. DİE : Devlet İstatistik Enstitüsü
3. İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
4. SVFM : Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
5. APT : Arbitraj Fiyatlama Teorisi
6. TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi



GİRİŞ

Hisse senetlerinin fiyatları bir çok faktörden etkilenmektedir. Hisse senedi fiyatını etkileyen faktörler iki tür risk grubu içinde incelenebilir: 1.Sistemik risk, 2. Sistemik olmayan risk. Ekonomik faktörler, politik gelişmeler, finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar gibi unsurlar sistemik risk kapsamında incelenmektedir. Şirketlerin yönetim kademesi, mali durumları, pazar payları, rekabet güçleri, teknolojik durumları, faaliyette buldukları sektörlerin özellikleri gibi faktörler de sistemik olmayan risk grubunda yer almaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında, sistemik riskin toplam risk içindeki payı sistemik olmayan riske göre daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında, gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarına göre, daha fazla sayıda dalgalanma meydana gelmektedir.

Ekonomik gelişmelere karşı sermaye piyasası bazen aşırı tepki verebilmektedir. Hisse senetleri, sermaye piyasasındaki en riskli yatırım araçları olduğu için, ekonomik gelişmelere de en hızlı tepkiyi de bunlar vermektedir. Ülke ekonomisinin temel göstergelerinin hisse senetleri ile olan ilişkileri farklı yönlerdedir. Ekonomik faktörler her zaman hisse senetleri ile aynı yönde hareket etmeyebilir. Bu durum ekonomik faktörlerin hisse senetleri üzerindeki etkilerini ölçmeyi zorlaştırmaktadır. Çünkü ekonomik faktörlerdeki değişimlerin nedenleri çok çeşitli olabilir.

Bu çalışmanın temel amacı, İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin oluşan fiyatları üzerinde etkili olan ekonomik faktörleri belirlemektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

VE

HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ

1.1. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Hisse senetleri, sermaye piyasasında en riskli yatırım araçlarından biridir. Hisse senetlerinin, diğer yatırım araçlarına göre, daha riskli olmasının nedeni, yatırımcıya düzenli ve sabit bir getiri sağlamamasıdır. Hisse senedine yatırım yapan yatırımcı, belli bir dönem sonunda, hisse senedinden beklediği getiriye kesin olarak hesaplayamamaktadır.

Hisse senedi fiyatının oluşmasında çok sayıda faktör etkili olmaktadır. Bu faktörlerin bir kısmı hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilerken, bir kısım faktörler olumsuz etkilemektedir. Hisse senedi fiyatlarındaki değişimler, bu olumlu ve olumsuz faktörlerin, o dönemde sahip olduğu etki gücüne bağlıdır. Belirli bir dönemde, enflasyon oranının ve faiz oranlarının düşmesi, döviz kurları artış oranının yavaşlaması, ekonominin istikrarlı bir yapıya kavuşması vb. faktörler hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyecektir. Enflasyon oranının ve faiz oranlarının yükselmesi, döviz kurlarının artış oranının yükselmesi, siyasi konjonktürün dalgalanması vb. gibi faktörler ise, hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen diğer bir önemli unsur sermaye piyasasının yapısıdır. Sermaye piyasasının yapısı, hisse senedi fiyatları üzerinde spekülasyon ve manipülasyonun yoğun bir şekilde yapılmasına olanak tanıyacak nitelikte ise, hisse senedi fiyatlarında büyük dalgalanmalar görülebilir.

Hisse senedi piyasasında, spekülasyon ve manipülasyonların yoğun bir şekilde gerçekleşmesi, hisse senetlerinin gerçek değerlerinden sapmasına yol açmaktadır. Özellikle spekülörlerin hisse senedi piyasasına hakim olması, küçük tasarruf sahiplerinin ve kurumsal yatırımcıların, bu piyasadan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Küçük tasarruf sahiplerinin ve kurumsal yatırımcıların, hisse senedi piyasasından uzaklaşması, sermaye piyasasının temel işlevlerinden biri olan sermayeyi tabana yaymak işlevinin yeterli bir düzeyde yerine getirilmesini engellemektedir.

Diğer piyasalardaki gelişmeler de hisse senedi fiyatlarını olumlu veya olumsuz etkilemektedir. Mal piyasalarında, para piyasalarında ve dış ülkelerin finansal piyasalarında meydana gelen dalgalanmalar, hisse senedi piyasasında dalgalanmalara neden olabilmektedir.

Günümüzde, finansal piyasaların entegrasyona girmesi, özellikle finansal kriz dönemlerinde finansal piyasaların bir çoğunun aynı yönde hareket etmesine neden olmaktadır. Örneğin, 1998 yılı Ağustos ayında, Rusya'da başgösteren ekonomik krizden, dünya borsaları aynı yönde etkilenmiş; Amerika Dow Jones, Tokyo Nikkei ve İMKB tarihi düşüşler yaşamıştır. İMKB'de değer kaybı bir günde %13,6'yı bulmuştur. Finansal piyasaların entegrasyona girmesi, hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen dışsal faktörlerin gücünü arttırmaktadır.

Hisse senedi fiyatını etkileyen diğer bir önemli faktör, hisse senedi piyasasına, hisse senedini ihraç eden şirketle ilgili bilgilerdir. Özellikle şirketin mali durumu ve faaliyette bulunduğu sektördeki konumu, hisse senedinin fiyatının oluşumunda önemli rol oynamaktadır.

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen faktörler, bir sonraki konuda iki grup halinde ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

1.2. RİSK KAVRAMI

Bir yatırımcı, yatırımlarını etkileyebilecek faktörlerin, gelecek dönemlere ilişkin trendlerini, kesinkes saptayamıyor, fakat çeşitli verilere dayanarak tahminleyebiliyorsa, bu durum, yatırımcı için riskli bir durumu ifade etmektedir. Yatırımcının gelecek dönemlere ilişkin tahminlerinin doğru çıkmaması, büyük zararlara uğramasına neden olabilecektir.

Hisse senedinin fiyatını etkileyen ekonomik faktörler, politik faktörler ve hisse senedi piyasasındaki dalgalanmalar, sistematik risk kapsamında diğerleri ise, sistematik olmayan risk kapsamında incelenecektir.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin her biri, hisse senedine yatırım yapan veya yapacak olan yatırımcılar açısından bir risk unsurudur. Bu faktörlerdeki değişimler, hisse senedinin beklenen getirisini azaltacak veya arttıracaktır.

1.2.1. SİSTEMATİK RİSK

Sistematik riskler, ekonomik göstergelerdeki değişimlerden, politik gelişmelerden ve piyasalardaki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Sistematik riskler yatırımcılar tarafından kontrol edilemeyen değişkenlerdir. Sistematik riskler, genel olarak tüm hisse senedi fiyatlarını aynı yönde etkiler. Sistematik riskin hisse senedini etkileme derecesi ise hisse senedinin ait olduğu şirketin yapısına göre farklılaşabilmektedir ve mali yapısı güçlü olan şirketlerin sistematik riski, mali yapısı zayıf olan şirketlerin sistematik riskine göre daha düşüktür.

1.2.1.1. ENFLASYON RİSKİ

Enflasyon, en genel tanımıyla belli bir ekonomide, belli bir dönemde, fiyatlar genel seviyesinin artış hızının, normal kabul edilen bir orandan daha fazla olmasıdır. Fiyat artış hızında %2 ila 4'lük artışlar normal olarak kabul edilmektedir. Enflasyon oranının yükselmesinden en olumsuz etkilenen kesim sabit gelirli bireylerdir. Enflasyon oranının yükselmesi nedeniyle gelir dağılımı, sabit gelirliler aleyhine bozulur. Yüksek enflasyon oranları, ekonomideki kesimler arasında kaynak dağılımını bozar. Ülkedeki kaynaklar, ekonomiye pek fazla katkısı olmayan yatırım alanlarına akar, rant kesimi büyür, gelir dağılımı dengesi, sabit gelirli kesim aleyhine bozulur. Çünkü, rant kesimine akan tasarruflar, verimli yatırım alanlarına akmayacaktır. Böylece GSMH ve kişi başına düşen milli gelir reel olarak azalacaktır. Gelir dağılımının bozulması ülkedeki sosyal huzursuzlukları arttıracaktır.

Enflasyon, ülkenin kalkınması ve büyümesi için gerekli olan sabit yatırımların yapılmasını zorlaştıran en büyük engellerden biridir. Bu tür yatırımları gerçekleştirmek, hem uzun bir süreyi alır, hem de oldukça maliyetli olmaktadır. Enflasyon kaynak maliyetini artırdığı için, bu tür yatırımlar gerçek maliyetinin çok üstünde gerçekleştirilebilmektedir.

Ülke ekonomisinin kalkınması ve büyümesinde önemli bir rol oynayan sabit yatırımları yabancı sermaye katkısı olmadan gerçekleştirmek çok güçtür. Enflasyonist dönemlerde yurt içine giren yabancı sermaye miktarlarında azalışlar olabilir. Yabancı sermayenin ülke ekonomisine katılma koşullarından en önemlilerinden ikisi, ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrardır. Enflasyonist ortam, hem ekonomik istikrarı hem de siyasi istikrarı bozacağı için yabancı sermaye ülkeye gelmede çekingen davranabilmektedir(Karlık;1996:378-379).

Enflasyon, sermaye piyasalarının gelişmesinde en önemli engellerden biridir. Enflasyonist ortamlarda tahvillerin. ve faiz oranlarının reel getirisi azalır. Yükselen faiz oranları ise hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkiler. Şirketlerin dağıttıkları kar paylarının reel değerleri azalır(Türk;1997:94). Sermaye piyasası araçlarının reel getirisininin

azalması sermaye piyasası aracılığıyla üretim kesimine aktarılacak fonların azalmasına da neden olacak ve sermaye piyasası temel işlevlerinden birini yerine getiremeyecektir.

Enflasyonun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda akademik çevrelerde çeşitli tartışmalar, uzun süreden beri devam etmektedir. Bu konuda çeşitli görüşler ileri sürülmektedir. İleri sürülen görüşlerden biri, enflasyon firma karlarını arttırmakta, dolayısıyla dağıtılacak kar payları da artmaktadır. Diğer bir görüş göre, enflasyon oranı arttıkça, ekonomideki geleceğe dönük beklentilere ilişkin belirsizlik artacaktır. Belirsizliğin artması da, hisse senedi fiyatlarının gelecekteki değerlerini olumsuz etkileyecektir. Genel olarak kabul edilmektedir ki, ılımlı enflasyon oranlarında, menkul kıymetler içerisinde, enflasyona karşı en dayanıklı olanı hisse senetleridir(Akgüç;1994:838).

Birikim sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yapmaları, hisse senetlerinin beklenen getirilerine bağlı olacaktır(Çapanoğlu;1993:112). Yatırımcı, hisse senedinin beklenen getirisini, diğer yatırım araçlarının beklenen getirisinden daha yüksek olacağını tahmin ediyorsa, birikimini hisse senedi piyasasına aktaracaktır.

1.2.1.2. FAİZ ORANI RİSKİ

Faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranları yükseldiği zaman hisse senedi fiyatları düşmekte, faiz oranları düştüğü zaman hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Ancak faiz hadlerindeki değişimler, hisse senetlerinin tümünü aynı yönde etkilememektedir(Akgüç;1994:837). Faiz oranları borsa endeksini de ters yönlü olarak etkilemektedir. Faiz oranları düştükçe, piyasadaki likitide hisse senedi piyasasına kayacaktır. Ancak yüksek enflasyon oranına sahip olan ekonomilerde, döviz kurlarını baskı altında tutabilmek için, faiz oranlarının yüksek oranlarda tutulması, hisse senedi piyasasına aktarılan fon miktarlarının kısıtlı miktarlarda olmasına yol açmaktadır. Yüksek faiz oranları, piyasadaki likiditenin, kamu kesimine ve bankacılık sektörüne kaymasına neden olacaktır. Yüksek faiz oranları, kredi faiz oranlarının yükselmesine ve yatırımlar azalmasına neden olacaktır.

Belli bir ekonomide, belli dönemde, fiyatlar genel seviyesinde herhangi bir değişiklik görülmediğinde, diğer bir deyişle enflasyon oranı sıfır olduğunda, nominal faiz oranı ve reel faiz oranı birbirine eşit olmaktadır. Enflasyon oranı %6, nominal faiz oranı %10 ise, gerçek faiz oranının %4 olarak ele alınması ve yatırımcı karını bu doğrultuda hesaplaması ve kararını vermesi gerekir. Beklenen enflasyon oranı ile, nominal faiz oranları arasında aynı yönlü bir ilişki vardır(Stephen, Title;1986:90-91). Beklenen enflasyon oranı arttıkça, nominal faiz oranları da artacaktır. Beklenen enflasyon oranının yükselmesi reel faiz oranlarının azalmasına neden olacaktır

Kargı ve Terzi, 1986-1996 altıncı ayı döneminde, İMKB, enflasyon, faiz oranı ve reel sektör arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. İnceleme yöntemi olarak VAR modelleri kullanılmaktadır. İncelemenin sonucunda; hisse senedi piyasası ile reel sektör arasındaki ilişkinin güçlü olmadığı saptanmıştır. İMKB endeksinin, enflasyondaki değişmeleri açıklamakta yetersiz kaldığı saptanmıştır. Enflasyon oranındaki değişmelerle, faiz oranları arasında güçlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Enflasyon ile reel kesim arasında zayıf bir ilişki vardır. Türk hisse senedi piyasasında, hisse senetlerinin enflasyona karşı bir korunma aracı olarak kullanımında yetersiz kaldığı sonucuna varılmıştır(Kargı, Terzi;1997:37).

Piyasada faiz oranları yükselirken, merkez bankası reeskont oranlarını sabit tutar veya azaltırsa, bankaların merkez bankasından kaynak sağlama maliyetleri azalacaktır. Bankaların mevcut aşırı rezerv miktarı faiz oranlarıyla ters, reeskont oranlarıyla doğru orantılıdır. Aşırı rezerv miktarı nominal para arzı ile de ters yönlü ilişki içerisindedir. Bankaların mevcut kredi maliyetleri azaldığında, para arzı artacak, aşırı rezerv oranı da düşecektir(Parasız, İlker;1992:263).

Ekonomide, bankaların ve diğer kurumların, yatırımcılara sunacağı kredi arzı, faiz oranlarıyla doğru orantılıdır. Yatırımcıların kredi talebi ise faiz oranlarıyla ters orantılıdır. Faiz oranları yükseldikçe, kredi arzı artacak, kredi talebi azalacaktır. Faiz oranları düştükçe, kredi talebi artacak, kredi arzı azalacaktır(Miller, VanHoose;1993:138-139).

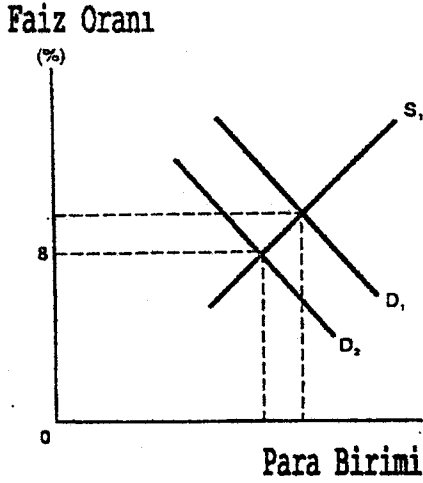
Faiz oranı, bir ekonomi içinde şu önemli işlevleri yerine getirir:

1. Dönemsel tasarrufların yatırımlara aktarılmasını sağlayarak, ekonomik büyümenin itici gücü olmaktadır.
2. En uygun kredi arz miktarını ve kredi miktarını belirlemektedir.
3. Ekonomideki para arzı ve para talebinin dengelenmesini sağlamaktadır.
4. Tasarrufların ve yatırımların dengelenmesi açısından, hükümet adına önemli bir politika aracıdır. Ekonominin büyüme hızı düşük ve işsizlik oranı yüksek ise, devlet, yatırım kredisi faiz oranlarının düşürülmesi yolu ile, borçlanmayı ve yatırım yapmayı özendirir(Rose;1983:120).

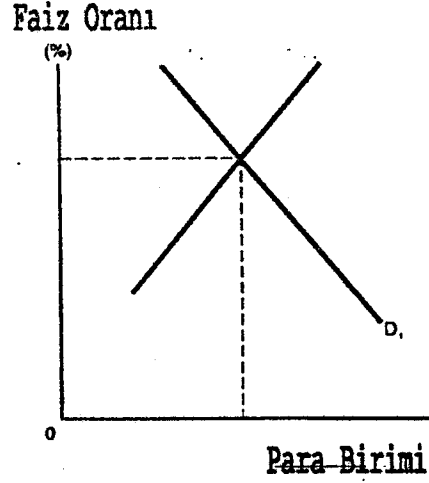
Para politikasının bir aracı olan para arzı ile hisse senedi fiyatları üzerinde etki yaratılması, bilinen bir yöntemdir. Para arzının arttırılması, hisse senedi fiyatlarını yukarıya, para arzının azaltılması ise hisse senedi fiyatlarını aşağıya çekecektir(Ritter,Silber;1991:540).

Para arzında bir değişiklik, faiz oranlarını iki yolla etkileyebilir. Birincisi, para arzında bir artış, hisse senetlerinin fiyatlarının artmasına, pazar faiz oranlarının düşmesine neden olur. Para arzında bir azalış ise, hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve pazar faiz oranının artmasına neden olur. İkincisi, para arzında bir artış, yatırımcılara aktarılacak ödünç verilebilir fon miktarını arttıracaktır. Ödünç verilebilir fonların artması, pazar faiz oranlarını düşürecektir. Para arzı daraltılırsa, yatırımcılara aktarılacak fonlarda bir azalış meydana gelecek ve pazar faiz oranı yükselecektir(Kidwell,Peterson,Blackwell;1993:783).

Tasarruflara ödenen faiz oranları, üreticilerin yatırım sermayesinden kazanmayı umdukları verim oranına ve birikimcilerin, tasarruflarını tüketim harcamalarına kullanacağı zaman dönemine dayanır. Yatırım projelerinden beklenen verim, yatırımcıların, birikim sahiplerine ödeyeceği faiz oranının üst limitini belirler. Birikim sahiplerinin tüketim harcamaları için zaman tercihi, yatırımcılar tarafından teklif edilen farklı faiz oranlarında ne kadar tüketim yapmaya istekli olduklarını belirler.



Şekil 1a: Düşük Riskli Tahvil Piyasası
Kaynak:Brigham;1992:102



Şekil 1b: Yüksek Riskli Tahvil Piyasası

Şekil 1a ve Şekil 1b iki farklı sermaye piyasasında, faiz oranlarının tespitinde fon arzının ve fon talebinin nasıl bir etkileşim içinde bulunduğunu göstermektedir. (K) olarak nitelenen mevcut faiz oranı, düşük riskli tahvillerin işlem gördüğü K piyasasında %6'dır. Söz konusu oran, gerek bu piyasadaki kredi talep edenler, gerek bu piyasaya kredi sunanlar açısından aynı değeri almaktadır. Yüksek riskli senetlerin işlem gördüğü L piyasasında faiz oranı(L) %6'dır. L piyasasında borçlanmak isteyenlerin katlanması gereken fon maliyeti, K piyasasına göre daha fazladır. Sermaye piyasalarının birbirinden yakından etkilendiklerinin unutulmaması gerekir. Mevcut faiz oranlarında yatırımcılar, L piyasasını tercih ettiklerinde %2'lik bir risk farkına katlanmak zorunda kalacaklardır. Kredi talebi azaldığında, kredi talep eğrisi T_1 , sola kayacak ve T_2 yeni kredi talep eğrisi olacaktır. Kredi talep eğrisinin sola kayması faiz oranlarını düşürecektir. Görüldüğü gibi herhangi bir piyasadaki denge durumuna göre değişebilen eğriler, diğer piyasa koşullarını da etkileyebilmektedir ve piyasalar arası sermaye transferine yol açmaktadır(Brigham;1992:102-103).

Faiz oranlarının gelecek dönemlerde izleyeceği trendi tahmin edebilmek için bir çok faktör göz önüne alınmalıdır. Enflasyon oranının yükselmesi(düşmesi), kamu kesimi borçlanma gereğinin artması(azalması), ülkeye giren yabancı sermaye

miktarlarındaki değişmeler, para arzındaki artışlar(azalışlar) faiz oranlarını etkileyen en önemli faktörlerdir.

Faiz oranları, hisse senetleri ve tahviller arasındaki rekabeti etkileyen en önemli unsurdur. Yalnızca iki piyasa, hisse senedi piyasası ve tahvil piyasası olduğu varsayıldığında, tahvil faiz oranları arttığında, tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini, hisse senedi piyasasından, tahvil piyasasına aktaracaktır. Bu durum, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürecektir(Brigham;1995:137). Tahvil faiz oranları azaldığında, tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasında hisse senedi piyasasına aktardığında, hisse senetlerine olan talep yükselecek ve hisse senedi fiyatları yükselecektir.

