



**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN BORSA İSTANBUL
SEKTÖR ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARINA
ETKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA**

(Yüksek Lisans Tezi)

Ozan AVCI

Kütahya, 2017

T.C.
DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN BORSA İSTANBUL
SEKTÖR ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARINA ETKİSİ
ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA**

Danışman:
Prof. Dr. Ramazan KILIÇ

Hazırlayan:
Ozan AVCI

Kütahya – 2017

Kabul ve Onay

Ozan AVCI'nın hazırladığı “Makroekonomik Faktörlerin Borsa İstanbul Sektör Endekslerinin Performanslarına Etkisi Üzerine Bir Çalışma” başlıklı Yüksek Lisans tez çalışması, jüri tarafından lisansüstü yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği / oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

...../...../2017

Tez Jürisi	İmza	
	Kabul	Red
Prof. Dr. Ramazan KILIÇ (Danışman)		
Yrd. Doç. Dr. Özer ÖZÇELİK		
Yrd. Doç. Dr. Mehmet ŞENGÜR		

Prof. Dr. İsmail KÜÇÜKAKSOY
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yemin Metni

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Makroekonomik Faktörlerin Borsa İstanbul Sektör Endekslerinin Performanslarına Etkisi Üzerine Bir Çalışma” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım kaynakların kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

...../...../2017

Ozan AVCI



Özgeçmiş

1989 yılında Adıyaman Kâhta İlçesinde doğdu. İlköğretimini Yapraklı Köyü İlköğretim Okul'unda, lise eğitimini ise Kâhta Anadolu Lisesi Türkçe Matematik alanında tamamladıktan sonra 2009 yılında Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İktisadi ve İdari Bilimler İktisat Bölümüne başladı 4 yıllık lisans eğitimini de başarı ile bitirdikten sonra, 2013 yılında Yüksek lisans eğitimini Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde başladı.

Çeşitli özel sektör kuruluşlarında çalıştı. Halen yüksek lisans eğitimine devam etmektedir.



ÖZET

MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN BORSA İSTANBUL SEKTÖR ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

AVCI, Ozan

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ramazan KILIÇ

Haziran, 2017, 98 sayfa

Bu çalışmanın amacı, borsa performansını etkileyen faktörleri sektörel bazda incelemek olarak belirlenmiştir. Çalışma kapsamında belirlenmiş olan makroekonomik değişkenlerin (enflasyon, faiz oranı, büyüme oranı, işsizlik oranı, ticaret dengesi, altın fiyatları ve kur değişimi), seçilmiş olan sektör getiri endeksleri (banka, hizmet, gayrimenkul yatırım ortaklığı, gıda içecek, tekstil deri) üzerindeki etkileri araştırılmıştır. 2007-2015 yılları arasında oluşan yıllık değerler, Türkiye İstatistik Kurumu, Merkez Bankası, Borsa İstanbul ve özel yatırım acentelerinden toplanmış ve bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler ise korelasyon ve regresyon analizleri ile tespit edilmiştir. Her bir bağımlı değişken ayrı ayrı incelenmiş olup; alınan değerlerin hepsi, yıllık değişim oranına çevrilerek aynı türden verilerin analize tabi tutulması sağlanmıştır. Regresyon analizi sonuçlarına göre, tüm sektör getiri endekslerinin negatif veya pozitif olmak üzere bir şekilde makroekonomik değişkenlerden etkilendiği görülmüştür. Özellikle kur değişiminin, tüm sektörlerin getiri endeksleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu bulunmuştur. Kur değişikliklerine benzer bir şekilde, araştırma kapsamında incelenen ve sektör getiri endeksleri üzerinde oldukça önemli etkisi olan bir başka değişken ise büyüme oranıdır. Gerçekten de gayrimenkul yatırım ortaklığı, gıda içecek, banka ve tekstil deri sektörleri getiri endeksleri, büyüme oranı değişkeninden pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilenebilmektedir. Banka sektörü getiri endeksi, makroekonomik faktörlerden en fazla etkilenen endeks olarak ortaya çıkmıştır. Buna göre, banka sektörü getiri endeksi kur değişiminden negatif, enflasyon oranı ve büyüme oranından ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilenebilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Borsa, Borsa Performansı, Sektör Getiri Endeksleri, Makro Ekonomik Değişkenler