Herhangi bir yatırım yapılırken, bonolara ait ödenmeme riskinin bulunmaması, enflasyonla ilgili tahmini oranların saptanması ve ihtiyaç duyulan tahmini kazanç oranının belirlenmesi zorunludur. Ancak yatırım döneminin sonunda genelde beklenen ve gerçekleşen oranlar arasında önemli farklılıklar meydana geldiği görülmektedir. Bu nedenle de yatırımcılar, kısa dönemde likititesi yüksek değerlere yönelmeyi tercih etmektedirler. Bunlardan en önemlilerinden biri de, kısa vadeli hazine bonolarıdır(Alexander,Sharpe;1989:95-96).

1.2.1.3. DÖVİZ KURU

Döviz kuru, dövizin fiyatıdır. Döviz kuru, bir birim döviz birimine karşılık gelen ulusal para birimidir. Genellikle döviz kuru ile döviz arzı arasında aynı yönlü, döviz kuru ile döviz talebi arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Döviz arzının artmasını veya azalmasını etkileyen en önemli faktörlerden birisi de ekonomiye giren yabancı sermaye miktarı ve ekonomideki yabancı sermaye miktarı azalışıdır (Seyitoğlu,Halil;1991:121).

Herhangi bir döviz kurunun alış ve satış fiyatı arasındaki farka kur marjı denmektedir. Döviz piyasalarında bankalar ve döviz işlemleri yapan diğer kurumlar,

döviz alış kuru ile döviz satış kurunu ayrı ayrı belirlerler. Bu kurumlar döviz alış kuru ile döviz satış kurunu ayrı ayrı belirledikleri için döviz işlemlerine herhangi bir komisyon oranı uygulamazlar. Kur marjı yüzde ile ifade edildiğinde, diğer varlıkların getiri oranlarıyla karşılaştırma olanağını buluruz. Kur marjı formül olarak şöyle ifade edilebilir: Kur Marjı Yüzdesi = $[(Ps - Pa)/Pa] * 100$. Ps: döviz kuru satış fiyatı, Pa: döviz alış kuru. Döviz piyasasında işlem hacmi yüksek olan dövizlerin, kur marjı düşüktür. Kur marjını etkileyen en önemli faktörlerden birisi döviz piyasalarında meydana gelen dalgalanmalardır(Seyitoğlu;1994:59).

Günümüzde ülkelerin büyük bir bölümü serbest döviz kuru sistemini uygulamaktadır. Serbest döviz kuru sisteminde zaman zaman döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar meydana gelebilmektedir. Dalgalanmaların şiddetini azaltabilmek amacıyla, merkez bankası tarafından, piyasaya döviz satılır ve piyasadan döviz alınır. Merkez bankasının dövizle yönelik müdahaleleri, döviz kurunu ya enflasyon oranının altında ya da döviz kuru artış hızını belli bir oranda tutma yönünde olabilir(Uluatam;1993:441). Döviz kuru artış hızının enflasyon oranının altında tutulması, ulusal para biriminin aşırı değerlenmesine neden olabilir. Ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, söz konusu ülkenin ihracatının azalmasına, ithalatın artmasına neden olacaktır. İhracatın azalması, ithalatın artması, söz konusu ülkenin dış ticaret dengesini bozacaktır. Dış ticaret açığı büyüyecektir.

Genel olarak döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında, ters yönlü bir ilişki vardır. Döviz kurları arttıkça hisse senedi fiyatları düşecek, döviz kurları düştükçe, hisse senedi fiyatları artacaktır. Döviz kurlarının artması, yerli para biriminin değerinin azalması anlamına gelmektedir. Yerli para biriminin değerinin azalması, hisse senedinin reel getirisini de azaltacaktır. Döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ters yönlü ilişkinin duyarlılığı, hükümetlerin izlediği döviz kuru politikasına bağlıdır.

1.2.1.4. POLİTİK RİSK

Ülke ekonomisinin istikrarlı bir trend izlemesinde politik istikrar, en başta gelen faktörlerden biridir. Sık sık hükümet değişikliklerinin meydana gelmesi, siyasi istikrarın sağlanamaması ekonomiyi dolayısıyla sermaye piyasalarını da olumsuz etkileyecektir. Siyasi istikrar sağlanmadan ekonomik istikrarın sağlanamayacağı açıktır. Siyasi istikrarsızlığın olduğu dönemlerde, ekonominin sağlıklı büyümesini sağlayacak, uzun dönemli kararlar uygulamaya konulamayacağı için, ekonominin ve piyasanın, geleceğe ilişkin beklentilerinde belirsizliğin payı artacaktır. Hisse senedi fiyatları genel olarak, politik risklere karşı oldukça duyarlıdır. Savaşın başlaması, devlet başkanının ölmesi, hükümetin seçimi kaybetmesi, hükümet krizleri vb. gibi unsurlar, hisse senetleri fiyatlarında çok kısa bir süre içerisinde önemli düşüşler meydana getirebilir. Sistemik riskler içinde sayılan, enflasyon riski, faiz oranı riski, döviz kuru riskinin azalması politik riskin azalmasına bağlıdır.

1.2.1.5. PİYASA RİSKİ

Hisse senetlerinin fiyatlarında zaman zaman dalgalanmalar meydana gelmektedir. Bu dalgalanmaların nedenleri çok çeşitlidir. Menkul kıymetler borsasında, spekülasyon hareketleri, manipülasyon, seçim ekonomisi uygulamaları, diğer sermaye piyasalarındaki dalgalanmalar, vb. gelişmeler hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaların nedeni olabilir. Yatırımcı mevcut portföyünü çeşitlendirerek piyasa riskini azaltması çok zordur. Menkul kıymetlerin büyük kısmı piyasa riskine karşı aynı yönde hareket etmektedirler. Finansal piyasaların entegrasyonlaşmaya başlamasıyla birlikte, finansal piyasaların herhangi birinde meydana gelebilecek bir kriz, finansal entegrasyona dahil finansal piyasalarda da önemli dalgalanmalara yol açabilmektedir. Finansal piyasaların entegrasyonu, piyasa riskini yükseltmiştir. Çünkü bu entegrasyona dahil finansal piyasalar, ekonomik ve finansal krizlere aynı yönde tepki vermektedirler.

Liljebloom ve Stenius; Finlandiya menkul kıymetler borsasında, 1920-1991 dönemini incelemişlerdir. İncelemelerinde endüstriyel üretim, para arzı (M_2), tüketici

fiyat endeksi dış ticaretteki dalgalanmayı ölçen bir endeksi (ithalat fiyat endeksinin ihracat fiyat endeksine bölünmesiyle bulunan değer) ve Finlandiya borsasının aylık kapanış değerlerini, incelemelerine değişken olarak almışlardır. İncelemeleri sonucunda, ekonomik faktörlerdeki dalgalanmalarla, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmalar ile makro ekonomik faktörlerdeki dalgalanmalar ile kuvvetli bir ilişkisi olduğunu saptamışlardır. Makro ekonomik faktörlerdeki dalgalanmaların hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaları, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaların makro ekonomik faktörleri etkilediği sonucuna varmışlardır(Liljeblom,Stenius;1997:425).

Urgan, gelişen hisse senedi piyasalarında sistematik riskleri incelemiştir. İnceleme dönemi olarak, 1995 Aralık ve 2 Ekim 1996 dönemi alınmıştır. Yöntem olarak risk getiri analizi kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda, gelişen hisse senedi piyasalarında, yatırımların, gelişmiş hisse senedi piyasalarına göre iki kat daha riskli olduğu sonucuna varılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde, yerel para cinsinden sistematik risk değişim katsayısının 9,707, gelişmekte olan ülkelerde sistematik riskin 7,112 olduğunu saptamışlardır. Ortalama risk bakımından, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre 2 kat, yerel pay cinsinden ise gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş olan ülkelere göre 1,4 kat daha riskli olduğu saptanmıştır. Bu sonuçlara göre, yerli yatırımcılar, yabancı yatırımlara göre az riskle karşı karşıyadır(Urgan;1997:56-57-58).

Yılmaz, 1988-1996 dönemini inceleyerek, Türk hisse senedi piyasasında; hisse senedi fiyat ayrılıklarını incelemiştir. İnceleme döneminde İMKB Bileşik Endeksinin günlük kapanış değerleri veri olarak alınmıştır. İnceleme sonucunda, hisse senedi getirilerinin 2-4 aylık dönemde istikrarlı bir seyir izlediği, uzun vadede hisse senedi getirilerinin çarpıklığının arttığını tespit etmiştir(Yılmaz;1997:43).

1.2.2. SİSTEMATİK OLMAYAN RİSKLER

Sistematik olmayan riskler, hisse senedini ihraç eden şirketin mali durumu, yönetim kademesi, sektördeki payı gibi bilgilerin analizi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

1.2.2.1. FİNANSAL RİSK

Firmanın mevcut finansal yapısı finansal riski oluşturmaktadır. Firmanın sabit yükümlülükleri büyüdükçe finansal riski de büyücektir. Çünkü sabit yükümlülükler arttıkça, bu yükümlülükleri yerine getirmek için daha fazla kaynağa gereksinim duyulacaktır. Uzun süreli borçları ödeyemeden doğan tasfiye riski, iflas riski gibi risklerin artması hisse senetlerinin değeri üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Sabit yükümlülüklerin artması, faiz ödemelerini de arttıracak ve hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kar payları da olumsuz etkilenebilecektir. Diğer yandan sabit yükümlülüklerin artması, firmanın özsermaye karlılığını da arttırmaktadır. Sabit yükümlülüklerin artması, özsermayenin başka yatırım alanlarında, daha kârlı bir şekilde kullanılmasına olanak tanır. İşletmenin finansal riskini etkileyen bir diğer unsur kısa vadeli borçlardır. İşletmenin toplam borçlarının, özsermayesinin çok üzerinde olması, gelecek dönemlerde borç ödeme gücünün düşmesine neden olabilir. İşletmenin mali yapısı içerisinde alacakları ile borçları arasındaki süre uyumu da özenle değerlendirilmesi gereken bir diğer önemli husustur. Alacaklarını vadesinde tahsil edemeyen bir işletme, borçlarını ödeyebilmek için başka kaynaklar bulmak zorunda kalacaktır. Kısa süreli borçların artması, işletmenin aktifindeki likidite değerlerinin artmasına yol açacaktır. Böylece, işletme elindeki likit değerlerini, başka yatırım alanlarında kullanamayacaktır.

Firmanın kârlılığı ve dönem içindeki nakit akımları hisse senedi fiyatını da etkilemektedir. Firmanın kârlılığı arttıkça, firmanın hisse senedi fiyatı yükselecektir. Firmanın, faaliyet dönemi sonunda, yarattığı nakit tutarının yükselmesi(azalması), firmanın hisse senedi fiyatlarını da yükseltecek(düşürecek)tir. Firmanın kârlılığı ve nakit yaratma gücü de büyük ölçüde ülke ekonomisinin gösterdiği gelişmeye bağlıdır. Böylece hisse senedine olan talep; firma kârlılığı ve nakit yaratma gücü yüksek olan firmalara yönelecektir(Reilly;1994:411).

1.2.2.2. YÖNETİM RİSKİ

Yönetim riski değerlendirilmesi en zor risklerden biridir. Yönetim kademesinin başarısızlıkları sayısal olarak ölçülememektedir. Firmanın yönetiminde yapılan hatalar işletmenin bütününe olumsuz etkileyecektir. Firmanın hisse senedinin değeri de olumsuz etkilenecektir. Yönetim hataları bir çok nedenden kaynaklanabilir. Firmanın yönetiminde gerekli özenin gösterilmemesi, mali yapının sağlıklı bir şekilde oluşturulamaması, geleceğe yönelik isabetli tahminlerin yapılamaması, gibi etkenler yönetim hatalarının bir kısmıdır.

1.2.2.3. FAALİYET RİSKİ

Faaliyet riski firmanın kontrol edebilmesi en zor değişkenlerden biridir. Faaliyet riski büyük ölçüde firmanın dışındaki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Firmanın müşteri kitlesinin tercihlerinde meydana gelen değişimler, firmanın faaliyette bulunduğu endüstri dalında meydana gelen teknolojik gelişmeler ve firmanın yeni teknolojiye adapte olabilme yeteneği, faaliyette bulunulan sektörde rekabetin artması, yeni firmaların piyasaya girmesi, firma çalışanlarının greve gitmeleri faaliyet risklerine örnek olarak verilebilir.

Firmaların kullandığı teknoloji de hisse senedi fiyatları üzerinde etkilidir. Ekonomik faaliyetlerin canlı olduğu dönemde sermaye yoğun işletmeler, emek yoğun işletmelere göre, ekonomik faaliyetlerin durgunlaştığı zamanda emek yoğun işletmeler sermaye yoğun işletmelere göre daha avantajlıdır(Çapanoğlu;1993:115). Ekonomik faaliyetlerin canlı olduğu dönemlerde, sermaye yoğun işletmeler, artan talebe karşılık üretim kapasitelerini daha kolay arttırmaktadır. Fakat, ekonominin durgunlaştığı dönemlerde, mal ve hizmetlere olan talep azalacağı için, firmaların üretim kapasiteleri de düşecektir. Sermaye yoğun işletmelerin, sabit giderlerinin, emek yoğun işletmelere göre fazla olması, sermaye yoğun işletmelerin zararlarını büyütecektir.

1.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Hisse senedi fiyatı belirlemeye yönelik ve hisse senedinin fiyatının etkilerini inceleyen bir çok yöntemler geliştirilmiştir. Bu değerlendirme yöntemlerinin temel amacı hisse senedi fiyatının gerçek değerini saptamaktır. Menkul kıymet borsalarında hisse senetlerinin fiyatları, bazı dönemlerde yükselmekte veya düşmektedir. Hisse senedi fiyatlarında meydana gelen, dalgalanmalar, hisse senedinin fiyatını gerçek değerinden uzaklaştırabilmektedir. Hisse senedi değerlendirme yöntemlerinin temelinde, hisse senedinin gerçek değeri üzerinde, hisse senedinin getirisi ile hisse senedinin sahip olduğu risk derecesinin oldukça önemli olduğu düşüncesi yatmaktadır. Hisse senedinin risk derecesi, yüksek ise hisse senedinden beklenen getiri artacaktır.

1.3.1. TEKNİK ANALİZ

Teknik analiz yönteminde, geçmiş dönemlere ait hisse senedi fiyat hareketleri baz alınarak, hisse senedi fiyatının gelecek dönemlerde nasıl bir gelişme göstereceği tahminlenmeye çalışılır. Teknik analiz yönteminde, hisse senedi değerlemesi, hisse senedi fiyatının izlediği trend ve menkul kıymet borsasına kote olan hisse senedi sayısı dikkate alınarak yapılır. Teknik analiz yönteminde, hisse senedi değerlendirme bazı varsayımlara göre yapılmaktadır. Bu varsayımlar:

1. Hisse senedinin fiyatı, menkul kıymetler borsasındaki arz ve talebe göre belirlenmektedir.
2. Hisse senedinin fiyatı, hisse senedi fiyatını etkileyen tüm unsurları içermektedir.
3. Hisse senedinin fiyatını etkileyen faktörleri ayrıca incelemeye gerek yoktur.
4. Hisse senedi fiyatının izlediği trend, hisse senedi fiyatında küçük dalgalanmalar olsa da trend genel hatlarıyla bellidir.

Hisse senedi fiyatının izlediği trend genel hatlarıyla bellidir; fakat, bu trend hisse senedi fiyatının yeni bir trend izlemeye başlamasıyla birlikte son bulur (Akgüç;1994:834).

Teknik analiz yönteminde hisse senedi piyasasının mevcut durumu ve bu piyasada fiyat hareketlerinin ne yönde gelişeceği hususunda durulmaktadır. Hisse senedini piyasaya ihraç eden firmanın ayrıntılı bir analizi yapılmamaktadır. Teknik analiz yöntemi bugün de en çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinden birisidir. Bunu nedeni teknik analiz yönteminin uygulamasının son derece kolay olmasıdır(Sarıkamış, 1995:304). Teknik analiz yönteminin, sadece, hisse senedinin fiyat trendini dikkate alması, hisse senedinin fiyatını etkileyen faktörleri ayrıca incelememesi, özellikle, ekonomik kriz ve finansal kriz dönemlerinde, bu yöntemin yanıltıcı sonuçlar vermesine neden olabilmektedir. Özellikle, kriz dönemlerinde, hisse senedi fiyatlarında büyük dalgalanmalar olabilmektedir. Teknik analiz yönteminin, sadece fiyat trendlerini incelemesiyle, yatırımcıları, kriz döneminden önce uyardı, zaman zaman yetersiz kaldığı görülebilmektedir.

Teknik analizin temel amacı, hisse senetlerinin yükselebileceği en yüksek fiyat düzeylerini veya hisse senetlerinin fiyatlarının düşebileceği en düşük düzeylerini tahmin ederek, hisse senetlerinin alım satım zamanlarını tespit etmektir(Taner,Polat;1992:211).

Üreten, Özçam, Türkiye’de hisse senedine yatırım yapanların teknik analiz yöntemini ne ölçüde uyguladıklarını incelemiştir. 112 anket formu değerlendirmeye alınmıştır. Anket formlarının inceleme sonuçlarına göre; 112 kişiden, 107’sinin cevabı şöyle olmuştur:

Teknik analizi hiç kullanmayan kişi sayısı	→ 13
Teknik analizi az kullananlar	→ 20
Teknik analizi bazen kullananlar	→ 50
Teknik analizi sık kullananlar	→ 24

Teknik analize bakış açısı: 112 kişiden 118’inin verdiği cevaplar;

Teknik analizi rasyonel bulan kişi sayısı	→ 27
Teknik analizi psikolojik bulan kişi sayısı	→ 31
Teknik analizi dikkate almaya değer bulan kişi sayısı	→ 47
Teknik analizi anlamsız bulan kişi sayısı	→ 6

Bu sonuçlara göre, Türk hisse senedi yatırımcısının, teknik analiz yöntemini bazen kullandığı ortaya çıkmıştır. Türk hisse senedi yatırımcısının bakış açısında, bu yöntemi dikkate almaya değer bulanların sayısının fazla olduğunu saptamışlardır (Üreten, Özçam;1996:213).

1.3.2. TEMEL ANALİZ

Temel analiz yaklaşımında ilk önce hisse senetlerinin gerçek değerlerinin hesaplanması gerekmektedir. Temel analiz yönteminde hisse senedinin gerçek değeri, ekonominin, endüstrinin ve şirketin kapsamlı bir analizi sonucunda ortaya çıkmaktadır(Ceylan,Korkmaz;1993:168).

Temel analiz yönteminde, hisse senedini piyasaya ihraç eden şirket, ülke ekonomisindeki gelişmeler, sektörlerin gösterdikleri performans, dikkate alınarak analiz yapılır. Temel analizin içeriği oldukça kapsamlıdır. Temel analiz yoluyla hisse senedi değerlemesi yapmak uzun sürmektedir. Şirket analizinde, şirketin yönetimi, mali durumu, pazar payı, faaliyet gösterdiği sektördeki durumu, rakipleriyle rekabet gücü vb bilgiler toplanıp, şirketin bugünkü durumu saptanır ve gelecekteki durumu tahminlenmeye çalışılır. Sektör analizinde, şirketin faaliyette bulunduğu sektörün, ekonomik konjonktürlerden etkilenme derecesi saptanmaya çalışılır. Sektörde bulunan firmanın büyümesi, önemli ölçüde sektördeki gelişmelere bağlıdır. Ekonominin analizinde ise, döviz kurları, faiz oranları, enflasyon oranı, kamu harcamaları, yapılan ve yapılacak özelleştirmeler vb. değişkenler incelendikten sonra ekonominin o anki durumu saptanır ve gelecekteki durumu hakkında tahminler yapılır(Karslı;1989:428). Şirket analizi, sektör analizi, ve ekonominin analizinden sonra, saptanan hisse senedinin gerçek değeri ile piyasa değeri karşılaştırılarak yatırım yapma veya yapmama kararı alınır.

1.4. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ

Hisse senedinin gelecek dönemdeki fiyatının tespitinde bir çok model ortaya atılmıştır. Bu bölümde, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlandırma modeli ve etkin piyasalar kuramı olmak üzere üç model üzerinde durulacaktır.

1.4.1. SERMAYE VARLIKLARINI FİYATLANDIRMA MODELİ (SVFM)

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinde hisse senedinin gelecek dönemlerde beklenen getirileri ile hisse senedinin taşıdığı risk arasındaki ilişki saptanmaya çalışılır. Genel olarak risk arttıkça getiri de artacaktır. SVFM yalnızca portföy oluşturmada değil, bir menkul kıymete de uygulanabilir. SVFM'nin dayandığı varsayımlar şöyledir:

1. Piyasadaki alıcı ve satıcı sayısı, piyasa fiyatını etkileyemeyecek kadar çok sayıdadır.
2. Piyasada, risksiz faiz oranı üzerinden borçlanma miktarında hiçbir sınırlama yoktur.
3. Menkul kıymetlerin satın alınmasında herhangi bir alt sınır yoktur. Menkul kıymetler arzu edildiği kadar küçük miktarlarda satın alınabilmektedir.
4. Menkul kıymetlerin alım satım işlemlerine ilişkin giderler hiç yoktur. Ayrıca menkul kıymetlerle ilgili hiçbir vergi yoktur.
5. Yatırımcı henüz sahip olmadığı menkul kıymeti satabilir, daha sonra satın aldığı menkul kıymetleri teslim etme imkanına sahiptir. Böylece elindeki menkul kıymetleri yüksek fiyattan satıp, ucuza alma imkanına sahip olmuş olmaktadır (Ceylan;1993:134-135).

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinde iki türlü riskin ölçümü söz konusudur: 1. Toplam Risk, 2. Beta Katsayısı. Beta katsayısı, hisse senedi

fiyatlamasında, toplam risk ölçümüne göre daha iyi sonuç verir: Beta katsayısı nispi bir sistematik riski ifade eder. Beta katsayısının yükselmesi, hisse senedinden beklenen verimi de arttıracaktır(Fabozzi,Modigliani;1995:142).

Beta katsayısı hisse senedinin pay senedinin veriminin, tüm piyasanın verimine karşı nasıl bir gelişme gösterdiğini ortaya çıkarır. Beta katsayısı sistematik riski ölçen bir katsayıdır. Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinde sistematik olmayan risklerin, yatırımcının portföyünü çeşitlendirilmesi yoluyla hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin kaldırabileceği düşüncesi kabul edilmektedir.

Bir varlığın beta katsayısı, varlığın toplam riski ve varlığın piyasa getirileri ile, varlığın pazar verimlerine ilişkin korelasyonu ile belirlenir. Varlığın fiyatı, piyasadaki fiyat dalgalanmalarından, daha fazla dalgalanıyorsa, düşük bir korelasyon yüksek bir beta katsayısı üretir. İki varlığın piyasa korelasyonları çok farklı olsa bile iki varlık aynı beta katsayısına sahip olabilir. Yüksek bir korelasyon, daha düşük bir toplam riskle nötrleştirilebilir(Bohren;1997:310).

Pazar portföyü ($\beta = 1$) ile aynı riske sahip, riskli bir yatırımcı, Pazar portföyünün verimi oranına eşit bir verim oranı bekleyecektir. Risksiz bir portföyü ($\beta=0$) olan bir yatırımcı, risksiz varlıkların verim oranı kadar verim oranı elde edecektir. Eğer yatırımcının portföyü, riskli ve risksiz varlıklardan oluşuyorsa, bu karma portföyün riski :

$\beta_p = (1 - X)*0 + X*1$ şeklinde hesaplanır.(β_p = portföy betası, Pazar portföyünün betasının ve risksiz portföyün betasının ağırlıklı ortalaması, X, risksiz portföy miktarı, 1 - X riskli portföy miktarı)(Fabozzi,Modigliani;1995:142).

Bir menkul kıymetin getirisi menkul kıymet doğrusunun üzerindeyse menkul kıymetler düşük değerlendirilmiş, eğer menkul kıymetin getirisi menkul kıymet doğrusunun altında ise menkul kıymet aşırı değerlendirilmiş demektir. Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinde hisse senedinin fiyatını belirlemede temel etken gelecek dönemlerde

ödenecek kar paylarının bugünkü değeridir(Çapanoğlu;1993:126).

1.4.2. ARBİTRAJ FİYATLAMA TEORİSİ (APT)

Arbitraj fiyatlama kuramında tek fiyat kanunu geçerlidir. Beta katsayısı aynı olan iki hisse senedinin getirileri de aynı olacaktır. Arbitraj fiyatlama kuramında, enflasyon, firmanın faaliyette bulunduğu sektördeki üretime duyarlılığı, yatırımcının risk olgusu, işletmeye ait mikro faktörlerin hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olduğunu kabul eder. Ayrıca bu kuram, hiç bir yatırımcının hisse senetlerinden sağlayacağı kazancını sınırsız bir şekilde arttıramayacağını savunur(Ceylan;1993:141).

Arbitraj fiyatlamasının temelinde, hisse senetleri üzerinde arbitraj olmaması yatar. Arbitraj fiyatlamasında, bütün riskli varlıkları ya da pazar portföyünü tanımlamaya gerek yoktur. Arbitraj fiyatlama modelini bir grup üzerinde test etmek daha uygun olur. Daha büyük bir hisse senedi grubu için APT modeli daha fazla etki içerip, daha küçük hisse senedi grupları için uygun olan APT modelinden farklı olmak zorundadır (Elton,Gruber;1991:374).

Özçam, 1989-1995 döneminde arbitraj fiyatlama teorisini tahminlemiştir. İnceleme değişkenleri olarak, İMKB'de işlem gören 54 adet hisse senedinin getirisi, sanayi ve tüketici fiyat endeksi, para arzı, bütçe dengesi, döviz kurları, cari işlemler dengesi ve hazine bonusu faiz oranları alınmıştır. Para arzı ve döviz kuru dışında diğer ekonomik faktörlerin, hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünün yeterli olduğu sonucuna varılmıştır. Makro ekonomik faktörlerdeki değişmelerin duyarlılık katsayıları ve risk primleri de anlamlı bulunmuştur. Makro ekonomik faktörlerin beklenen değişmeleri ile ilgili katsayıların anlamlı bulunması Türk hisse senedi piyasasının bilgisel olarak etkin olmadığı izlenimi vermiştir(Özçam;1997:149).

1.4.3. ETKİN PİYASA KURAMI

Etkin sermaye pazarı kavramı, 1960'lerden beri, akademik literatüre hakim olan değerlendirme yöntemlerinden birisidir. Etkin piyasalar ifadesi farklı zamanlarda farklı anlamlara gelebilmesine rağmen, finans literatüründe çok spesifik bir anlama sahiptir. Etkin piyasalarda, hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek her türlü bilgi, kamuya açıktır. Etkin piyasalar hipotezinin zayıf formunda, hiçbir yatırımcının, hisse senetlerinin geçmiş dönemlerine ait fiyat trendlerini inceleyip, gelecek dönemlerde fiyatı yükselbilecek, hisse senetlerini seçemeyeceğini ve, aşırı kar sağlayamayacağını kabul eder. Hisse senetlerine ait geçmiş fiyat trendleri herkes tarafından bilinmekte olduğu için, yatırımcıların bu bilgiyle bir üstünlük sağlayamayacaklardır. Ayrıca, bugünkü hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesinde yatırımcıların bilgisi kullanılmıştır (Schall,Haley;1991:143)

Etkin piyasaların yarı güçlü formunda bugünkü hisse senetlerinin fiyatlarının oluşmasında etkili olan bilgiler test edilir. Firmalarla, endüstriyle, sermaye piyasası, ve ekonomiyle ilgili iyi ve kötü bilgiler, piyasaya sürekli olarak rassal bir şekilde geldiği için bu bilgiler fiyatların içine dahil oldukça, fiyatların da rassal bir düzende hareket etmesi gerekir(Sidney,Roger, Frank;1988:23). Etkin piyasalar hipotezinin güçlü formunda, hisse senedinin bugünkü ve geçmiş dönemlerdeki oluşmuş fiyatlarına etki eden bilgiler analiz edilir ve yatırımcının elde edebileceği aşırı kar miktarı tespit edilir(Elton,Gruber;1991:399).

Güçlü formda hisse senedi fiyatları, hisse senedi piyasasında her türlü özel bilgiyi yansıtmaktadır. Güçlü formda, hisse senetleri, şirketlere ait özel bilgiler üzerinde durulmaktadır. Çünkü, şirketlere ait özel bilgiler kamuya açıklanmamaktadır. Şirket hakkında özel bilgiye sahip olanlar, şirketten hisse senedinin fiyatı yükselmeden önce satın almakta ve hisse senedinin fiyatı düşmeye başlayınca satmakta ve büyük kârlar elde etmektedirler. Eğer hisse senedi piyasası güçlü formda etkinse, bu özel bilgiler çok kısa bir sürede fiyatlara yansıtacaktır ve bu özel bilgilere sahip olanlar bir avantaj sağlayamayacaktır(Ceylan, Korkmaz;1993:136).

Etkin piyasa kuramında, hisse senedi alım-satımı ile ilgili hiç bir gider yoktur. Yatırımcılar piyasa hakkında her türlü bilgiyi, hiç bir maliyete katlanmadan elde ederler. Piyasadaki mevcut ve, piyasaysa yeni giren bilgiler, tüm yatırımcılar tarafından aynı şekilde yorumlanmalıdır. Piyasadaki tüm yatırımcılar rasyonel karar vereceklerdir.

Etkin piyasalarda fiyatlar, piyasadaki bilgiler sonucunda değişmektedir. Hisse senetlerinin fiyatları rassal olarak değişmektedir. Etkin piyasa teorisine göre, hisse senedinde meydana gelen fiyat değişimlerinin sistematik olmadığını savunmaktadır. Bu nedenle etkin piyasada, hisse senedin çeşitli yöntemlere göre veya tesadüfi olarak seçilmesi durumunda hisse senedinin beklenen getirisi aynı olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezi, temel ve teknik analizin geçersizliğini ileri sürmektedir. Etkin piyasalar kuramı, fiyatlar tesadüfen oluştuğu ve bugünkü fiyatların üzerinde geçmiş fiyatların hiçbir etkisi olmadığını savunmaktadır.

Kıyılar, 1988 - 1994 dönemini baz alarak, 45 firma üzerinde otokorelasyon testi, run testi ve filtre kuralı testini kullanarak İMKB'nin zayıf formda pazar etkinliğini incelediği çalışmasında, İMKB'nin, zayıf formda etkin olmadığı sonucuna varmıştır. İMKB'de oluşan hisse senedi fiyatlarının tesadüfi olarak oluşmadığını saptamıştır(Kıyılar;1997:135).

Kocaman, İMKB'nin pazar etkinliğini incelediği çalışmasında vardığı sonuçlar:

1. 1993 yılında İMKB'de spekülasyon yoğun bir şekilde yaşanmıştır.
2. 1993 yılının ikinci yarısından itibaren, İMKB Endeksi politik gelişmelere bağlı olarak gelişmiştir.
3. 1993 ikinci yarısından itibaren, hisse senedi fiyatlarının topluca yükselmesi, bilançoların etkisini nötrleştirmiştir.
4. 1993 yılında İMKB'nin işlem hacmi yetersizdir. Kocaman, bu bilgilerin neticesinde, İMKB'nin etkin bir Pazar yapısına sahip olmadığını saptamıştır(Kocaman; 1995:204)

İKİNCİ BÖLÜM

1990 - 1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Bu bölümde önce 1990-1998 döneminde makro ekonomik faktörlerin gelişimi incelenecektir. Daha sonra makro ekonomik faktörler ve İMKB bileşik endeksinin gelişimi yıllar itibariyle birlikte incelenecektir.

2.1. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ

Bu bölümde, öncelikle 1990-1998 döneminde yıllar itibariyle makro ekonomik faktörlerin gelişimi incelenecektir. İncelenecek makro ekonomik faktörler: TÜFE, mevduat faiz oranları, ABD doları ve M1”dir.

2.1.1. 1990 - 1993 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ

1991 yılında, Körfez Savaşı'nın başlaması, yapılan erken seçim ve seçim ekonomisi uygulamalarının, ekonomik göstergeler üzerinde bir takım olumsuz sonuçlar doğurmuştur(TCMB;1991:9:Yıllık Rapor). Kamu açıkları 1991 yılında, %12,6 gibi önemli bir orana yükselmiştir. Kamu açıklarının artması, piyasadaki faiz oranlarının yükselmesine ve borçlanma vadelerinin kısılmasına neden olmuştur(TCMB;1991:11,Yıllık Rapor).

Piyasaya ihraç edilen iç borçlanma senetlerinde, hazine bonosunun payı %75, devlet tahvillerinin payı %25 olmuştur(TCMB;1991:20,Yıllık rapor). İç borçlanma senetleri içinde hazine bonosunun payının artması, borçlanma vadelerinin kısılmasına neden olmuştur.

1991 yılı sonunda vadeli mevduat faiz oranları, 1990 yılı aralık ayına göre önemli oranda artmıştır(tablo 4). 1991 yılında kamu açıklarının artması nedeniyle, iç borçlanma senetlerinin vadelerinin kısalması, vadeli mevduat faiz oranlarını da yükseltmiştir.

1991 yılında, körfez savaşının başlaması, petrol fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Petrol fiyatlarının yükselmesi; 1991 yıl sonu itibariyle, fiyatlar genel seviyesinde 1990 yılının son ayına göre önemli oranda artış göstermiştir(Tablo 3).

Tablo 2 incelendiğinde, Merkez Bankası ABD doları satış kurunun 1991 yılında, 1990 yılına göre önemli oranda arttığı görülmektedir. ABD dolarının 1991 yılında, 1990 yılına göre önemli oranda artmasının nedeni, 1991 yılında yurt dışına çıkan sıcak para akımıdır. 1989 yılında Türk Lirasının konvertibl olması, firmaların dövizle borçlanma imkanları genişletilmiştir. Ancak faiz oranlarının yüksek olması ve döviz kurları artış hızının enflasyon oranının artış altında artması, ülkeye giren sıcak para miktarının arttırmıştır. Çünkü, yabancı yatırımcılara uluslararası sermaye piyasasındaki faiz oranlarından daha yüksek faiz oranları sunulmuştur. Ancak sıcak paranın yurt içinde verimli yatırım alanlarında kullanılması sağlanamamıştır. Sıcak para spekülatif yatırım alanlarında kullanılmıştır. Uluslararası finansal serbestleşme, Türkiye'de ekonomi politikalarının etkinliğini azaltmıştır. İhracat azalmış, ithalat artmıştır. Böylece dış borç artmış, ve alınan dış borçlar da iç borçların finansmanında kullanılmıştır.

1992 yılında da, Hazine tarafından piyasaya ihraç edilen iç borçlanma senetleri içinde, hazine bonosu, devlet tahviline göre daha fazla pay sahibi olmuştur. 1991 yılında, iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarında 1991 yılına göre yaklaşık 5 puanlık bir artış göstermiştir(TCMB;1992:66;Yıllık Rapor).

Tablo 4 incelendiğinde, vadeli mevduat faiz oranları, 1992 yıl sonu itibariyle, 1991 yılının son ayına göre önemli bir değişme göstermemiştir. 1992 yılında vadeli mevduat faiz oranları, 1991 yılına göre daha istikrarlı bir trend izlemiştir.

Tablo 3 incelendiğinde, TÜFE'nin, 1992 yılında, 1990 ve 1991 yılına göre, daha yüksek oranda artmış olduğu görülmektedir. Uzun süreden beri devam eden kamu açıklarının, azaltılamaması, 1992 yılında fiyatlar genel seviyesinin yüksek oranlarda artmasına neden olmuştur.

1991 yılında kamu mallarına yapılması gereken zamların ertelenmesi ve 1992 yılında kamu mallarına yüksek oranda zam yapılmasına yol açmış, TÜFE'yi önemli ölçüde arttırmıştır.

1992 yılında TÜFE 1990 yılına göre yaklaşık 4 puanlık bir artış göstermiştir. Fakat son yıllarda %60'lar seviyesinde olan TÜFE 1991 yılında %70'ler seviyesine yükselmiştir.

1992 yılında merkez bankası dolar satış kuru TÜFE artış oranının altında kalmıştır. 1992 yılında TÜFE %70 oranında artarken, merkez bankası ABD doları satış kuru %55 oranında artmıştır. ABD dolarının artış oranı 1991 yılı hariç 1990 yılında olduğu gibi TÜFE'nin altında kalmıştır(TCMB:1992:48 yıllık Rapor).

1993 yılında enflasyon oranı %65'ler seviyesinde gerçekleşmiştir. Enflasyon artış oranı 1981-1988 döneminde %30 oranında gerçekleşirken, 1989-1993 döneminde, artış oranı %65'lere çıkmıştır. 1989 yılında enflasyon oranının %65'lere çıkmasının ardında, 1989 yılında kamu mallarına yapılan yüksek oranlı zamlar yatar(TCMB:1993:11, Yıllık Rapor).

1993 yılında, piyasaya ihraç edilen iç borçlanma senetlerinde, devlet tahvilinin payı hazine bonosundan daha fazladır. Devlet tahvillerinin iç borçlanma senetleri içindeki payı, 1992 yılında %50, 1993 yılında %54'dür. Hazine bonolarının, iç borçlanma senetleri içindeki payı, 1992 yılında %49, 1993 yılında %45'dir(TCMB: 1993:28, Yıllık Rapor). İç borçlanma senetleri içinde devlet tahvilinin payının artması, piyasadaki borçlanma vadelerini de 1992 yılına göre uzamasına neden olmuştur. Borçlanma vadelerinin uzaması, 1993 yılında kısa vadeli mevduat faiz oranlarının 1992

yılının son ayına göre düşmesine yol açmıştır. 1993 yılında, 6 ay ve 1 yıllık mevduat faiz oranlarında, 1992 yılının son ayına göre pek bir değişme görülmemiştir(Tablo 4).

1993 yılında, merkez bankası ABD doları satış kuru, 1992 yılına göre önemli oranda artmıştır. 1993 yılının son aylarında, Hazine iç borçlanmayı, Merkezi Bankası kaynaklarına başvurarak yapmıştır. Hazinenin, piyasadan iç borçlanma yapmaması, piyasadaki likidite fazlasının dövize yönelmesine neden olmuştur. Bu nedenle döviz kurları yükselmiştir(TCMB:1993:49, Yıllık Rapor).

2.1.2 1994 - 1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN MAKRO EKONOMİK ANALİZİ

1994 yılı başlarında, iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarının düşük olması, piyasalardaki likidite fazlasının dövize yönelmesine neden olmuştur. Dövize yönelen likidite fazlası, döviz kurlarının artmasına yol açmıştır. İç borçlanma faiz oranlarının düşük olmasının nedeni, hazinenin, iç borçlanmayı Merkez Bankası kaynaklarından karşılamasıdır. Piyasalardaki likidite fazlasının dövize yönelmesi, dövize olan talebi de arttırmıştır. Merkez Bankası'nın döviz rezervleri önemli ölçüde azalmıştır(TCMB: 1994:33, Yıllık Rapor).

1994 yılında 5 Nisan kararlarının uygulanmasından sonra iç borçlanma faiz oranlarının önemli oranda yükseltilmesi, mevduat faiz oranlarının da aşırı bir yükselmeye yol açmıştır. Mevduat faiz oranlarındaki bu yükseliş haziran ayına kadar devam etmiştir. Mevduat faizlerinin 1994 yılının nisan-haziran ayındaki değerleri, son dört yılın en yüksek değerleri olmuştur. Haziran ayından sonra iç borçlanma faiz oranlarının düşürülmesi, mevduat faiz oranlarının da düşmesine neden olmuştur.

1994 yılında, bankaların, ekonomiye açtıkları kredi miktarının, topladıkları mevduat miktarına göre oldukça düşük miktarda kalmıştır. Faiz oranlarının yüksek olması, geleceğe dönük beklentilerin iyimser olmaması, ekonomik faaliyetleri de yavaşlatmıştır. Faiz oranlarının yüksekliği, vadesiz mevduat hesaplarında düşüslere

neden olmuş ve ekonomik faaliyetlerin durgunluk içinde olması nedeniyle, piyasanın nakit talebi azalmıştır. Bütün bu gelişmelerin etkisiyle M1’de önemli azalma meydana gelmiştir. M1’in artış hızı, 1990 - 1994 döneminde sadece 1994 yılında azalmıştır. 5 Nisan kararlarından sonra faiz oranlarının yükselmesi, piyasadaki likiditenin vadeli mevduat hesaplarına yönelmesine yol açmıştır. Vadeli mevduat hesaplarındaki para miktarının artmasıyla birlikte M2 de artmıştır.

1993 yılının sonundan itibaren, hazinenin iç borçlanma miktarını azaltması, piyasadaki likiditenin dövizde yönelmesine yol açmıştır. Özellikle 1993 yılının sonundan 1994 yılının nisan ayına kadar olan sürede, ABD doları önemli miktarda artış göstermiştir. 1994 yılının nisan ayından itibaren faiz oranlarının yükselmesinin etkisiyle, dolardaki artış hızı yavaşlamıştır.

Tablo 3 incelendiğinde; 1994 yılında TÜFE endeksi, son dört yıla göre aşırı derecede artmıştır. 1994 yılı başında yapılan devalüasyonun etkisiyle, Türk Lirası önemli ölçüde değer kaybetmiş ve 5 Nisan kararlarından sonra kamu mallarına yapılan yüksek oranlı zamlar, TÜFE’nin son dört yılda en yüksek oranda artış göstermesine neden olmuştur.

Tablo 5 incelendiğinde; 1995 yılında M1’in artış hızının 1994 yılına göre düştüğü görülmüştür. M1 1995 yılında oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Vadesiz mevduatların, 1995 yılının ilk dört ayında azalması ve dört ile dokuzuncu aylarda artıp, yıl sonuna doğru tekrar azalış trendine girmesi, M1’in dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur.