ABSTRACT**A STUDY ON THE EFFECT OF MACRO ECONOMIC FACTORS ON BORSA
ISTANBUL'S SECTORS' INDICES' PERFORMANCES****AVCI, Ozan****M. Sc. Thesis, Department of Economy****Supervisor: Prof. Dr. Ramazan KILIÇ****June, 2017, 98 pages**

The objective of this study was to examine the effect of macroeconomic variables on stock market performance. Within the context of this study, effect of chosen macroeconomic factors (inflation, interest rates, GDP growth, unemployment rate, balance of trade, gold prices and exchange rates) on sector indices performances (banks, service, property, food and beverage and textile) were examined. The data were collected for the years of 2007-2015 from TUIK, Turkish Central Bank, Borsa Istanbul and private finance institutions and the results were analysed through correlation and regression analysis. Each and every dependent variable was examined separately. The data collected were converted to “change percentage compared to year earlier” in order to make whole data type equal to each other. Regression analyses showed that there is an effect of macroeconomic variables on all sectors' indices' performances. Specifically, Exchange rate has a significant and negative effect on all sectors' indices' performances. Similar to this finding, GDP growth was also found as having a statistically significant and positive effect on food and beverage, property, banking, and textile sectors' indices' performances. Nevertheless, banking sector was found as the primary sector which affected by the macroeconomic variables. In fact, the sector's index performance is affected positively by the inflation rates and GDP growth while affected negatively by the Exchange rates.

Key Words: Stock Market, Stock Market Performance, Sector Indices, Macroeconomic Variables

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM BORSA KAVRAMI VE SERMAYE PİYASASI MODELLERİ

1.1. BORSA KAVRAMI VE TANIMI	4
1.2. BORSANIN TARİHSEL GELİŞİMİ	4
1.2.1. İlk Borsa İşlemleri	4
1.2.2. İlk Borsa Yerleşkeleri	5
1.3. DÜNYA BORSALARI.....	7
1.3.1. Dow Jones.....	7
1.3.2. Nikkei	8
1.3.3. FTSE.....	8
1.3.4. NASDAQ.....	9
1.4. BORSANIN TÜRKİYE’DEKİ GELİŞİMİ	10
1.4.1. Osmanlı Dönemi’nde Borsacılık	10
1.4.2. Cumhuriyet Dönemi’nde Borsacılık.....	12
1.4.3. Borsa İstanbul	12
1.5. TEORİK ÇERÇEVE	13
1.5.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli.....	13
1.5.2. Etkin Piyasa Hipotezi	14
1.5.3. Arbitraj Fiyatlandırma Modeli.....	19

İKİNCİ BÖLÜM BORSA PERFORMANSINI VE GETİRİ ENDEKSLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. BORSANIN EKONOMİDEKİ YERİ	22
2.2. BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER.....	24

2.2.1. İçsel Faktörler	24
2.2.1.1. Mali Yapı Değişkenleri	25
2.2.1.2. Tahmini Şirket Kazancı	25
2.2.2. Dışsal Faktörler.....	25
2.2.2.1. Kurumlar Vergisi Haddindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi	26
2.2.2.2. Hükümet Harcamalarındaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi	26
2.2.2.3. Petrol Fiyatları	26
2.2.2.4. Gayri Safi Milli Hasıla'daki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi	28
2.2.2.5. Fiyatlar Genel Seviyesindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi	29
2.2.2.6. Altın Fiyatları	31
2.2.2.7. Döviz Kurundaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi	33
2.2.2.8. Dış Ticaret Dengesi	33
2.2.2.9. Para Arzındaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi.....	33
2.2.2.10. Faiz Haddindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ...	34
2.2.2.11. FDI (Doğrudan Yabancı Yatırım)	35
2.2.2.12. İşsizlik Oranı.....	36
2.3. BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER DIŞINDAKİ NEDENLER SEBEPLER	37
2.3.1. Yabancı Borsalar ve Sermaye Hareketleri Etkileri.....	37
2.3.2. Sosyo-Politik Etkinliklerde Borsa Hareketleri	38
2.3.3. Siyasi İstikrarsızlığın Borsa Dalgalanmalarındaki Rolü.....	43
2.3.4. Ampirik Çalışmalar	47
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
YÖNTEM, ANALİZ VE BULGULAR	
3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	51
3.2. ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLERİ.....	51
3.3. BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	52
3.3.1. Bağımsız Değişkenler.....	52
3.3.2. Bağımlı Değişkenler	53
3. 4. VERİ TOPLAMA KAYNAKLARI.....	54
3.5. ANALİZ SÜRECİ	55
3.6. KISITLILIKLAR.....	55