1995 yılında, M2 1994 yılına göre azalmıştır. 1995 yılında kısa vadeli mevduat faiz oranlarının 1994 yılına göre yükselmesi mevduat hesaplarına olan talebi arttırmıştır. Vadeli mevduatların artışıyla birlikte M2’de artmıştır. 1995 yılında kısa vadeli mevduat faiz oranlarının getirilerinin diğer yatırım araçlarına göre daha yüksek olması vadeli mevduatların cazibesini arttırmıştır(TCMB:1995:47, Yıllık Rapor).

Tablo 4 incelendiğinde; 1995 yılında kısa vadeli mevduat faiz oranları dalgalanmalar göstermiştir. Sadece bir yıllık vadeli mevduat faiz oranları istikrarlı bir seyir izlemiştir. 1995 yılının sonlarında Hazinesinin iç borçlanma yapması, aralık ayında vadeli mevduat faiz oranlarında önemli yükselişler meydana getirmiştir.

Tablo 3 incelendiğinde; 1995 yılında TÜFE artış hızı, 1994 yılına göre düşmüştür. 1995 yılında TÜFE'nin artış hızının düşük olmasında, döviz kurlarının istikrarlı bir seyir izlemesi, mevduat faiz oranlarının düşüş trendinde olmasına bağlı olarak, kredi faiz oranlarının da düşmesi önemli rol oynamıştır.

Tablo 5 incelendiğinde; 1996 yılında M1 son iki yıla göre önemli ölçüde artmıştır. M1 1996 yılında sadece bir ay düşmüştür. Vadesiz mevduatlar ise, 1995 yılının genelinde, artış eğiliminde olmuştur. 1995 yılı boyunca vadeli mevduatların da artış eğiliminde olması M2 yi arttırmıştır.

Tablo 4 incelendiğinde; 1996 yılında kısa vadeli mevduat faiz oranlarında düşmeler meydana gelirken, altı aylık ve bir yıllık mevduat faiz oranlarının değerlerinde pek bir değişiklik olmamıştır. 1996 yılının ilk aylarında Hazinesinin kaynak ihtiyacını Merkez Bankasından gidermesi faiz oranlarının düşmesinde önemli bir etken olmuştur. 1996 yılının son aylarında Hazine ihraç miktarının altında iç borçlanma yapması, yılın son aylarında yükselen faiz oranlarının düşmesine neden olmuştur.

Tablo 3 incelendiğinde; 1996 yılında TÜFE'deki artış oranı, 1995' teki artış oranından daha az olmuştur. TÜFE 1995 yılında %88 oranında artarken, 1996 yılında %80 civarında artmıştır.

Tablo 3 incelendiğinde; 1997 yılında, 1996 yılına göre TÜFE'de 5 puanlık bir artış olmuştur. Kamu açıklarını kapatmak amacıyla petrol ürünlerinin fiyatlarına %30 oranında zam yapılması Temmuz ayında TÜFE'de aşırı artışlara neden olmuştur. 1997 yılında, M1 ve M2 ise 1996 yılına göre artış hızları düşmüştür. M1'in artış hızının düşmesinde, 1996 yılında uygulanmaya başlanan Kamu Ortak Hesabının 1997 Temmuz ayında kaldırılmasıyla vadesiz mevduatlarda azalma meydana gelmiştir. Vadesiz

mevduatların azalması ise, M1'in artış hızını düşmesine neden olmuştur. 1997 yılında, mevduat faiz oranlarının 1996 yılına göre getirilerinin düşmesi, döviz cinsinden hesaplarda artışa yol açmıştır. 1997 yılında vadeli mevduatların getirilerinin düşmesi, vadeli mevduat hesaplarında azalışa yol açmış ve M2'nin artış hızı 1996'ya göre düşmüştür(TCMB:1997:68,Yıllık Rapor).

Tablo 3 incelendiğinde; 1997 yılında TÜFE'nin artış hızında, 1996 yılına göre %5'lik bir artış olması; 1997 yılında, siyasi iradenin zayıflamasının siyasi belirsizliği arttırması ve 1997 yılının ilk dört ayında kamu kesimi çalışanlarının maaşlarına yapılan yüksek oranda zamların iç talebin artmasına yol açmasından dolayı ileri gelmiştir.

2.2. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİNİN İNCELENMESİ

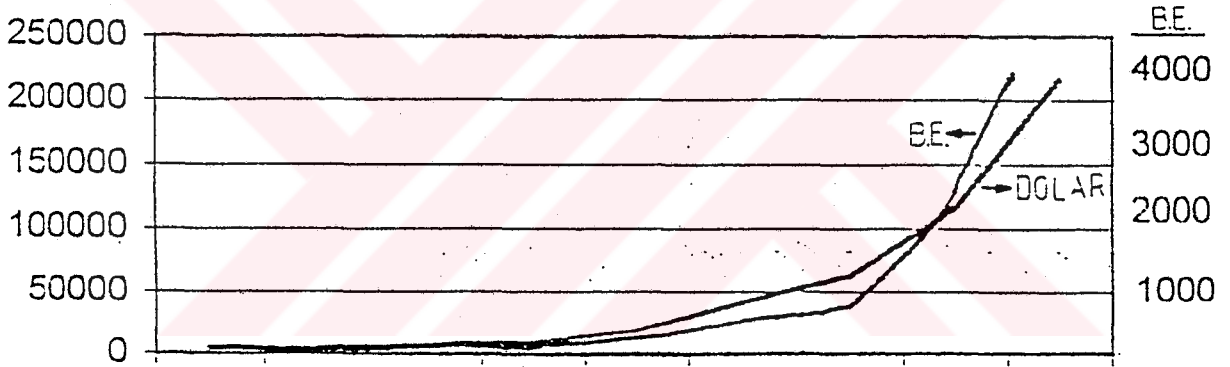
Bu bölümde ABD doları, TÜFE, M1, M2, M3 ve mevduat faiz oranlarının İMKB bileşik endeksiyle olan seyri yıllar itibariyle birlikte incelenecektir.

2.2.1. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE ABD DOLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1 ve Tablo 2 Şekil 2 birlikte incelediğinde: 1990 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı sadece ocak ayında düşmüştür. 1990 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle beş ay aynı yönlü ilişki içerisinde olmuştur. 1991 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı devamlı artış halinde olmuştur. 1991 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 6 ay aynı yönde hareket etmiştir. 1992 yılı boyunca ABD doları merkez bankası satış fiyatı sürekli artmıştır. 1992 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 5 ay aynı yönlü hareket etmiştir. 1993 yılı içinde ABD doları merkez bankası satış fiyatı sürekli artmıştır. 1993 yılı içerisinde ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 9 ay aynı yönlü hareket etmiştir. 1994 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı haziran ve temmuz ayları hariç, diğer aylar artış içinde olmuştur. 1994 yılında ABD

doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 5 ay aynı yönde hareket etmiştir.1995 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı yıl içinde sürekli artmıştır. 1995 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 7 ay aynı yönlü ilişki içerisinde olmuştur. 1996 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı yıl içinde sürekli artmıştır.1996 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 9 ay aynı yönde hareket etmiştir. 1997 yılı boyunca ABD doları sürekli artmıştır. 1997 yılında ABD doları merkez bankası satış fiyatı bileşik endeksle 11 ay boyunca aynı yönde hareket etmiştir. 1990-1998 ilk üç ay arasında bileşik endeksle ABD doları merkez bankası satış fiyatı 58 ay aynı yönde hareket etmiştir. Her ikisi de 57 ay boyunca aynı aylarda artış göstermişlerdir. Sadece 1 ay aynı yönde azalış göstermişlerdir.

Şekil 2 1990 - 1998 döneminde ABD doları ile İMKB bileşik endeksinin gelişimini göstermektedir.



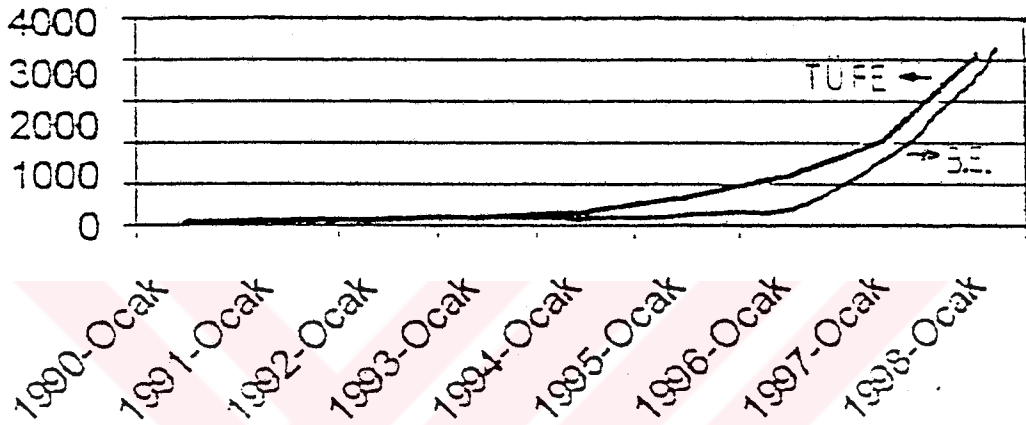
Kaynak: Şekil 2 Tablo 1 ve Tablo 2'deki verilerden yararlanarak çizilmiştir.

2.2.2. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE TÜFE VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1 ve Tablo 3 ve Şekil 3 birlikte incelendiğinde: Tüketici fiyat indeksi 1990- 1998 ilk üç ay arasındaki tüm yıllarda (aylık bazda) sürekli artış göstermiştir. 1990 yılında, TÜFE bileşik endeksle 5 ay, 1991 yılında, TÜFE bileşik endeksle 8 ay, 1992 yılında, TÜFE bileşik endeksle 5 ay, 1993 yılında, TÜFE bileşik endeksle 9 ay,

1994 yılında, TÜFE bileşik indeksle 5 ay, 1995 yılında, TÜFE bileşik indeksle 8 ay, 1996 yılında, TÜFE bileşik indeksle 9 ay, 1997 yılında, TÜFE bileşik indeksle 11 ay, 1998'de 1 ay aynı yönde hareket etmiştir. Toplam 99 ay içerisinde, TÜFE ile bileşik indeks 61 ay aynı yönde hareket etmişlerdir.

Şekil 3 1990 - 1998 döneminde, TÜFE ve bileşik endeksin gelişimini göstermektedir.



Kaynak: Şekil 3, Tablo 1 ve Tablo 3'deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

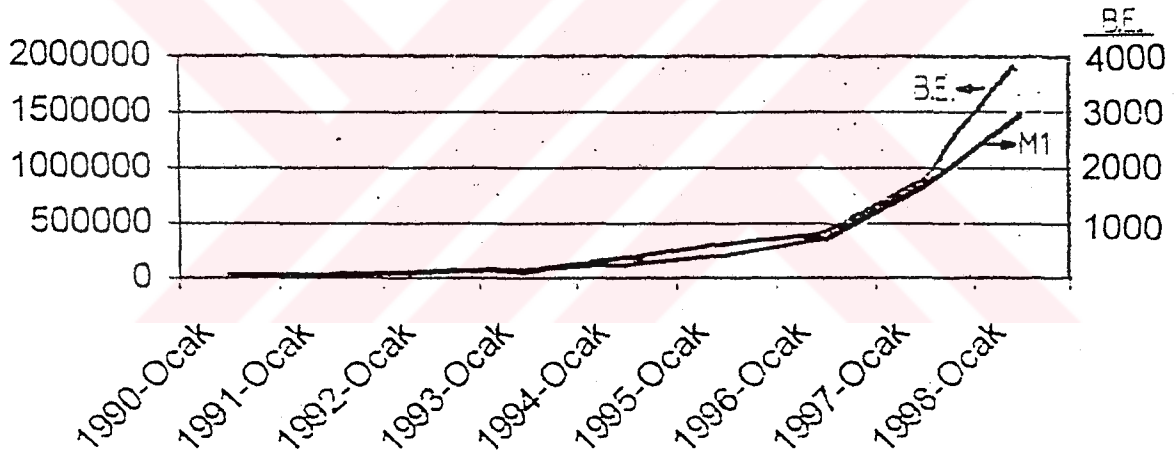
2.2.3. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE M1 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1 ve Tablo 4 ve Şekil 4 birlikte incelendiğinde:1990 yılında, M1 bileşik endeksle beş ay aynı yönde hareket etmiştir. M1 1990 yılında, dalgalı bir seyir izlemiştir. 1991 yılında, sadece üç ay bileşik endeksle aynı yönde hareket etmiştir. 1991 yılının genelinde M1 artış halinde olmuştur. 1992 yılında, M1 sadece iki ay, ocak ve temmuz aylarında azalış göstermiş diğer aylarda artmıştır. 1992 yılında, M1 bileşik endeksle beş ay aynı yönlü olarak hareket etmiştir. 1993 yılında da M1 şubat ve nisan ayları hariç sürekli artmıştır. M1 1993 yılında, bileşik endeksle yedi ay aynı yönde hareket etmiştir. 1994 yılında, M1 ocak, şubat ve kasım ayları hariç artmıştır. 1994 yılında, M1 bileşik endeksle beş ay aynı yönde hareket etmiştir. 1995 yılında, M1

sadece ocak, mart ve kasım aylarında azalmıştır.1995 yılında, M1 beş ay aynı yönlü olarak hareket etmiştir. 1996 yılında, M1 ocak ve mart ayları hariç devamlı artmıştır. M1 1996 yılında, bileşik endeksle yedi ay birlikte hareket etmiştir. 1997 yılında, M1 nisan, ağustos ve kasım aylarında düşmüştür. 1997 yılında, M1 bileşik endeksle sekiz ay birlikte hareket etmiştir. M1 1998 yılının ocak ve şubat aylarına artmış, mart ayında ise azalmıştır. 1998 yılının ilk üç ayında M1 ve bileşik endeks ocak ayında birlikte hareket etmiştir.

1990 ve 1998 yılının ilk üç ayı arasındaki 99 ay boyunca, 46 ay bileşik endeks ve M1 aynı yönde hareket etmiştir.

Şekil 4, 1990 - 1998 döneminde M1 ve bileşik endeksin gelişimini göstermektedir.



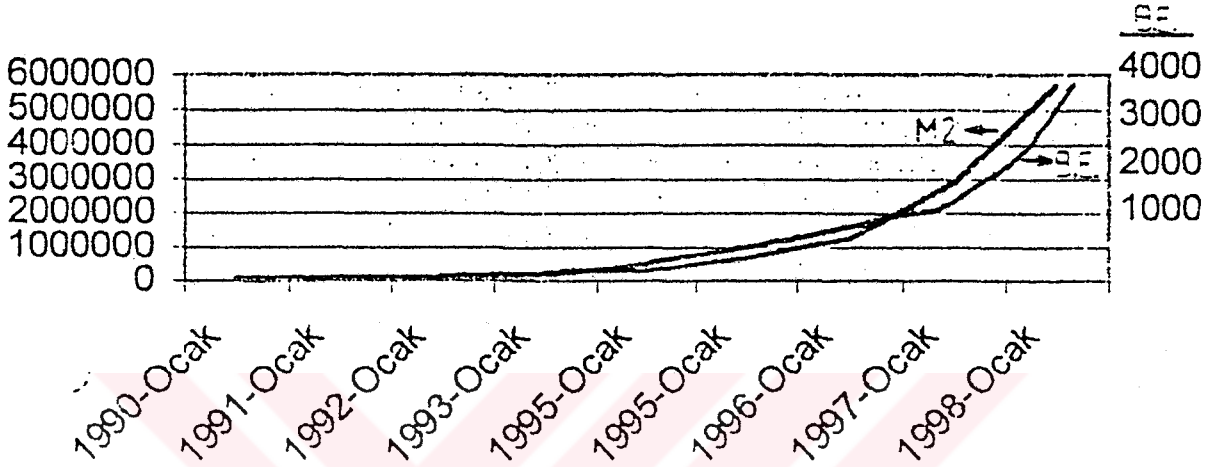
Kaynak: Şekil 4, Tablo 1 ve Tablo 4'deki verilerinden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.4. 1990 ve 1998 DÖNEMİNDE M2 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1 ve Tablo 5 ve Şekil 5 birlikte incelendiğinde; 1990 yılından 1998 yılının ilk üç ayına kadar olan dönemde M2 her bir yılın büyük bir kısmında artış göstermiştir. 1990 yılında, M2 bileşik endeksle, 5 ay, 1991 yılında 5 ay, 1992 yılında 3 ay, 1993

yılında 9 ay, 1994 yılında 5 ay, 1995 yılında 7 ay, 1996 yılında 9 ay, 1997 yılında 9 ay, 1998 yılında bir ay aynı yönde hareket etmiştir. Toplam 99 aydan 53 ay boyunca M2 ve bileşik endeks aynı yönde hareket etmiştir.

Şekil 5, 1990 VE 1998 döneminde M2 ve bileşik endeksin gelişimini sunmaktadır.

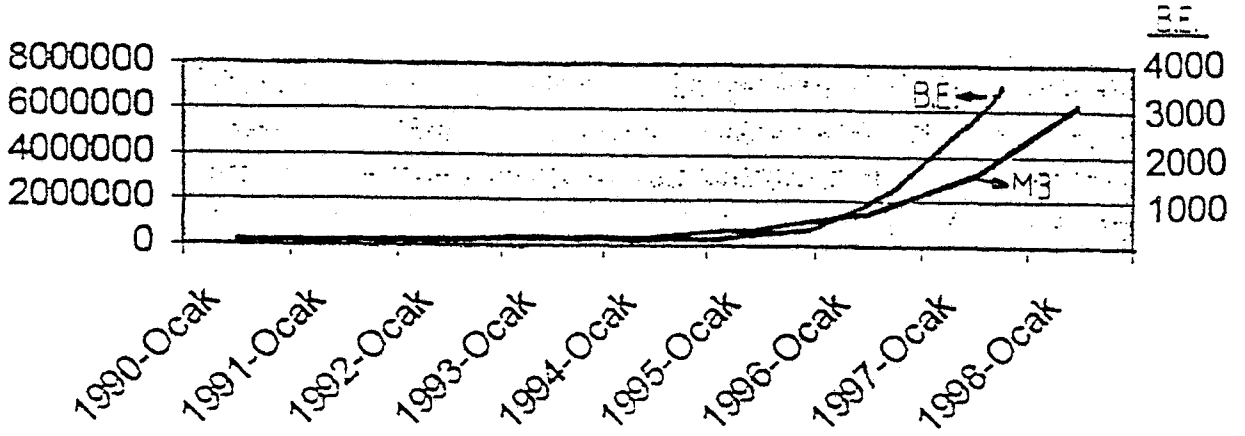


Kaynak: Şekil 5, Tablo 1 ve Tablo 5”deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.5. 1990- 1998 DÖNEMİNDE M3 VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1, Tablo 6 ve Şekil 6, birlikte incelendiğinde: M3 99 aylık dönemin çok büyük bir çoğunluğunda devamlı artmıştır. 1990 yılında M3 bileşik endeksle 5 ay, 1991 yılında 5 ay, 1992 yılında beş ay, 1993 yılında 9 ay, 1994 yılında 3 ay, 1995 yılında sekiz ay, 1996 yılında dokuz ay, 1997 yılında on bir ay, 1998 ilk üç ayda 1 ay birlikte hareket etmişlerdir.

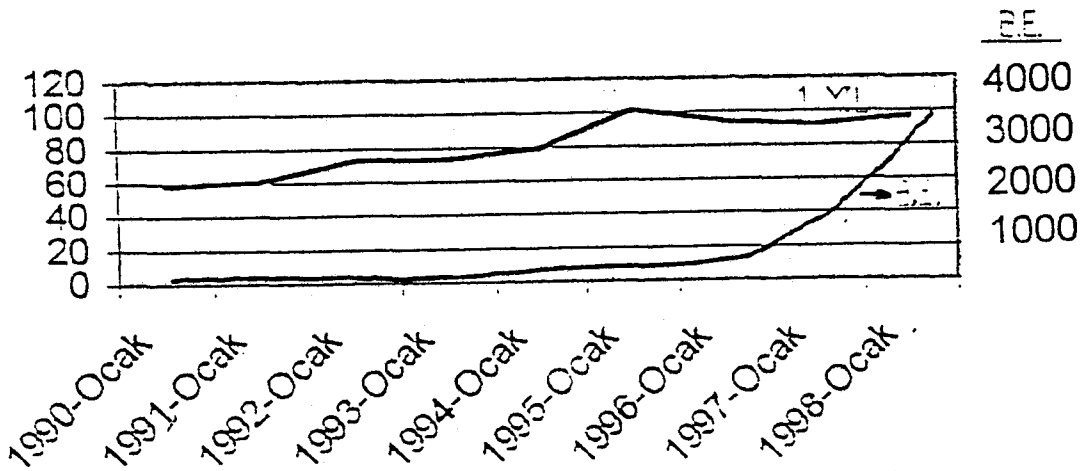
Şekil 6 1990-1998 yılları arasında M3 ve bileşik endeksin gelişimini sunar.



Kaynak: Şekil 6, Tablo 1 ve Tablo 6'daki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.6. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE BİR YILLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1, Tablo 7 ve Şekil 7 birlikte incelendiğinde: 1 yıllık mevduat faiz oranları 1990 yılında 4 ay, 1991 yılında 4 ay, 1992 yılında 6 ay, 1993 yılında 6 ay, 1994 yılında 3 ay, 1995 yılında 2 ay, 1996 yılında 9 ay, 1997 yılında 7 ay, 1998 yılında 1 ay bileşik endeksle aynı yönde hareket etmiştir.

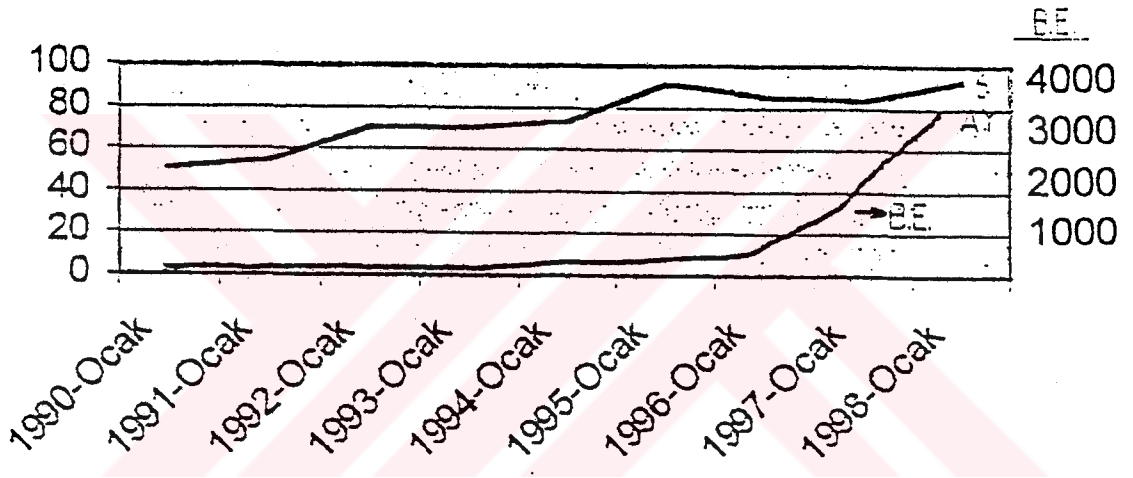


Kaynak: Şekil 7, Tablo 1 ve Tablo 7'deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.7. 1990-1998 DÖNEMİNDE ALTI AYLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1, Tablo 7 ve Şekil 8 birlikte incelendiğinde: 6 aylık mevduat faiz oranları faiz oranları, 1990 yılında, 4 ay, 1991 yılında 6 ay, 1992 yılında 7 ay, 1993 yılında 6 ay, 1994 yılında 4 ay, 1995 yılında 4 ay, 1996 yılında 7 ay, 1997 yılında 7 ay, 1998 yılında 3 ay bileşik endeksle aynı yönde hareket etmiştir.

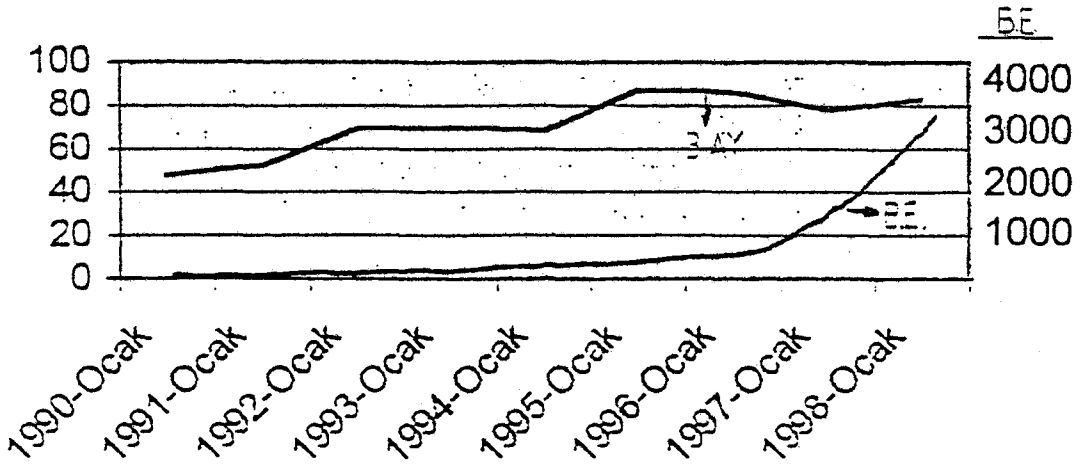
Şekil 8, 1990 -1998 yılları arasında altı aylık mevduat faiz oranları ile bileşik endeksin gelişimini göstermektedir.



Kaynak: Şekil 8, Tablo 1 ve Tablo 7'deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.8. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE ÜÇ AYLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1, Tablo 7 ve Şekil 9 birlikte incelendiğinde: 3 aylık mevduat faiz oranları, 1990 yılında 5 ay, 1991 yılında 7 ay, 1992 yılında 8 ay, 1993 yılında 3 ay, 1994 yılında, 3 ay, 1995 yılında 4 ay, 1996 yılında 5 ay, 1997 yılında 7 ay, 1998 yılında 1 ay bileşik endeksle aynı yönde hareket ettiği görülmektedir.

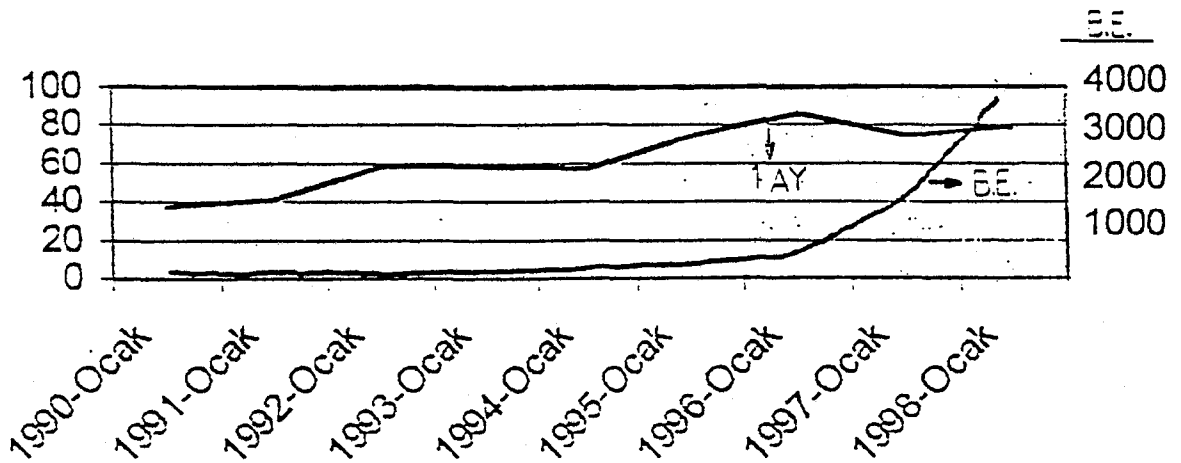


Kaynak: Şekil 9, Tablo 1 ve Tablo 7'deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.2.9. 1990 - 1998 DÖNEMİNDE BİR AYLIK MEVDUAT FAİZ ORANLARI VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİ

Tablo 1, Tablo 7 ve Şekil 10 birlikte incelendiğinde: 1 aylık mevduat faiz oranları, 1990 4 ay, 1991 yılında 5 ay, 1992 yılında 5 ay, 1993 yılında 4 ay, 1994 yılında 3 ay, 1995 yılında 3 ay, 1996 yılında 7 ay, 1997 yılında 7 ay, 1998 yılında 2 ay bileşik endeksle aynı yönde hareket etmiştir.

Şekil 10, 1990 - 1998 yılları arasında bir aylık mevduat faiz oranları ve bileşik endeksin gelişimini göstermektedir.



Kaynak: Şekil 10, Tablo 1 ve Tablo 7'deki verilerden yararlanılarak çizilmiştir.

2.3. 1990 – 1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN VE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Bu bölümde yıllar itibariyle incelenen; ekonomik faktörlerle bileşik endeksin genel değerlendirilmesi yapılacaktır. Ekonomik faktörlerin ve İMKB bileşik endeksin gelişim seyrinin nedenleri üzerinde durulacaktır.

2.3.1. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE EKONOMİK FAKTÖRLERİN GELİŞİMİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyon sürecinin en önemli kaynağı kamu açıklarının sürekli olarak artmasıdır. Kamu kesimini gelirlerinin, giderlerine göre oldukça düşük olması, kamu açıklarının yüksek oranlarda seyretmesi, ekonominin istikrarsız bir görünüm sergilemesine neden olmaktadır. Kamu kesiminin en önemli gelir kaynakları arasında vergi gelirleri, KİT zamları, emisyon ve iç borçlanma yer almaktadır. Kamu açıkları ağırlıklı olarak iç borçlanma yapılarak kapatılmaya çalışılmaktadır. İç borçlanmaların özelliği de yüksek faizli ve kısa vadeli olmasıdır. Kamu kesiminin sürekli olarak iç borçlanma miktarını arttırması sermaye piyasasında da kamu kesiminin ağırlığını oldukça arttırmıştır. Böylece kamu kesimi sermaye piyasasındaki fonların büyük bir kısmını kendi bünyesine toplamıştır. Özel sektör sermaye piyasasındaki fonların çok az bir kısmından yararlanabilmektedir. İç borçlanmanın yüksek faiz oranları üzerinden yapılması, kamu açıklarının daha da artmasına neden olmaktadır. Artan kamu açıklarının finansmanı için daha yüksek faizli iç borçlanma yapılmaktadır. Kamu kesiminin iç borçlanma için piyasaya sürdüğü iç borçlanma senetlerinin en büyük alıcıları bankalar olmuştur.

Kamu açıklarının, piyasa talebinin üzerinde bir parasal genişlemeyle karşılanmaya çalışılması, fiyatlar genel seviyesini yukarıya çekmektedir. Piyasadaki fazla para miktarı da, bazı dönemlerde dövize yönelerek, Türk Lirasının değer

kaybetmesine yol açmaktadır. Parasal genişlemenin artması, gelecek dönemlere ilişkin daha yüksek enflasyon beklentilerinin kuvvetlenmesine neden olmaktadır.

Türkiye ekonomisinin kamu açıkları, konsolide bütçe gelirleri ile kamu harcamaları arasındaki dengesizlikten kaynaklanmaktadır. Konsolide bütçe gelirleri kamu harcamalarını karşılamada yetersiz kalmaktadır. Konsolide bütçe gelirlerinin artmasında önemli bir rol oynayan vergi gelirleri, yeterince tahsil edilemediği için, bütçe açıkları sürekli büyümektedir. Vergi gelirlerini arttıracak önlemlerin alınmasında yetersiz kalınması, kayıt dışı ekonominin hacminin büyümesine neden olmaktadır (Erdem;1997:137).

Türkiye ekonomisinde fiyatlar genel seviyesinin yükselmesine neden olan faktörlerden en önemlileri; yurt iç talebin yurt iç üretimden daha fazla olması, ekonomik göstergelerin gelecek dönemlere ilişkin beklentilerin kötümser olması, faiz oranları, döviz kuru gibi maliyet artışlarıdır.

Türkiye ekonomisinde uzun yıllardan beri yaşanan yüksek enflasyon, pek çok olumsuz sonuç doğurmuştur. Gelir dağılımı sabit gelirli kesim aleyhine bozulmuştur. Kişi başına düşen milli gelir azalmıştır. Türk Lirasından kaçış hızlanmış ve tüketim harcamaları artmıştır. Dış ticaret dengesi bozulmuştur. İhracatın ithalatı karşılama oranı düşük kalmıştır(Başol;1992: 324).

Türkiye ekonomisinde yaşanan belirsizlikler, bankaların kamu borçlanma senetlerine yönelmelerine neden olmuştur.

Sık sık yapılan seçimler ve seçim sonrasında hükümet kurulmasının uzun sürede gerçekleştirilmesi merkez bankasının piyasalara yönelik istikrar tedbirlerini uygulamasını zorlaştırmaktadır.

Türkiye ekonomisinde,döviz kuru artış oranlarının, enflasyon artış oranlarının altında tutulması şirketlerin dış borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Mevduatlara uygulanan yüksek faiz oranları ve düşük kur politikalarının etkisiyle, yurt dışından önemli

miktarda döviz girişi olmuştur. Yurt içine giren dövizler Türk lirasına çevrilip, vadeli mevduat hesaplarına yatırılmıştır. Yurt içine giren dövizlerin verimli yatırım alanlarına yönelmesi sağlanamamıştır. Yurt dışından yurt içine giren dövizler, kısa bir süre sonra yurt dışına çıkmaktadır. Yüksek faiz oranlarının etkisiyle, yurt içine giren döviz miktarı, yurt içindeki döviz miktarının da artmasına neden olmakta ve Türk Lirası da reel bazda değerlenmektedir.

1989 yılından sonra, bankaların kredi stoku artmıştır. Bunun nedeni, 1989 yılından sonra yüksek oranda yapılan devalüasyonlardır. Bankalar artan kredi stokuyla yurt içi talebi karşılamışlardır. Fakat kredi stokunun artması; emisyon hacmini arttırmış ve enflasyon oranının yüksek oranlarda seyretmesine neden olmuştur(Kepenek; Yentürk;1996).

Döviz kurlarındaki artışların enflasyon oranı altında tutulması, bankaların kredi stoku çok fazla artmıştır. Kredi stokunun çok fazla artması, yurt içindeki ekonomik birimlerin kredi talebini arttırmıştır. Ayrıca dış borç karşılığı TL basılması da enflasyonu körüklemiştir.

Türkiye ekonomisinde, döviz piyasasının liberalleşmeye başladığı tarihten itibaren, döviz tevdiat hesaplarında çok büyük artışlar olmuştur. Dolarizasyon olgusu, Türkiye ekonomisinde daha belirgin bir hal almaya başlamıştır. 1986 yılında döviz tevdiat hesaplarının M2Y'e oranı %15 iken, bu oran 1994 yılında %49 düzeyine çıkmıştır. Türkiye ekonomisinde dolarizasyon olgusu hakim olduğu için, Türk Lirasından kaçış hızlanmıştır(Yamak,Yamak;1996:4). Döviz kurlarında istikrar sağlanamaması, dolarizasyon olgusunu daha da kuvvetlendirmektedir.

1990 ve sonrasında tüketici fiyat endeksi ile tüketici fiyat endeksi arasındaki fark giderek açılmıştır. Bunun nedeni tüketici kredilerinde meydana gelen artıştır.

Siyasi tercihlerin, ekonomik istikrar tedbirlerin önüne geçmesi, fiyat istikrarsızlığını sürekli hale getirmiştir. Türk ekonomisinin yapısal bir özelliği hale gelmiştir. Enflasyon nedeniyle, paradan kaçış olayı hızlanmış reel bazda tasarrıflar ve

yatırımlar azalmıştır. Enflasyonun diğer bir sonucu da ithalatın ihracattan daha kazançlı bir hale gelmesidir.

1989 yılında Türk Lirasının tam konvertible olması ve kamu açıklarının sürekli olarak artması, iç faiz oranlarını yükseltmiştir. Ayrıca yurt dışından kısa vadeli spekülatif sermaye girişi çoğalmıştır. Kısa süreli sermaye girişleri, ithalatın finansmanı kolaylaştırmış ve iç borçlanma için ek bir kaynak oluşturmuştur. 1995 yılının birinci yarısında döviz kuru artış oranlarının çok düşük olması ve faiz oranlarının yüksek olması, nedeniyle, uluslararası sermaye akımları için Türkiye cazip bir ülke olmuştur(Aslan;1997:106).

1994 yılında Türkiye ekonomisi büyük bir kriz yaşamıştır. 1994 yılında yaşanan krizin bir çok nedenleri vardır. Krizin önemli nedenleri arasında, para arzının enflasyon oranından daha fazla artması, fiyatlar genel seviyesinin aşırı yükselmesi, döviz kurlarında aşırı artışlar olması, dış borçlanmanın artmasıdır. 5 Nisan kararlarının uygulanması neticesinde, kamu kesimi borçlanma gereği azaltılmıştır. Faiz oranları yüksek seviyelerde devam etmiştir. Enflasyon oranı geçen yıla göre daha yüksek olmuştur. Döviz kurlarındaki artış durdurulamamıştır(Karlık; 1997:413). 1994 yılında ilk kez dış borç ödemesi yapmak için, iç borçlanma miktarı arttırılmıştır. Böylece iç borçlar aşırı miktarda artmıştır. 5 Nisan kararlarından sonra uygulanan sıkı para politikası neticesinde dolar ve mark reel bazda değer kaybetmiştir. Yüksek faiz ve düşük kur politikası, kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmıştır. Merkez Bankasının döviz rezervleri aşırı derecede artmıştır.

Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılmaya çalışılması, devletin mali sistemdeki ağırlığını büyütüştür. Devletin mali sistem içinde payının artması ise, özel sektörün bu piyasalardan çok az yararlanabilmesi sonucunu doğurmuştur. İç borçlanma nedeniyle kredi faiz oranlarının yükselmesi, özel sektörün sermaye birikimlerini yatırımlara aktarmasını engellemiştir. Bütçe açıklarının sürekli artması, bu açıkların sürekliliğini devamlı kılmıştır. Bütçe açıklarının en önemli nedenlerinden birisi, kayıt dışı ekonominin, ekonomideki içindeki payının sürekli büyümesi ve kayıt dışı

ekonominin kayıt altına alınmamasından doğan vergi kayıplarıdır(Kalça;1996:104-105).

İç borçlanma senetlerinin en büyük alıcıları bankalar olmuştur. Bankalar için iç borçlanma senetleri çok cazip bir yatırım aracı olmaktadır. İç borçlanma senetleri kolaylıkla nakde çevrilemektedir. Ayrıca bankalar bu senetleri teminat olarak da kullanılabilirlerdir. İç borçlanma senetlerinin getirileri diğer yatırım araçlarına göre daha yüksek olmaktadır. İç borçlanma senetlerinin faiz oranlarının yüksekliği ve repo faiz oranlarının yüksekliği, sanayii kesiminin birikimlerini de mali kesime akmasına neden olmuştur(Demir;1997:182). Sanayii kesiminin birikimlerini mali sektöre aktarması, yatırımların yavaşlamasına neden olmuştur. Çünkü mali kesimdeki kârlılık sanayii kesimindeki kârlılıktan daha yüksektir. Böylece, mali kesime akan fonlar, gene mali kesimde kalmaktadır.

2.3.2. 1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İMKB BİLEŞİK ENDEKSİNİN GELİŞİMİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Türk menkul kıymetler borsasının tarihi, Osmanlı İmparatorluğu dönemine kadar uzanmaktadır. Ancak, hisse senedi piyasası, 1980'li yıllara gelinceye kadar etkin bir şekilde işlevini yerine getirememiştir. 1980'li yıllarda piyasa ekonomisine geçilmesiyle birlikte, 1985 yılında, İMKB'nin kurulması, hisse senedi piyasasının tekrar canlanmasını sağlamıştır.

1985 yılından itibaren sermaye piyasasının gelişmesi ve İMKB'nin gelişmesi amacıyla menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarına vergi teşviği uygulanmaya başlanmıştır.

1987-1988 yılında, borsada işlem gören şirketlerin bağımsız dış denetimden geçmesi zorunlu hale getirilmiştir. 1991 yılında İMKB'de bir tahvil piyasası oluşturularak, özel sektör tahvillerinin organize bir şekilde yapılması sağlanmıştır. 1994

yılında İMKB otomasyona geçmiştir(Buzlupınar,Doğu,Teker,Sancer;1996:113-114-115)

1990 yılında İMKB endeksi ikinci büyük çıkışını ve ikinci büyük çöküşünü, 1993 yılında üçüncü büyük çıkışını ve 1994 yılında üçüncü büyük çöküşünü yaşamıştır.

İMKB kuruluşundan bu yana kısa vadeli yatırım alanı olma özelliğini korumuştur. Özellikle spekülörlerin piyasada hakim olması, küçük yatırımcıların büyük zararlara uğramasına neden olmuştur(Yıldırım;1995:365).

Siyaset alanındaki dalgalanmalar, ekonomik istikrarsızlık, yatırımcıların mali piyasalara kısa vadeli yatırım alanı olarak bakmasına neden olmuştur. Ayrıca kamu açıklarının sürekli artması, iç borçlanmanın yüksek faiz oranlarıyla piyasadan karşılanması piyasadaki likiditenin kamu kesimine akmasına neden olmuştur. Mali piyasalara akacak fon miktarında azalışlar olmuştur. Bireylerin tasarruflarını genelde borsa dışında değerlendirmesi, sermaye piyasasının da derinleşmesine engel olmuştur(Yıldırım;1996:92).

1993 yılına kadar Türk finans kesiminin yaklaşık %84'üne bankalar ağırlığını koymuştur. 1993 yılından sonra, bankaların payı %73'ler civarına düşmüştür(Canbaş, Doğanlı;1997:158).