3.7. MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN SEKTÖR GETİRİ ENDEKSLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	56
TARTIŞMA, SONUÇ VE ÖNERİLER	59
EKLER.....	62
KAYNAKÇA	84
DİZİN	98



TABLÖLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 3.1: Hipotezler.....	54
Tablo 3.2: Veri Toplama Kaynakları	54
Tablo 3.3: Korelasyon Analizi	56
Tablo 3.4: Regresyon Analizi Sonuçları	57
Tablo 3.5: Hipotez Testi Tablosu	58



ŞEKİLLER LİSTESİ**Sayfa**

Şekil 3.1: Araştırma Modeli	51
--	----



KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Analitik Test
AFM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
ARDL	Dağılmış Ardışık Bağımlılık Modeli
ASP	Average Selling Price
BIST	Borsa İstanbul
BOT	Dış Ticaret Dengesi
BSE	Bombay Borsası
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CSRP	Center for Research in Security Prices
ECM	Hata Düzeltme Modelini
FDI	Foreign Direct Investment
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIBOR	Londra Bankalar arası Faiz Haddi
Nikkei	Nihon Keizai Shimbu
OMX	Alım Satım Platformu
PEX	Filistin Borsası
S&P	Standart & Poor's
SDFM	Sermaye Değeri Fiyatlama Modeli
SVFM	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
TASE	Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası
TSE	Tahran Borsası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
y.y.	Yüzyıl



TEZ METNİ

GİRİŞ

Günümüz artan rekabet ortamında, firmaların varlıklarını sağlıklı bir biçimde devam ettirebilmeleri ve finansal yapılarını kuvvetli bir biçimde koruyabilmeleri, ancak performans göstermeleri sonucunda gerçekleşebilmektedir (Korkmaz vd., 2008: 355). Bu anlamda rekabetin yoğun olduğu ortamda firmalar, ayakta kalmak ve rekabet edebilmek için doğru yatırım kararları almalı, ileriye yönelik yatırım ve finansman planları yapmalı ve böylelikle firma değerini arttırmalıdır (Karadeniz ve Kahiloğulları, 2014: 74). Bu durumun, özellikle sabit giderleri çok yüksek olan, talep esnekliği olan ve dış kaynaklı faktörlerden (ekonomik, sosyal, siyasi ve doğal krizlerden) etkilenen sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler açısından çok daha büyük bir önemi bulunmaktadır (Karadeniz, 2012: 310). Dolayısıyla firmaların, rekabet gücünün sağlıklı ve doğru olarak tespitinde çalışma sermayelerini iyi bir şekilde ölçmeleri, analiz etmeleri ve yatırım kararlarını doğru bir şekilde almaları gerekmektedir (Erdaş, 2015: 1220).

Bunun yanı sıra işletmelerin finansal değerlerini ciddi şekilde etkileyen bazı makroekonomik faktörler de bulunmaktadır. Bu faktörler enflasyon, işsizlik oranı, gayrisafi milli hasıla büyüme oranı, faiz oranları gibi faktörlerdir. Bu faktörler, firmaların işleyişini ve yatırım kararlarını derinden etkileyen faktörlerdir ve bu nedenle firmaların veya bulundukları sektörlerin genel performansında belirleyici rol oynamaktadırlar. Bu anlamda işletmeler ve yatırımcılar bu makroekonomik faktörleri, bu faktörlerde gerçekleşen ve gerçekleşebilecek değişimleri de yakından takip etmelidirler.

Makroekonomik faktörlerin, hem firmaların değerlerine hem de girişimcilerin yatırım kararlarına etki etmesi, çoğu araştırmacının hisse senedi getirileriyle makroekonomik faktörler arasında görülen ilişki üzerine odaklanmalarına neden olmuştur (Gan vd., 2006:89). Gerçekten de son dönemlerde makroekonomik değişkenlerin, borsada işlem gören hisse senetleri üzerindeki etkisini ele alan yurtiçi ve yurtdışı pek çok çalışmanın olduğu bilinmektedir (Özkul ve Akgüneş, 2015: 273).