Hisse senetlerinin 1986-1990 dönemi getirileri 1990-1996 dönemine göre daha yüksektir. Özellikle 1990 yılından sonra koalisyonlu dönemlerin başlamasıyla siyasi istikrar zayıflamıştır(Karabıyık;1997:155). Siyasilerin çeşitli konularda yaptıkları açıklamalar, İMKB'de aşırı dalgalanmalara yol açmaktadır. Özellikle seçim dönemlerinde, siyasiler tarafından yapılan açıklamaların İMKB endeksi üzerinde önemli etkileri vardır.

İMKB'nin kuruluşundan bu yana geçen 13 yıl, bir menkul kıymetler borsasının derinliğe ulaşması, olgunlaşması için kısa bir süredir. İMKB'nin işlem hacminin artmasında kamu kağıtlarının payı büyüktür. Özellikle borsa endeksinin çıkışını

sağlayan hisse bir kamu hissesi olan Erdemir'dir. Diğer kamu kağıtları da hisse senedi piyasasında ağırlıklı bir yere sahiptir. Ancak hisse senedi piyasasının kamu kesiminin hakimiyetinde olması, İMKB'nin derinleşmesine engeldir.

Ayrıca İMKB'ye büyük zarar veren bir olay hisse senedi piyasasında içerden öğrenme ticaretinin yoğun bir şekilde gerçekleşmesidir. İçerden öğrenme ticaretinin en büyük zararı küçük yatırımcılara yöneliktir.

Bugün, İMKB'nin en büyük rakipleri repo faiz oranları ve ihale faiz oranlarıdır. Kamu borçlanma gereği azaltıldığında, ihale faiz oranları ve buna bağlı olarak diğer faiz oranları da düşecektir. Piyasadaki likiditenin de İMKB'ye akması ve İMKB'nin işlem hacminin artmasına yol açabilecektir. Bu konuda diğer bir önemli husus, döviz piyasasının istikrara kavuşturulmasıdır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1990-1998 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ

Birinci bölümde ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkileri teorik olarak açıklanmıştır. Bu bölümde, ekonomik faktörlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkilerin ampirik analizi yapılacaktır.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir çok ekonomik faktör vardır. Hisse senedi fiyatları ile ekonomik faktörler arasındaki ilişkiler çoklu regresyon yöntemiyle analiz edilecektir. Analiz aylık veriler üzerinden yapılacağı için bazı ekonomik faktörler analiz dışında bırakılmıştır. Bu nedenle analizde sadece dört ekonomik faktör üzerinde durulacaktır. Analizde incelenecek dönem, 1990 - 1998 yılının ilk üç ay dönemidir.

3.1. ÇOKLU REGRESYON YÖNTEMİ

Analizde kullanılan modeller basit ekonometrik modellerdir. Kurulan basit modellerle, ekonomik değişkenlerin, hisse senedi fiyatlarını etkileme gücü analiz edilecektir. Hisse senedi fiyatları ile ekonomik faktörler arasındaki ilişkiler çoklu regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilecektir. Çoklu regresyon yönteminde bir bağımlı değişkenle çok sayıda bağımsız değişken mevcuttur. Çoklu regresyon yönteminin temel varsayımı bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında doğrusal bir ilişki varlığıdır. Diğer varsayımlar:

1. Bağımlı değişkenin her bir değeri birbirinden bağımsızdır.
2. Bağımlı değişkenle, bağımsız değişkenler normal bir dağılım göstermektedir(Çakıcı;1991:297).

3.1.1. DEĞİŞKENLERİN BELİRLENMESİ

Modelde kullanılacak değişkenler; faiz oranları, döviz kuru, para arzı, enflasyon oranı ve İMKB bileşik endeksidir.

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi: Aylık enflasyon oranını temsilen analize dahil edilmiştir.

ABD DOLARI: Döviz Kurunu temsilen analize dahil edilmiştir. ABD Dolarının aylık Merkez Bankası satış kurları esas alınmıştır.

MEVDUAT FAİZ ORANLARI: Bir aylık, üç aylık, altı aylık, bir yıllık vadeli mevduat faiz oranları, aylık genel faiz oranlarını temsilen esas alınmıştır.

PARA ARZI: M1 Dolaşımdaki para + Mevduat Bankalarındaki Vadesiz Mevduatlar + Merkez Bankasındaki Mevduatlar

BİLEŞİK ENDEKS: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Bileşik (Ulusal 100) Endeksi. Bileşik endeks hisse senedi fiyatlarını temsilen analize dahil edilmiştir.

3.1.2. ANALİZ PROGRAMI

Çoklu regresyon analizi SPSS/PC 4.0 istatistik paket programından yararlanılarak yapılmıştır.

3.2. ÇOKLU REGRESYON YÖNTEMİNİN UYGULANMASI

Çoklu regresyon modeli genel olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_i = b_1 + b_2 X_{2i} + b_3 X_{3i} + u_i$$

Denkleimde Y_i bağımlı değişkeni ifade etmektedir. X_{2i} ve X_{3i} bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. b_1 ve b_2 sabit terimlerdir. u_i ise hata terimidir(Akkaya; Pazarlıoğlu; 1995:185).

Analiz modeli:

$$(E) = f(TÜFE, ABD\$, M1, 1AYFO, 3AYFO, 6AYFO, 1YILFO)$$

Bağımsız değişkenler: TÜFE, ABD\$, M1, 1AYFO, 3AYFO, 6AYFO, 1YILFO).

$$E = b_1 + b_2 TÜFE + b_3(ABD\$) + b_4 (M1) + b_5 (1AYFO) + b_6(3AYFO) + b_7(6AYFO) + b_8(1YILFO)$$

b_1 : Sabit terimi ifade etmektedir.

b_2 : Enflasyon oranı ile bileşik endeks arasındaki ilişkiyi göstermektedir. pozitif ilişki beklenmektedir.

b_3 : Dolar ile bileşik endeks arasındaki ilişkiyi göstermektedir. negatif ilişki beklenmektedir.

b_4 : Para arzı ile bileşik endeks arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır. Pozitif ilişki beklenmektedir.

b_5, b_6, b_7, b_8 : Faiz oranları ile bileşik endeks arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Negatif ilişki beklenmektedir.

Bileşik Endeks: Bileşik endeks değerleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası aylık bültenlerinden derlenmiştir.

Döviz Kuru: Devlet İstatistik Enstitüsünün, aylık istatistik bültenlerinden temin edilmiştir.

Para Arzı: Merkez Bankasının üç aylık bültenlerinden derlenmiştir.

Faiz Oranları: Merkez Bankasının üç aylık aylık bültenlerinden derlenmiştir.

Tüketici Fiyat Endeksi: DİE'nin aylık bültenlerinden derlenmiştir.

3.2.1. ANALİZDE KULLANILAN TAHMİN YÖNTEMİ

Analizin birinci aşamasında değişkenler tek tek ele alınmıştır. Analizin ikinci aşamasında değişkenler gruplandırılarak ikili grup halinde analize dahil edilmiştir. Analizin üçüncü aşamasında, değişkenler üçlü gruplar halinde analize sokulacaktır. Değişkenleri gruplandırmanın amacı, değişkenlerin birlikte, bileşik endeksi nasıl etkilediğini incelemektir.

İki değişkenli regresyon analizinde kullanılan modeller:

Model 1 Bileşik Endeks = $f(\text{TÜFE})$

Model 2 Bileşik Endeks = $f(\text{ABD \$})$

Model 3 Bileşik Endeks = $f(\text{M1})$

Model 4 Bileşik Endeks = $f(\text{1 AYFO})$

Model 5 Bileşik Endeks = $f(\text{3 AYFO})$

Model 6 Bileşik Endeks = $f(\text{6 AYFO})$

Model 7 Bileşik Endeks = $f(\text{1 YILFO})$

3.2.2. İKİ DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI

Model 1:

Endeks ve TÜFE arasındaki ilişkinin gücünü gösteren korelasyon katsayısı oldukça yüksek olması ve korelasyon katsayısının pozitif olması, endeksle TÜFE arasında pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Endeksle TÜFE arasındaki pozitif yönlü ilişkinin saptanması, iktisadi beklentilere uygun düşmektedir. Belirlilik katsayısının yüksek olması, TÜFE'deki değişimlerin endeksteeki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabileceğini göstermektedir. Ayrıca F testi ve t testinin sonuçları anlamlıdır. F testi işaretinde ve t testi işaretinde bir değişiklik gözlenmemiştir. Bu sonuçlara göre Model 1 istatistik sonuçlar ve iktisadi beklentiler bakımından anlamlıdır.

Model 2:

Endeksle dolar arasındaki korelasyon katsayısı oldukça yüksektir. Fakat endeksle dolar arasındaki korelasyon katsayısının pozitif yönlü olması, iktisadi beklentilere uygun düşmemektedir. Model 2'nin F testi ve t testi sonuçları oldukça anlamlıdır. Bu sonuçlara göre Model 2 istatistik sonuçlar bakımından anlamlı, ama iktisadi beklentiler bakımından anlamsızdır.

Model 3:

Endeksle M1 arasında pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki vardır. Endeksle M1 arasındaki pozitif yönlü ilişki iktisadi beklentilere uygundur. Belirlilik katsayısının yüksek olması, endeksteki değişmelerin büyük bir kısmının M1 tarafından açıklanabileceği anlamına gelmektedir. F testi ve t testi sonuçları anlamlıdır. Bu sonuçlara göre Model 3, hem istatistik sonuçlar bakımından hem de iktisadi beklentiler bakımından oldukça anlamlıdır.

Model 4:

Endeksle 1 aylık mevduat faiz oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Fakat korelasyon katsayısı düşüktür. Belirlilik katsayısı da, 1 aylık mevduat faiz oranındaki değişmelerin endeksteki değişmeleri açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Model 4'ün F testi ve t testi sonuçları istatistik sonuçlar bakımından anlamlıdır. Ama korelasyon katsayısının pozitif olması iktisadi beklentilerimize uygun düşmemektedir.

Model 5:

Endeksle 3 aylık mevduat faiz oranı arasındaki korelasyon katsayısı pozitif fakat düşüktür. F testi ve t testi sonuçları anlamlıdır. Fakat endeksle üç aylık mevduat faiz oranı arasındaki korelasyon katsayısının pozitif olması iktisadi beklentilerimize uygun düşmemektedir.

Model 6:

Endeksle 6 aylık mevduat faiz oranı arasındaki korelasyon katsayısı pozitif ve düşük olduğu saptanmıştır. F testi ve t testi sonuçları anlamlıdır. Ancak endeksle 6 aylık mevduat faiz oranı arasındaki korelasyon katsayısının pozitif olması iktisadi beklentilerimize uygun düşmemektedir.

Model 7:

Endeksle 1 yıllık mevduat faiz oranı arasındaki korelasyon katsayısı düşük çıkmıştır. F testi ve t testi sonuçları anlamlıdır. Korelasyon katsayısının pozitif çıkması iktisadi beklentilerimize uygun düşmemektedir.

İki değişkenli regresyon analiz sonucunda hem istatistik sonuçlar bakımından, hem de iktisadi beklentiler bakımından, en anlamlı sonuçları veren modeller, model 1 ve model 3'tür. Model 1 ve model 3'ün standart hataları incelendiğinde model 1'in standart hatasının, model 3'ün standart hatasına göre daha düşük olduğu görülür. Bu durum model 1'i model 3'e göre daha anlamlı kılmaktadır.

Üç değişkenli regresyon analizinde kullanılan modeller:

$$\text{Model 8 } E = f(M1, 1 \text{ AY FO})$$

$$\text{Model 9 } E = f(M1, 3 \text{ AY FO})$$

$$\text{Model 10 } E = f(M1, 6 \text{ AY FO})$$

$$\text{Model 11 } E = f(M1, 1 \text{ YIL FO})$$

$$\text{Model 12 } E = f(M1, T\ddot{U}FE)$$

$$\text{Model 13 } E = f(T\ddot{U}FE, 3 \text{ AY})$$

$$\text{Model 14 } E = f(T\ddot{U}FE, 6 \text{ AY})$$

$$\text{Model 15 } E = f(T\ddot{U}FE, 1 \text{ YIL})$$

$$\text{Model 16 } E = f(DOLAR, 1 \text{ AY})$$

$$\text{Model 17 } E = f(DOLAR, 1 \text{ YIL})$$

$$\text{Model 18 } E = f(DOLAR, T\ddot{U}FE)$$

3.2.3. ÜÇ DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI

Model 8:

M1 ile bileşik endeks arasındaki korelasyon katsayısı %96 gibi oldukça yüksek bir orandır. Belirlilik katsayısının %93 gibi yüksek bir oran olması, TÜFE ve M1'deki değişimlerin, endeksteeki değişmelerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Model 8'in F testi sonuçları anlamlıdır. Model 8'in t testi sonucu da %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuçlara göre Model 8 istatistik sonuçlar bakımından anlamlıdır. Ancak 1 aylık mevduat faiz oranının endeksle pozitif yönlü bir ilişkide olması, modelin iktisadi anlamlılığını zayıflatmaktadır. M1'in bileşik endeksle pozitif yönlü ilişkide olması iktisadi bekleyişe uygundur.

Model 9:

M1 ile endeks arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Modelin F testi anlamlıdır. M1'in t testi sonucu %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Fakat üç aylık mevduat faiz oranının t testi sonucu %95 güven düzeyinde anlamlı değildir. Belirlilik katsayısının yüksek olması M1 ve üç aylık mevduat faiz oranındaki değişimlerin bileşik endeksteeki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Üç aylık mevduat faiz oranı ile bileşik endeks arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı, iktisadi açıdan anlamlı değildir.

Model 10:

F testi sonuçları olumludur. %95 güven düzeyinde, M1'in t testi sonucu anlamlı, fakat, altı aylık mevduat faiz oranının t testi sonucu anlamlı değildir. Model 10'unun açıklama gücünün %93 gibi yüksek bir oran olması, M1 ve altı aylık mevduat faiz oranındaki değişimlerin, bileşik endeksteeki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Altı aylık mevduat faiz oranının bileşik endeksle aynı yönlü ilişkide olması iktisadi beklentilere uygun düşmemektedir.

Model 11:

Model 11'in F testi ve t testi sonuçları %95 güven düzeyinde anlamlı sonuçlar vermiştir. Belirlilik katsayısının %93 gibi yüksek bir oran olması, M1 ve bir yıllık mevduat faiz oranındaki değişmelerin, bileşik endeksteki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Fakat bir yıllık mevduat faiz oranı ile bileşik endeks arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olması iktisadi açıdan anlamlı değildir.

Model 12:

Model 12'nin belirlilik katsayısının yüksek olması, bağımsız değişkenlerin, endeksteki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Model 12'nin F testi sonucu anlamlıdır. Fakat M1'in t testi sonucu güven düzeyinde anlamlı değildir. M1 ve TÜFE'nin bileşik endeksle pozitif yönlü bir ilişkide olması iktisadi açıdan anlamlıdır.

Model 13:

Model 13'ün F testi ve t testi sonuçları %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Belirlilik katsayısının %95 olması bağımsız değişkenlerin endeksteki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Model 13 istatistik sonuçlar bakımından anlamlıdır. Fakat üç aylık mevduat faiz oranının bileşik endeksle aynı yönlü ilişkide olması, iktisadi açıdan anlamlı değildir.

Model 14

Model 14'ün F testi ve t testi sonuçları %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Belirlilik katsayısının yüksek olması bağımsız değişkenlerin endeksteki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Model 14 istatistik sonuçlar bakımından anlamlıdır. Fakat altı aylık mevduat faiz oranı ile bileşik endeks arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı, iktisadi açıdan anlamlı değildir.

Model 15:

Belirlilik katsayısının %96 olması bağımsız değişkenlerin endeksteği değişimlerin çok büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi sonuçları anlamlı sonuçlar vermiştir. Fakat bir yıllık mevduat faiz oranı ile bileşik endeks arasındaki pozitif yönlü ilişkinin varlığı modelin iktisadi açıdan anlamlılığını zayıflatmaktadır.

Model 16:

Belirlilik katsayısının yüksek olması bağımsız değişkenlerin endeksteği değişimlerin çok büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi sonuçları anlamlı bulunmuştur. Fakat her iki bağımsız değişkenin bileşik endeksle pozitif yönlü bir ilişkide bulunması, iktisadi açıdan anlamlı değildir.

Model 17:

Belirlilik katsayısının yüksek olması bağımsız değişkenlerin endeksteği değişimlerin çok büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi sonuçları anlamlı bulunmuştur. Fakat her iki bağımsız değişkenin bileşik endeksle aynı yönlü ilişkide olduğunun saptanması Model 17'yi iktisadi açıdan anlamsız kılmaktadır.

Model 18:

Belirlilik katsayısının %95 olması bağımsız değişkenlerin endeksteği değişimlerin çok büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi sonuçları anlamlı bulunmuştur. Fakat doların bileşik endeksle pozitif yönde ilişkide olduğunun saptanması, modelin iktisadi anlamlılığını zayıflatmaktadır.

Modelleri incelediğimizde, bir bütün halinde iktisadi anlamlılığı olan model saptanamamıştır. TÜFE ve M1 tekli regresyonda olduğu gibi grup halindeki değişkenlerle de aynı olumlu sonuçları vermiştir. Modellerin standart hatalarını incelediğimizde, Model 15'in en düşük standart hataya sahip olduğu görülür. Ayrıca Model 15 belirlilik katsayısı en yüksek modeldir. F testi ve t testi işaretlerinde her hangi bir değişme olmamıştır. Bu nedenle Model 15, istatistik sonuçlar bakımından en anlamlı modeldir.

Dört değişkenli regresyon analizinde kullanılan modeller:

$$\text{Model 19 (E)} = f(\text{TÜFE, ÜÇ AY FO, M1})$$

$$\text{Model 20 (E)} = f(\text{ÜÇ AY FO, DOLAR, M1})$$

$$\text{Model 21 (E)} = f(\text{1 YIL, TÜFE, M1})$$

$$\text{Model 22 (E)} = f(\text{1 YIL, M1, DOLAR})$$

3.2.4. DÖRT DEĞİŞKENLİ REGRESYON ANALİZİNİN SONUÇLARI

Model 19:

Belirlilik katsayısının yüksek olması bağımsız değişkenlerin, bileşik endekste ki değişimlerin büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Model 19'un F testi sonucu anlamlı bulunmuştur. Modelin t testi sonuçlarında %95 güven düzeyinde sadece, M1'in t testi sonucu anlamlı bulunmuştur. Bu durum Model 19'un istatistik anlamlılığını zayıflatmaktadır. Ayrıca üç aylık mevduat faiz oranı bileşik endeksle pozitif yönlü bir ilişkide olduğunun saptanması, modelin iktisadi anlamlılığını zayıflatmaktadır.

Model 20:

Belirlilik katsayısının yüksek olması bağımsız değişkenlerin, endekste ki değişimlerin çok büyük bir kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi anlamlı bulunmuştur. Ancak dolar ve üç aylık mevduat faiz

oranlarının bileşik endeksle aynı yönlü bir ilişkide olması, modelin iktisadi anlamlılığını zayıflatmaktadır.

Model 21:

Belirlilik katsayısı oldukça yüksektir. %95 güven düzeyinde F testi ve t testi anlamlı bulunmuştur. Model 21 istatistik sonuçlar bakımından anlamlıdır. Fakat 1 yıllık mevduat faiz oranının bileşik endeksle aynı yönlü ilişkide olması, modelin iktisadi anlamlılığını zayıflatmaktadır.

Model 22:

Belirlilik katsayısı oldukça yüksektir. Modelin F testi ve t testi sonuçları anlamlıdır. Fakat dolar ve 1 yıllık mevduat faiz oranının bileşik endeksle aynı yönde ilişkide olması, modelin iktisadi açıdan anlamlılığını yitirmesine neden olmaktadır.

Modelleri incelediğimizde bir bütün halinde iktisadi anlamlılığı olan bir model bulunamamıştır. TÜFE ve M1, daha önceki modellerde olduğu gibi bu modellerde de en anlamlı sonuçları veren değişkenler olmuştur. Modellerin standart hatalarını incelediğimizde, en düşük standart hataya sahip olan Model 21'dir. Ayrıca Model 21 en yüksek açıklama gücüne sahip olan modeldir. F testi ve t testi işaretlerinde her hangi bir değişme gözlenmemiştir. Bu nedenle Model 21, istatistik sonuçlar bakımından en anlamlı modeldir.

ANALİZ SONUCU:

Analiz kapsamında incelenen değişkenlerden sadece TÜFE ve M1, hem istatistik sonuçlar bakımından hem de iktisadi anlamlılık bakımından en iyi sonuçları veren değişkenler olmuştur. TÜFE ve M1 ile ilgili hipotezlerde, her iki değişkenin de İMKB bileşik endeksiyle pozitif yönde bir ilişkide olması beklenmiştir. Analiz sonuçları da, analizin başında kurulan hipotezleri doğrulamıştır. TÜFE ve M1'in İMKB bileşik endeksiyle pozitif yönde bir ilişkide olması, İMKB bileşik endeksindeki değişimlerle, TÜFE ve M1'deki değişimlerin aynı yönlü bir ilişkide olduğunu göstermektedir. Analiz sonucuna göre, TÜFE ve M1 arttıkça (azaldıkça), İMKB bileşik endeksi artacak (düşecek) tir.