Çoğu ampirik çalışmada, makroekonomik faktörlerle hisse senedi fiyatları arasında güçlü ilişkiler dinamiğine rastlanmıştır (Gümüş ve Aras, 2014: 72). Temelde iktisat teorisi de, hisse senedi fiyatlarının firmaların ilerideki performansına dair

beklentileri yansıttığını ifade etmektedir. Bu anlamda, yapılmış birçok ampirik çalışma da hisse senedi fiyatlarının, firmaların kârlarına, performanslarına ve ekonomik faaliyetlerine göre değiştiği sonucunu ortaya koymuştur (Hussain vd., 2009: 44). Ancak daha önce de belirtildiği üzere, firmaların performansları sadece kendi faaliyetlerine göre değil, makroekonomik faktörlerdeki değişimlere göre de farklılaşmaktadır.

Hisse senedi piyasalarının sağlıklı işlemleri ekonominin ne denli sağlıklı olduğunun bir göstergesidir. Bu anlamda, yapılan çalışmalar ülke ekonomileri için önem taşımaktadır. Ancak alan çalışmaları incelendiğinde, çoğu ampirik çalışmanın ya firma odaklı ya da genel hisse fiyatlarının dalgalanmasına yönelik olduğu; sektörel bazda odaklanmanın ise göz ardı edildiği görülmektedir (Özkul ve Akgüneş, 2015: 273). Bu noktadan hareketle bu çalışmanın amacı; borsa performansını etkileyen faktörleri sektörel bazda incelemek olarak belirlenmiştir. Aşağıda araştırmada inceleme konusu olacak alt amaçlar listelenmiştir:

- Borsa performansını etkileyen faktörleri tespit etmek
- Tekstil deri, gayrimenkul, hizmet, banka ve gıda içecek sektörlerinin getiri endekslerinde belirlenen makroekonomik faktörlerin etkisini araştırmak

Bu araştırma, Borsa İstanbul sektör getiri endeksleri üzerinde yapıldığı için Borsa İstanbul ile sınırlıdır. Aynı zamanda araştırma, tüm sektörler üzerinde yapılmamış olup; tekstil deri, gayrimenkul, hizmet, banka ve gıda içecek sektörleri ile sınırlıdır. Araştırmaya dair bir diğer sınırlılık da, araştırmada 2007-2015 yılları arası verilerinin kullanılmış olması vesadece bu yıllar ile sınırlı olmasıdır.



BİRİNCİ BÖLÜM
BORSA KAVRAMI VE SERMAYE PİYASASI MODELLERİ

1.1. BORSA KAVRAMI VE TANIMI

Belirli kurallar çerçevesinde talep edilen mallar için organize edilen piyasaya, borsa adı verilmektedir. Örnek olarak; menkul kıymetlerin ve dövizlerin, belli mallar (metaller ve diğer hammaddeler gibi) ya da türev hesaplamalarla alınıp satılabilmesi gösterilebilir. Borsanın dengesi arz-talep biçiminde (komisyoncunun aracılık yapması ile) piyasa şartlarıyla işlemekte ve fiyatların (kurların) resmi olarak belirlenmesi sonucunda oluşmaktadır. Arz talep dengesi alınıp satılan malların fiyatlarını veya kurları belirlemektedir. Borsa kendisine has kurallar ve standartlara sahiptir. Hisse senedi, bono ve tahvillerin çoğunlukla menkul kıymetler borsalarının içinde ticareti yapılmasına karşın, döviz ticaretinde döviz borsaları (foreign exchange market) ya da mal ticaretinde emtia borsaları (commodity exchange) kullanılmaktadır.

1.2. BORSANIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Aşağıda borsanın tarihsel gelişimine ilişkin bilgiler yer almaktadır. Bu bölümde tarihsel gelişime dair ilk borsa işlemleri ve ilk borsa yerleşkeleri ile ilgili detaylı bilgiler bulunmaktadır.