TÜFE ve M1 ve bileşik endeks birlikte ele alındığında da, hem istatistik sonuçlar hem de, ekonomik sonuçlar anlamlı bulunmuştur. Bu değişkenlerin birlikte bileşik endeks üzerindeki etkileri, değişkenleri bağımsız olarak ele aldığımızda vardığımız sonuçlarla aynıdır.

ABD Doları ve mevduat faiz oranları ile ilgili hipotezlerde beklentiler, analiz sonuçlarıyla bağdaşmamaktadır. Bu iki değişken ile ilgili hipotezlerde, her iki değişkenin de, İMKB bileşik endeksiyle negatif yönlü bir ilişkide olması beklenmiştir. Analiz sonucunda ise, her iki değişkenin, İMKB bileşik endeksiyle pozitif yönlü bir ilişkide olduğu saptanmıştır. Analiz sonucuna göre, ABD doları ve mevduat faiz oranları arttıkça (azaldıkça), İMKB bileşik endeksi de artacak (azalacak) tir. Oysa ilgili değişkenlere ilişkin hipotezlerde ise, ABD doları ve mevduat faiz oranları arttıkça (azaldıkça), İMKB bileşik endeksinin düşmesi (artması) beklenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, İMKB bileşik endeksiyle anlamlı ilişkide bulunan iki ekonomik faktör; TÜFE ve M1 tespit edilmiştir. ABD doları ile, mevduat faiz oranlarının, İMKB bileşik endeksiyle anlamlı bir ilişki içinde olmadığı sonucunu ulaşılması, bu değişkenler ile ilgili nominal verilerin, analizde kullanılmasından ileri gelmiş olabilir. Analize dahil edilen değişkenlere ilişkin reel verilerin kullanılması halinde daha anlamlı sonuçlar elde edebilmek mümkündür.

SONUÇ:

İMKB 1986'dan bu yana, oldukça dalgalı bir trend izlemiştir. İMKB'nin kurulduğundan bu yana istikrarlı bir yapıya kavuşamamasının altında Türkiye'nin siyasi konjonktürü, ekonomik konjonktürü, çevre ülkelerde meydana gelen gelişmeler yatar. Türkiye'nin çevre ülkelerinde siyasi dalgalanmalar çok sık meydana gelmektedir. Bunun yanında Türk siyasi hayatının 1990'lı yıllarda yeniden koalisyonlu dönemlere girmesi siyasi istikrarsızlığı artırmıştır. Siyasi istikrarsızlık, sık sık seçime gidilmesine ve ekonominin yapısal sorunlarının çözümünün arka planda kalmasına neden olmuştur. Türkiye'nin komşu ülkelerindeki siyasi oynaklıklar, siyasi oynaklıkların krize, savaşa dönüşmesi, Türkiye'nin siyasi ve ekonomik yapısının istikrarsızlığı, İMKB'nin istikrarsız bir yapıya sahip olmasında başlıca etkindir. Ayrıca İMKB'nin yapısı da kurumsal yatırımcıların borsaya çekilmesini engellemiştir. Kurumsal yatırımcılar, İMKB'yi istikrara kavuşturacak en önemli unsurdur. Ancak İMKB'nin yapısının oynak olması, spekülasyonların ve manipülasyonların yoğun olması İMKB'nin bir yatırım aracı olarak görülmesine engel olmuştur.

İMKB'nin ve sermaye piyasasının gösterdiği gelişme, bu piyasaların temel işlevini yerine getirmesini engellemiştir. Sermaye piyasasının temel amacı tasarrufların sanayi kesimine ucuz maliyetle aktarılmasıdır. Ancak faiz oranlarının, döviz kurlarının enflasyon oranlarının istikrarsız bir trend izlemesi sermaye piyasasının ve İMKB'nin gerçek işlevini yerine getirmede engel olmuştur.

İMKB'de spekülasyonların ve manipülasyonların yoğun olması küçük tasarruf sahiplerinin borsadan uzak kalmasına neden olmuştur. Özellikle spekülatörlerin, hisse senetleri fiyatları ucuzladığında alıma geçmeleri ve küçük tasarruf sahiplerinin de alıma geçmesi, hisse senedi fiyatları yükselince, spekülatörlerin ellerindeki hisse senetlerini satması hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Küçük tasarruf sahipleri bu gelişmeyi bilinçli olarak takip edemedikleri için zarara uğrayabilmektedirler.

Kamu kesimi borçlanma gereğinin, bütçe açıklarının çok yüksek oranlarda ve tutarlarda seyrettiği, alt yapı yatırımlarının günün ekonomik, mali, sosyal ve teknolojik

gelişmeleri izlemenin yanında asgari düzeylerin bile altında kaldığı bir sistemde, zaten istenilen noktalara bir türlü gelmeyen sermaye birikiminin de özel sektörle devlet (kamu) kesimi tarafından paylaşılabilmesi sonucunda, sadece bazı kanunlarla (özellikle vergi mevzuatı) teşvikler sağlayarak borsanın özendirilmesinin sağlanması, diğer bir deyişle sermaye birikiminden borsanın pay almasını ve kurumsallaşabilmesini beklemek doğru olmayacaktır.

Zaman içerisinde ülkede sermaye birikiminin artması, özel sektörün zaman içerisinde devlet ile yarışabilecek güce ulaşması, borsayı olumsuz etkilere karşı koruyacak olan kuruluşların artması, menkul kıymetler yatırım fonlarının ve ortaklıklarının büyümesi, yabancı kurumsal yatırımcıların borsaya çekilmesi, Türkiye’de kurumsal yatırımcı sayılabilecek özel sigorta şirketlerindeki birikimlerin borsaya kaymaya başlaması, borsada yapılacak yatırımların getirilerinin vergilendirme açısından önemli ölçüde desteklenmesi, halkın borsada yatırım yapma bilincinin bazı araçlarla sağlanması, borsamızın zaman içerisinde ve kısa sürede ideal düzeyde de olmasa borsanın kurumsallaşmasına çok büyük ve olumlu etkileri olmuştur.

İncelenen modellerde TÜFE ile İMKB bileşik endeksinin aynı yönde hareket ettiği saptanmıştır. Bu olayın arkasında yatan neden: enflasyondaki artış sonucunda borsaya kayıtlı şirketlerin karlarında fiktif olarak ortaya çıkan artışların, hisse senedi sahiplerinin elde ettiği temettü gelirlerini, bedelli ve bedelsiz olarak hisse senedi edinimlerini yüksek tutarlarda oluşturmasıdır. Tabii bu noktada yüksek tutarlarda çıkan şirket karlarının tamamının fiktif olduğunu söylemek de yanlış olacaktır.

Türkiye’de yüksek oranlarda gerçekleşen enflasyonun altında yatan temel etkenlerden en önemlisi 1980’li yıllarda başlayan tüketim eğiliminin, devamlı yükselen bir trend içerisinde olmasıdır. Tüketim trendinin sürekli yükselme sonucu tüketimin çoğu zaman üretimin çok üzerinde kalması, bazı büyük firmalarında monopol olarak çalışması, borsada kayıtlı şirketlerin az üretimle dahi yüksek düzeyde kar elde etmelerini sağlamaktadır. Böylece enflasyonla borsa endeksi arasında olumlu yönde gelişen trend aslında bir noktada da enflasyonu etkileyen tüketim trendinden dolayı gerçekleşmektedir.

Diğer bir yönden uzun zamandır borsa endeksinin çıkışını sağlayan hisse senetlerinin büyük bir kısmı kamu kağıdıdır. Kamu kesimindeki açıkların kapatılmasında kullanılmak için, söz konusu bu şirketler, monopol olma avantajlarını da kullanarak emtia fiyatlarına yüksek oranlarda zamlar yapmakta, bu bir yönden enflasyonu olumsuz olarak etkilerken karlarını çok yüksek açıklamalarına neden olmaktadır. Bunun sonucunda borsada yer alan bu şirketlerin hisse senetlerine, hem yurt içinden hemde yurt dışından talep artmakta ve borsa endeksini olumlu yönde etkilemektedir. Aynı zamanda ülkemizde 1980'lerden buyana özelleştirme politikaları sonucunda, özelleştirme kapsamına alınan kurumlara verilen teşvikler (nakdi olan veya olmayan teşvikler), ve ya bilançolarında yapılan makyajlamalar sonucunda karlarının çok yüksek boyutlarda gerçekleşerek yatırımcıya iyi prim sağlamaları da borsayı olumsuz koşullara rağmen olumlu yönde etkilemektedir.

İncelenen modellerde ABD Dolar'ı ile İMKB bileşik endeksinin aynı yönlü trende sahip olduğu saptanmıştır. Bu durum şöyle açıklanabilir:

Dolar ile borsa arasında aynı yönde bir trend söz konusudur. Yıllardır Türkiye ekonomisinde gerçekleşen yüksek oranlı enflasyonlar ve tam olarak serbest bir ekonomi içersinde oluşmayan döviz kurları nedeniyle Türk Lirası genellikle dolar karşısında reel olarak değer kazanmıştır. Borsadaki şirketlerinde zaman içerisinde yüksek karlar açıklamaları borsada değerlendirilen yabancı sermayeye sağlanan (özellikle, uygulanan liberalist politikalar ve vergisel teşvikler ile) sonucunda borsaya çekilen büyük yabancı sermayelerle borsanın dolar kurunu aynı yönde hareket ettiğini söylenebilir. Aslında buradaki ilişki, dolar yükseldiği zaman borsada yükselir anlamındaki bir neden sonuç ilişkisi değildir. Dolar zaman içerisinde , yüksek enflasyon nedeniyle yükselmek zorundadır. Bu noktada ilişki aynı yönlüdür. Ama ilişkiyi aynı yönlü kılan asıl etken dolar kurunun yeteri kadar yükselmemesi ve sonuç da Türk Lirası'nın dolar karşısında reel olarak değer kazanmasıdır.

Türkiye'de uygulanan hatalı kur politikaları sonucunda Türk Lirası diğer paralar karşısında reel olarak değer kazanmaktadır. Bunun sonucunda da gerek yabancı sermayenin içeriye girişi, gerek bankaların döviz pozisyonlarında meydana gelen

açıklarla, Türk Lirasına olan talep artmakta ve bu durum piyasada Türk Lirası sıkışıklıklarına neden olmaktadır. Böylece M1 para arzı gerek bu nedenle gerekse enflasyondaki yükseliş sonucunda arttığı sürece borsaya giren nakit parada da bir artış olmakta böylece borsa olumlu yönde etkilenmektedir. Bu açıklamalar borsanın reel bazda bir getiri sağladığı sonucunu verse de asıl neden İMKB'de manipülasyonlar sonucunda elde edilebilecek çok yüksek getiridir. Çünkü İMKB daha tam anlamıyla kurumsallaşmadığından dolayı çok önemli miktarda olmayan nakit girişleri sonucunda olumlu yönde etkilenmektedir.



KAYNAKÇA

KİTAPLAR:

Akgüç, Öztin; "Finansal Yönetim", Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, 1994.

Akkaya Şahin, Pazarlıoğlu Vedat; Ekonometri I, Anadolu Matbaacılık, Üçüncü Baskı, İzmir 1995.

Alexander Gordon; Sharpe William, Fundamentals of Investment; Prentice Hall, Inc., Englewood Clifts, New Jersey, 07632, USA, 1989.

Aslan, Nurdan; "Uluslar arası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri", Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997.

Başol, Koray; "Türkiye Ekonomisi", Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1994.

Brigham, Eugene, Fundamentals of Financial Management, 6th, The Dryden Press, Orlando, FL 32887, USA, 1992.

Brigham, Eugene, Fundamentals of Financial Management, 7th, The Dryden Press, Orlando, USA, 1995.

Buzlupınar, Elif, Doğu Murat Teker Bahadır, Sancar Yasemin; OECD Ülkelerinde Menkul Kıymet Borsaları, SPK Yayın No:49, Ankara 1996.

Canbaş, Serpil, Doğukanlı, Hatice; Finansal Pazarlar, Beta Basın Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1997.

Ceylan, Ali – Korkmaz, T.; "Uygulamalı Portföy Yönetimi", Ekin Kitabevi Yayınları, No: 16, Bursa, 1993

Çakıcı, Metin; Temel İstatistik, Emek Matbaacılık, Manisa 1991.

Çapanoğlu, Mustafa Birol; “Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları”, Beta Basın-Yayın-Dağıtım A.Ş., No:380, İstanbul, 1993.

Demir, Osman; “Ekonomide Devlet”, Ankara, 1997.

Elton Edwin J., Gruber Motin J., “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis”, USA 4th, 1991.

Fabozzi Frank J.; Modigliani Franco: Capital Markets, USA: Prentice Hall Inc. 1992.

Karabiyik, Lale; “Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri”, Marmara Kitabevi, No: 17, Bursa, 1997.

Kargı, Nihal; “Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri, Türkiye Örneği”, SPK Yayınları, No:115, Ankara, 1998.

Karlık, Rıdvan; “Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim”, Beta Basın-Yayın-Dağıtım A.Ş., No: 607, İstanbul, 1996.

Karslı, Muharrem; “Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler”, İrfan Yayıncılık ve Tanıtım Limited Şirketi, İstanbul, 1989.

Kepenek, Yakup; Yentürk, Nurhan; “Türkiye Ekonomisi”, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1996.

Kıyılar, Murat, Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi, SPK Yayın No:86, 1997.

Kidwell, David S., Peterson, Richard L., Blackwell David W., "Financial Institutions, Markets and Money", USA, 5th, The Dryden Press. 6277 Sea Harbor Drive, Orlando, FL 32887, 1993.

Miller R., Leroy; David VanHoose, Modern Money and Banking, 3th, McGraw-Hill, Inc., USA, 1993.

Parasız, İlker; "Para, Banka ve Finansal Kuruluşlar", Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1991.

Reilly Frank R.; Investment Analysis and Portfolio Management, USA: 4th Edition, The Dryden Press, Orlando, 1994.

Ritter Lawrences, Silber William L.; Principles of Money, Banking and Financial Markets, USA: 7th Edition, Harper Collins Publishers, 1991.

Rose, Peter; Money and Capital Markets, Business, Publications, Inc., Pbn, Texas 75075, USA, 1983.

Schall Lawrence D., Halley Charles: Introduction to Financial Management, USA, McGraw-Hill, Inc, 1991.

Sarıkamış, Cevdet; "Sermaye Pazarları", Alfa Basın-Yayın-Dağıtım, İstanbul, 1995.

Seyidođlu, Halil; "Uluslar arası İktisat", Güzem Yayınları, İstanbul, 1991.

Stephen, M.; Title H., The Economics of Money and Banking, 9th, Harper & Row, Publishers, New York, USA, 1986.

Taner, Berna; Polat Lale; "Sermaye Piyasası, Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler", Senbil Ofset, İzmir, 1992.

Türk, İsmail; "Maliye Politikası", Turan Kitabevi Basın-Yayın Tic. Ltd. Şti., Ankara, 1996.

Uluatam Özhan; "Makro İktisat", Baron Ofset, Ankara, 1993.

Yıldırım, Abdurrahman; "Tophane'de Büyük Oyun, Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü", Güncel Yayıncılık Ltd. Şti., İstanbul, 1995.

Yıldırım, Abdurrahman; "Borsada Dördüncü Perde", Alfa Basın-Yayın-Dağıtım, No: 312, İstanbul 1996.



MAKALELER:

Bohren, Oyvind, Risk Components and the Market Model: a Pedagogical Note, Applied Financial Economics, June 1997, Liverpool L693PX, UK.

Erdem Metin; Türkiye’de Devlet Borçlanmasındaki Gelişmeler, İsmail Türk’e Armağan Kitap, SPK Yayın No: 54, Ankara 1996.

Kalça, Adem; Kayıt Dışı Ekonominin Özel Sektörü Dışlama Etkisi, T.C. Marmara Üniversitesi, Ekonomik İlişkiler Araştırma ve Uygulama Merkezi.

Kargı, Nihal; Terzi, Harun; Türkiye’de İMKB, Enflasyon, Faiz Oranı ve Reel Sektör Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin Belirlenmesi, İMKB Dergisi, Cilt 1, No:4, Ekim-Aralık 1997.

Kargı, Nihal; Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, SPK Yayınları No: 115, Ankara 1998.

Kocaman, Berna; Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler, İMKB Araştırma Yayınları, No:5, Haziran 1995.

Liljebloomand Marianne Stenius; Macro Economic Volatility and Stock Market Volatility: Emirical Evidence on Finnish Data, Applied Financial Economics, 1997, Liverpool L693PX, UK.

Üreten, Naile; Özçam, Ferhat; Finansal Piyasalarda Yatırımcı Dağılımları, Teknik Analiz ve Türk Hisse Senedi Yatırımcıları, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ankara 1996.

Yamak, Nebiye; Yamak, Fehmi; Para İkamesi, Dolarizasyon ve Türkiye Örneği, Yaman Aşkoğlu’na Armağan Kitap, SPK Yayınları 56, Ankara 1997.

Yılmaz, Mustafa Kemal; Hisse Senedi Fiyat Oynaklığı ve vade Yapısı: Türkiye İçin Genel Bir Değerlendirme, İMKB Dergisi, Temmuz-Eylül 1997.

BÜLTENLER:

T.C. Merkez Bankası 1990 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1991 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1993 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1994 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1995 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1996 Yıllık Rapor.

T.C. Merkez Bankası 1997 Yıllık Rapor.



Tablo 1: İNKB Bileşik Endeksi (1986 = 1)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	36,41	42,13	49,26	43,83	201,05	252,29	494,9	1605	3547,18
ŞUBAT	35,16	51,03	36,04	59,24	150,04	291,23	605,47	1012	3272,21
MART	32,94	45,3	40,77	58,64	140,87	398,37	670,45	1613	3250,06
NİSAN	33,08	35,54	36,86	78,08	150,97	466,15	647,23	1427	
MAYIS	38,53	36,26	32,97	83,76	147,49	473,71	611,5	1505	
HAZİRAN	41,33	35,87	44,07	107,79	217,52	482,33	704,89	1857	
TEMMUZ	53,84	30,41	42,64	100,78	197,66	519,44	633,66	1953	
AĞUSTOS	49,39	33,01	41,58	123,57	252,82	451,4	645,33	1980	
EYLÜL	50,85	29,38	39,76	150,8	268,26	417,08	724,53	2593	
EKİM	45,7	27,47	36,43	145,01	248,9	463,25	820,06	2846	
KASIM	32,57	40,58	37,86	189,77	201,81	391,14	917,58	2879	
ARALIK	32,56	43,69	40,04	206,83	272,57	400,25	976	3451	

Tablo 2: ABD Doları Merkez Bankası Satış Fiyatı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	2352	3048	5497	8832	17238	40474	62700	115890	215220
ŞUBAT	2413	3337	5879	9204	10297	41433	65843	122080	229560
MART	2485	3708	6254	9470	22182	42074	70929	126880	241870
NİSAN	2527	3961	6607	9669	34155	42480	74608	135280	
MAYIS	2506	4059	6834	10144	31794	42740	78161	140390	
HAZİRAN	2660	4339	6882	10882	31794	42802	81689	147380	
TEMMUZ	2675	4404	7073	11555	31226	45115	83418	159570	
AĞUSTOS	2695	4601	7065	11770	31079	47987	86233	166210	
EYLÜL	2739	4728	7332	12106	33017	49129	91384	173640	
EKİM	2781	4934	7887	12993	34107	51058	95794	181110	
KASIM	2817	5073	8298	13751	36396	54521	101830	194350	
ARALIK	2933	5085	8573	14487	38495	59000	108045	205740	

Tablo 3: Tüketici Fiyat Endeksi (1987 = 100)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	362	586,4	1046,7	1672,3	2837	6542,1	11810,9	20404,1	41133,9
ŞUBAT	378	618,2	1099,4	1738,8	3007,5	6918,1	12272,5	21603,2	43077,2
MART	397,6	645,2	1152,0	1821,7	3163,3	7201,8	12879,2	22818,4	44780
NİSAN	424	687,5	1196,2	1901,6	3944,8	7665,5	13770,1	24586	
MAYIS	437,3	710,4	1208,7	1991,4	4337,4	7911,2	14423,8	25614	
HAZİRAN	443,6	713,4	1212,6	2027,9	4377	8069,9	14721,8	26192,9	
TEMMUZ	439,5	741	1228,6	2126,9	4452,6	8304,7	14928,8	27355,3	
AĞUSTOS	450,7	770,5	1275,5	2183,7	4543,1	8625,3	15630	29129,3	
EYLÜL	489,9	817,4	1370,5	2305,8	4868,3	9311,4	16643,2	31381,8	
EKİM	523,4	871,3	1474,1	2464,7	5330,4	10036,1	17925,5	34412,7	
KASIM	549,6	917	1546	2622,3	5761,9	10592	18897,5	36779,3	
ARALIK	559,2	957	1588,3	2717,2	6127	10962	19344,8	38535,8	

Tablo 4: M1 (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	17708	29335,8	41377	73011	111110	200588,7	350530	824167	1471900
ŞUBAT	17961,8	28976,1	41398,2	71845	108955	245685,9	422327	913261	1489284
MART	18794,6	27977,8	44437,1	79818	118470,8	231484,7	419517	982161	1455103
NİSAN	21493,3	29884,2	46090,1	79141	120039	279266	451424	1083889	
MAYIS	20878,4	29552,2	46890,4	84991	138630	285067,7	465410	1046080	
HAZİRAN	23958	32991,2	52996,2	91761	147680	310768,5	484085	1065690	
TEMMUZ	24427,9	33330,7	52584,7	93364	168658,4	341681,5	518505	1136698	
AĞUSTOS	25529,9	35397,5	57495,7	100084	189920	352833,5	584325	1124236	
EYLÜL	26190,4	38129,4	59578,7	102976	205629,5	366934,8	607187	1137776	
EKİM	26676,2	39478,5	62806,5	108926,5	209852,3	374998,7	615822	1200829	
KASIM	26198,6	38581	64727,3	109235	205854	363557,6	711255	1196857	
ARALIK	31398	46793	67677,1	116366	214193	388184,5	769707	1255444	

Tablo 5: M2 (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	46788,7	69650,7	116986,6	191592	277501	624872,1	1251641	2883923	5674408
ŞUBAT	48120,7	71592	121955,5	198344	280642	716798	1387230	3042738	5755844
MART	49834,7	72807,3	127644,8	210331	295422,5	759543,5	1428753	3168033	5867220
NİSAN	53063,8	75921,5	132183,1	212284	304716	850548,6	1535354	3401289	
MAYIS	53644,4	78205,4	136599,5	218184	378012	893611,8	1652177	3497374	
HAZİRAN	57439	83877	145003,7	225207	441230	972396,8	1758967	3703159	
TEMMUZ	58837,2	86115,6	147182,8	228922,8	526748,4	1047599,6	1867167	3982045	
AĞUSTOS	60779	91341,8	155713,6	238913	558517,7	1097031,8	2039109	4141756	
EYLÜL	62285	97021,3	160635,7	243924	558936,5	1113786,4	2197939	4348868	
EKİM	64696	102170,2	166417,5	251890,3	583217,3	11128633	2329584	4748227	
KASIM	65719,8	104629,8	172513,8	256708	565402	1180854,2	2512852	4880911	
ARALIK	71569,6	117118,3	179160,6	268063	604136	1256631,5	2662111	5060017	

Tablo 6: M3 (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
OCAK	51700,5	73871,2	123549,5	205217	301441	684522,4	1357563	3116852	6192973
ŞUBAT	51799,5	75733,9	128831,6	211451	305824	770495,5	1508113	3299529	6320944
MART	53509	76808	136526	224168	314938,5	820297	1547305	3402305	6518035
NİSAN	57443,8	81801,9	140904,1	228814	324446	902635,6	1656948	3650414	
MAYIS	57841,6	83242,3	146193,5	236336	393876	959505,1	1789783	3752527	
HAZİRAN	60986,8	88804,7	154416,9	243471	462810	1040680,1	1894869	3981080	
TEMMUZ	63656,2	91526,8	157437,8	248787,8	560059,4	1132646,2	1995364	4347959	
AĞUSTOS	65103	96147,8	167505,6	260119	598033,7	1179981,4	2199758	4667480	
EYLÜL	66514,6	102332	171809,7	262480	595748,5	1206567	2355037	4944436	
EKİM	68853,3	109424,6	176917,5	271288,3	606471,3	1228161,3	2489087	5491882	
KASIM	70531,7	111302,2	185140,8	277848	606425	12701123,2	2733349	5740208	
ARALIK	76127,2	123148,6	190779,6	289049	648413	1337217,5	2869859	5888428	

Tablo 7: Mevduat Faiz Oranları

1990				1991			
1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL	1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL
OCAK	36,5	47	49,5	OCAK	40	51,9	53,3
ŞUBAT	36	46,7	49,1	ŞUBAT	42,3	53,4	54,8
MART	36	46,7	49,2	MART	46	59,3	59,2
NİSAN	36	46,7	49,2	NİSAN	48,4	50,8	50,5
MAYIS	36	46,8	49,3	MAYIS	52	62	61,6
HAZİRAN	36,2	46,9	49,3	HAZİRAN	52,1	61,2	60,3
TEMMUZ	36,2	47	49,2	TEMMUZ	52,8	62,1	60,6
AĞUSTOS	36,3	47	49,2	AĞUSTOS	53,8	63,8	61
EYLÜL	36,4	47,1	49,3	EYLÜL	57,5	68,5	64,1
EKİM	37,2	48	49,9	EKİM	57,9	69,6	64,8
KASIM	41,1	50,6	53,3	KASIM	58,1	69,8	64,8
ARALIK	38,7	50,7	52	ARALIK	58	69,6	70,6
1992				1993			
1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL	1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL
OCAK	57,4	68,7	69,7	OCAK	57,7	69,1	69,3
ŞUBAT	56,9	68,1	69,1	ŞUBAT	55	66,4	69,4
MART	56,9	68	69	MART	52,7	63,7	69,3
NİSAN	58	69,2	69,8	NİSAN	52,8	63,8	69,4
MAYIS	58,4	69,4	69,6	MAYIS	52,8	64	69,5
HAZİRAN	58,4	69,7	69,7	HAZİRAN	52,8	64	69,6
TEMMUZ	57,9	69,4	69,4	TEMMUZ	52,8	64	69,5
AĞUSTOS	57,1	68,4	68,5	AĞUSTOS	52,8	64	69,5
EYLÜL	57,1	68,1	68,3	EYLÜL	52,9	64	69,2
EKİM	57,1	68	68,9	EKİM	52,9	64	69,3
KASIM	57,5	68,8	69,5	KASIM	52,9	64	69,2
ARALIK	57,6	69,1	69,5	ARALIK	52,9	64	69,1
1994				1995			
1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL	1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL
OCAK	58,4	67,7	72,6	OCAK	73,1	87	90,5
ŞUBAT	68,7	85,4	86,6	ŞUBAT	71,9	87,4	90,8
MART	71,4	87,1	87,7	MART	64,6	78,7	87,2
NİSAN	116,1	131,4	106,4	NİSAN	62,3	73,7	78,6
MAYIS	118,7	131,8	110,8	MAYIS	62,8	73,1	78,2
HAZİRAN	114,5	121,7	114,8	HAZİRAN	62,4	73,1	78,3
TEMMUZ	64,5	79,3	114,3	TEMMUZ	58,3	69,1	73,8
AĞUSTOS	54,5	67,5	75	AĞUSTOS	57,3	68,8	73,6
EYLÜL	54,4	67,3	73,2	EYLÜL	60,8	69,1	73,9
EKİM	49,7	62,5	66,5	EKİM	60,2	69,4	73,8
KASIM	59,8	74,5	77,8	KASIM	73,8	78,2	83,1
ARALIK	61,8	77,3	81,1	ARALIK	83,7	83,9	84,4
1996				1997			
1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL	1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL
OCAK	85,3	85,48	84,72	OCAK	73,59	77,16	83,18
ŞUBAT	83,35	84,83	84,66	ŞUBAT	71,39	76,62	82,76
MART	80,53	82,71	84,31	MART	70,81	76,54	82,58
NİSAN	76,86	79,74	84,2	NİSAN	70,95	76,03	82,55
MAYIS	75,76	79,44	83,85	MAYIS	70,74	76,84	82,58
HAZİRAN	75,61	79,11	84,2	HAZİRAN	70,51	77,41	82,88
TEMMUZ	75,5	79,62	84,54	TEMMUZ	70,6	79,23	82,71
AĞUSTOS	75,64	79,69	84,57	AĞUSTOS	75,64	82,6	90,2
EYLÜL	75,44	79,63	84,64	EYLÜL	75,9	82,18	90,27
EKİM	75,04	79,45	84,42	EKİM	76,14	82,57	90,7
KASIM	75,53	79,64	84,72	KASIM	78,17	82,92	91,17
ARALIK	76,06	79,63	84,62	ARALIK	78,27	83,2	91,53
1998							
1 AY	3 AY	6 AY	1 YIL				
OCAK	78,19	82,59	92,27				
ŞUBAT	77,83	82,79	91,34				
MART	77,54	82,73	91,21				

MODEL 1

Correlation:

	ENDEKS	TUFE
ENDEKS	1.000	.976
TUFE	.976	1.000

Multiple R	.97633
R Square	.95323
Adjusted R Square	.95275
Standard Error	1.86203

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	6854.21720	6854.21720
Residual	97	336.31504	3.46717

F = 1976.89368 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TUFE	7.526084E-04	1.69269E-05	.976334	44.462	.0000
(Constant)	-1.074196	.238147		-4.511	.0000

MODEL 2

Correlation:

	ENDEKS	DOLAR
ENDEKS	1.000	.972
DOLAR	.972	1.000

Multiple R	.97235
R Square	.94547
Adjusted R Square	.94490
Standard Error	2.01062

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	6798.40013	6798.40013
Residual	97	392.13210	4.04260

F = 1681.69045 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
DOLAR	1.387404E-04	3.38322E-06	.972351	41.008	.0000
(Constant)	-1.220500	.259782		-4.698	.0000

MODEL 3

Correlation:

	ENDEKS	M1
ENDEKS	1.000	.965
M1	.965	1.000

Multiple R	.96501
R Square	.93124
Adjusted R Square	.93053
Standard Error	2.25773

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	6696.09014	6696.09014
Residual	97	494.4210	5.09734

F = 1313.64370 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
M1	2.065463E-05	5.69874E-07	.965006	36.244	.0000
(Constant)	-1.181817	.291916		-4.048	.0001

MODEL 4

Correlation:

	ENDEKS	BIRAY
ENDEKS	1.000	.449
BIRAY	.449	1.000

Multiple R	.44941
R Square	.20197
Adjusted R Square	.19374
Standard Error	7.69137

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1452.28640	1452.28640
Residual	97	5738.24584	59.15717

F = 24.54962 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
BIRAY	.235461	.047520	.449413	4.955	.0000
(Constant)	-9.084745	3.038384		-2.990	.0035

MODEL 5

Correlation:

	ENDEKS	UCAY
ENDEKS	1.000	.351
UCAY	.351	1.000

Multiple R	.35122
R Square	.12335
Adjusted R Square	.11431
Standard Error	8.06134

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	886.97077	886.97077
Residual	97	6303.56147	64.98517

F = 13.64882 Signif F = .0004

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
UCAY	.197544	.053471	.351216	3.694	.0004
(Constant)	-8.591463	3.892551		-2.207	.0297

MODEL 6

Correlation:

	ENDEKS	ALTIAY
ENDEKS	1.000	.503
ALTIAY	.503	1.000

Multiple R	.50349
R Square	.25350
Adjusted R Square	.24581
Standard Error	7.43891

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1822.80871	1822.80871
Residual	97	5367.72352	55.33736

F = 32.93993 Signif F = .0000

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ALTIAY	.291835	.050852	.503489	5.739	.0000
(Constant)	-16.169541	3.344547		-4.206	.0001

MODEL 7

Correlation:

	ENDEKS	YILLIK
ENDEKS	1.000	.453
YILLIK	.453	1.000

Multiple R .45271
 R Square .20495
 Adjusted R Square .19675
 Standard Error 7.67702

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	1473.67587	1473.67587
Residual	97	5716.85636	58.93666

F = 25.00440 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
YILLIK	.245216	.049039	.452710	5.000	.0000
(Constant)	-14.616161	4.091163		-3.573	.0006

MODEL 8

Correlation:

	ENDEKS	M1	BIRAY
ENDEKS	1.000	.965	.449
M1	.965	1.000	.519
BIRAY	.449	.519	1.000

Multiple R .96685
 R Square .93481
 Adjusted R Square .93345
 Standard Error 2.20979

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6721.74777	3360.87389
Residual	96	466.78446	4.88317

F = 688.25637 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
BIRAY	-.036605	.015949	-.069866	-2.292	.0241

MODEL 9

	ENDEKS	M1	UCAY
ENDEKS	1.000	.965	.351
M1	.965	1.000	.406
UCAY	.351	.406	1.000

Multiple R .96605
 R Square .93325
 Adjusted R Square .93186
 Standard Error 2.23604

Analysis of Variance			
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6710.54409	3355.27204
Residual	96	479.98814	4.99988

F = 671.07098 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
UCAY	-.027600	.016233	-.049070	-1.700	.0923
M1	2.108146E-05	6.17711E-07	.984948	34.128	.0000
(Constant)	.645613	1.113117		.580	.5631

MODEL 10

Correlation:

	ENDEKS	M1	ALTIAY
ENDEKS	1.000	.965	.503
M1	.965	1.000	.564
ALTIAY	.503	.564	1.000

Multiple R .96630
 R Square .93373
 Adjusted R Square .93235
 Standard Error 2.22787

Analysis of Variance			
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6714.04611	3357.02306
Residual	96	476.43612	4.96340

F = 676.35593 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ALTIAY	-.035093	.018450	-.060540	-1.902	.0602
M1	2.138608E-05	6.81258E-07	.999180	31.392	.0000
(Constant)	1.184927	1.277238		.928	.3559

MODEL 11

Correlation:

	ENDEKS	M1	YILLIK
ENDEKS	1.000	.965	.453
M1	.965	1.000	.528
YILLIK	.453	.528	1.000

Multiple R	.96731
R Square	.93569
Adjusted R Square	.93435
Standard Error	2.19480

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6728.08817	3364.04409
Residual	96	462.44406	4.81713

F = 698.35092 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
YILLIK	-.042543	.016507	-.078541	-2.577	.0115
M1	2.154197E-05	6.52255E-07	1.006463	33.027	.0000
(Constant)	2.017754	1.273457		1.584	.1164

MODEL 12

Correlation:

	ENDEKS	M1	TUFE
ENDEKS	1.000	.965	.976
M1	.965	1.000	.992
TUFE	.976	.992	1.000

Multiple R	.97678
R Square	.95410
Adjusted R Square	.95315
Standard Error	1.85413

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6860.50494	3430.25247
Residual	96	330.02729	3.43778

F = 997.80911 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TUFE	9.337910E-04	1.35026E-04	1.211376	6.916	.0000
M1	-3.07041E-06	3.74917E-06	-.136895	-1.352	.1794
(Constant)	-1.016697	.240917		-4.223	.0001

MODEL 13

Correlation:

	ENDEKS	TUFE	UCAY
ENDEKS	1.000	.976	.351
TUFE	.976	1.000	.424
UCAY	.351	.424	1.000

Multiple R	.97877
R Square	.95799
Adjusted R Square	.95711
Standard Error	1.77392

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6888.43968	3444.21984
Residual	96	302.09255	3.14680

F = 1094.51591 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
UCAY	-.042839	.012990	-.076164	-3.298	.0014
TUFE	7.774862E-04	1.78032E-05	1.008607	43.671	.0000
(Constant)	1.759618	.888756		1.980	.0506

MODEL 14

Correlation:

	ENDEKS	TUFE	ALTIAY
ENDEKS	1.000	.976	.503
TUFE	.976	1.000	.579
ALTIAY	.503	.579	1.000

Multiple R	.97930
R Square	.95902
Adjusted R Square	.95817
Standard Error	1.75198

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6895.86628	3447.93314
Residual	96	294.66595	3.06944

F = 1123.31126 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ALTIAY	-.054120	.014690	-.093364	-3.684	.0004
TUFE	7.942959E-04	1.95379E-05	1.030414	40.654	.0000
(Constant)	2.576589	1.016104		2.536	.0128

MODEL 15

Correlation:

	ENDEKS	TUFE	YILLIK
ENDEKS	1.000	.976	.453
TUFE	.976	1.000	.538
YILLIK	.453	.538	1.000

Multiple R	.98014
R Square	.96067
Adjusted R Square	.95986
Standard Error	1.71626

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6907.76121	3453.88061
Residual	96	282.77102	2.94553

F = 1172.58317 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
YILLIK	-.055458	.013007	-.102384	-4.264	.0000
TUFE	7.950831E-04	1.85111E-05	1.031435	42.952	.0000
Constant)	3.099873	1.003313		3.090	.0026

MODEL 16

	ENDEKS	DOLAR	BIRAY
ENDEKS	1.000	.972	.449
DOLAR	.972	1.000	.556
BIRAY	.449	.556	1.000

Multiple R	.97852
R Square	.95750
Adjusted R Square	.95661
Standard Error	1.78426

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6884.90816	3442.45408
Residual	96	305.62407	3.18358

F = 1081.31403 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
BIRAY	-.069137	.013263	-.131953	-5.213	.0000
DOLAR	1.492083E-04	3.61199E-06	1.045713	41.309	.0000
Constant)	2.549268	.789023		3.259	.0011

MODEL 17

Correlation:

	ENDEKS	1 YIL	DOLAR
ENDEKS	1.000	0.453	0.972
1 YIL	0.453	1.000	0.563
DOLAR	0.972	0.563	1.000

Multiple R	0.979
R Square	0.93481
Adjust R Square	0.93345
Standart Error	1.758937

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6.9E+07	3.4E+07
Residual	96	2970103	30938.576

F = 1113.645 Signif F = 0.0000

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
1 YIL	-7.537	1.360	-0.139	-5.542	0.000
DOLAR	1.499E-02	0.000	1.051	41.846	0.000
(Costant)	442.028	104.185		4.243	0.000

MODEL 18

Correlation:

	ENDEKS	DOLAR	TUFE
ENDEKS	1.000	.972	.976
DOLAR	.972	1.000	.999
TUFE	.976	.999	1.000

Multiple R	.97761
R Square	.95573
Adjusted R Square	.95481
Standard Error	1.82100

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	6872.19113	3436.09556
Residual	96	318.34111	3.31605

F = 1036.20038 Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TUFE	.001484	3.14590E-04	1.925151	4.717	.0000
DOLAR	-1.35570E-04	5.82310E-05	-.950134	-2.328	.0220
(Constant)	-.896297	.245115		-3.657	.0004

MODEL 19

Correlation:

	ENDEKS	TÜFE	3 AY FAİZ	MI
ENDEKS	1.000	0.976	0.351	0.965
TÜFE	0.976	1.000	0.424	0.992
3 AY FAİZ	0.351	0.424	1.000	0.406
MI	0.965	0.992	0.406	1.000

Multiple R	0.980
R Square	0.959
Adjust R Square	0.958
Standart Error	1.751460

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	3	6.9E+07	2.3E+07
Residual	95	29144231	30676.120

F = 749.389

Signif F = 0.0000

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TÜFE	0.102	0.013	1.319	7.841	0.000
ÜÇ AY	-4.580	1.293	-0.081	-3.543	0.001
MI	-6.65E-04	0.000	-0.311	-1.864	0.065
(Constant)	203.612	88.964		2.289	0.024

MODEL 20

Correlation:

	ENDEKS	ÜÇ AY FAİZ	DOLAR	M1
ENDEKS	1.000	0.351	0.972	0.965
ÜÇ AY FAİZ	0.351	1.000	0.448	0.406
DOLAR	0.972	0.448	1.000	0.993
M1	0.965	0.406	0.993	1.000

Multiple R	0.978
R Square	0.956
Adjust R Square	0.955
Standart Error	1.818304

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	3	6.9E+07	2.3E+07
Residual	95	3140917	33062.280

F = 693.019 Signif F = 0.000

Variables of Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ÜÇ AY FAİZ	-7.029	1.451	-0.125	-4.844	0.000
DOLAR	2.063E-02	0.003	1.446	7.085	0.000
M1	-9.01E-04	0.000	-0.421	-2.107	0.038
(Constant)	342.956	98.656		3.476	0.001

T.C. YÜKSEK ÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANLARI GENEL MÜDÜRLÜĞÜ

MODEL 21

Correlation:

	ENDEKS	1 YIL	TÜFE	M1
ENDEKS	1.000	0.453	0.976	0.965
1 YIL	0.453	1.000	0.538	0.528
TÜFE	0.976	0.538	1.000	0.992
M1	0.965	0.528	0.992	1.000

Multiple R	0.981
R Square	0.962
Adjust R Square	0.961
Standart Error	1.698626

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	3	6.9E+07	2.3E+07
Residual	95	2741064	28853.305

F = 798.733 Signif F = 0.000

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
1 YIL	-5.672	1.290	-0.105	-4.399	0.000
TÜFE	0.101	0.012	1.309	8.081	0.000
M1	-5.97E-04	0.000	-0.279	-1.734	0.086
(Constant)	326.824	99.759		3.276	0.001

MODEL 22

Correlation:

	ENDEKS	1 YIL	M1	DOLAR
ENDEKS	1.000	0.453	0.965	0.972
1 YIL	0.453	1.000	0.528	0.563
M1	0.965	0.528	1.000	0.993
DOLAR	0.972	0.563	0.993	1.000

Multiple R	0.980
R Square	0.961
Adjust R Square	0.960
Standart Error	1.717510

Analysis of Variances

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	3	6.9E+07	2.3E+07
Residual	95	2802347	29498.394

F = 780.573 Signif F = 0.000

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
1 YIL	-8.653	1.408	-0.160	-6.146	0.000
M1	-9.49E-04	0.000	-0.444	-2.385	0.019
DOLAR	2.144E-02	0.003	1.503	7.861	0.000
(Constant)	528.056	107.938		4.892	0.000