1.2.1. İlk Borsa İşlemleri

İlk borsa işlemlerinin gerçekleştirilmiş olduğu emtiaların da alınıp satıldığı pazar ve panayırarda yapılan alım ve satımlar ilerleyen süreç içinde gelişmeler göstermiş ve böylelikle borsa işlemleri gerçekleştirmeye başlamıştır. Kimi tüccarlar bu işten para kazanıldığını görüp bu pazarları bugünün emtia borsalarına dönüştürmüşlerdir. Hisse senetlerini ticari işlemlerde kullanma düşüncesi ise çok sonraları gündeme gelmiştir. Devletlerarası ticari işlemler yaygınlaşınca para birimlerinin birbirine çevrilmesi gibi sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu nedenle dolar – altın dönüştürülebilirliğinin kabul edildiği “Bretton Woods” antlaşması imzalanmıştır. Bu antlaşma uyarınca, taraf ülkelerin para birimlerini dolar ve altına endeksleyerek ticari işlemlerini gerçekleştirmeleri mümkün olmuştur (Bayhan, 2014).

İlk kurulan emtia borsalarının ardından döviz, altın ve kıymetli evrak borsalarının da gelişim göstermeye başladıkları bir gerçektir. Kıymetli evrakların alım satımı neticesinde borsalara devamlılık gelmiştir. Bu da borsa binalarının kurulmasına yol açmıştır.

Çoğu kaynakta ticari evrakların borsa işlemlerine dâhil olmasının, borsanın gelişiminin en sonunda yer aldığı belirtilmektedir (Bayhan, 2014). Çünkü başta Roma Hukuku olmak üzere hukuk alanında yaşanan geniş çaptaki gelişmelerde yeri olmayan sınırlı sorumluluk ilkesinden dolayı kıymetli evrak kurumları hukuk sistemlerine yerleşmiştir.

15. y.y.'da denizciliğin ve dünya deniz ticaretinin gelişmesi İngiltere, İtalya, Belçika ve Hollanda gibi denizci ülkelerde büyük ticaret merkezlerinin kurulmasına neden olmuştur. Söz konusu merkezlerde yürütülen faaliyetlerin çoğu aracılar tarafından yapılmıştır. Büyük miktardaki aracı yükümlülükler ticari senetleri ve kredi belgelerini ortaya çıkarmıştır. Bu yüzyılda ilk poliçeler de kullanılmaya başlanmıştır. Ticari senetlerin kullanımının yaygın hale gelmesi senetlerin el değiştirmesiyle ilgili bir takım kuralları ortaya çıkarmıştır. Borsacılığın ilk faaliyetlerden birinin de günümüzdeki Belçika'nın Brugge şehrinde kimi Yahudi ailelerin para ticarini meslek haline getirmesi olduğu ifade edilmektedir. Hatta “Borsa” adının bu şehirdeki Van der Burse ailesinden geldiği inancı mevcuttur (Fertekligil, 2000: 3).

1.2.2. İlk Borsa Yerleşkeleri

Dünyadaki ilk borsa olma özelliğini taşıyan Çavdarhisar ilçesindeki borsa, milattan sonra 2.y.y. sonlarında “macellum” adı verilen gıda pazarı olarak kullanılmıştır (Olgun ve Yılmaz, 2014: 125). Milattan sonra 301'de ise Roma İmparatoru Dioeletianus'un enflasyonla başa çıkmak amacıyla belirlediği fiyatları duyurduğu Aizanoi'nin taş blokların üzerindeki fiyatlarla alım-satım işlemleri yapılmıştır. Enflasyonu önlemek için üretilen mallar arasında çapraz fiyatlandırma yoluna gidilerek, gerçeği yansıtmayan fiyatlar engellenmeye çalışılmıştır.

Avrupa'daki ilk borsanın denizcilikle de bağlantılı bir biçimde 1487'de Anvers'te kurulduğu bilinmektedir. 16.y.y.'ın altın çağını yaşayan ülkesi olan Hollanda'daki Amsterdam Borsası Anvers'deki borsanın yerine geçmiştir. Avrupa'daki diğer ülkelerde de 16.y.y.'ın sonlarına doğru borsalar ortaya çıkmış ve günümüzün büyük borsalarının temelleri atılmıştır (Bayhan, 2014).

Hisse senetlerinin el değiştirmesi ile kurulan Anvers Borsasının ise Aizanoi Binası'ndan çok daha sonra kurulduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle ilk borsa işlemlerinin emtialarla yapıldığı Aizanoi Binası'nda, borsanın ekonomiye büyük katkılarından olan tek fiyat oluşumu görevi üstlenilmiştir. Ticari evrakların alım-satımının gerçekleştirildiği ilk borsa Anvers Borsası'dır. Sonrasında ise bu borsayı; 16.y.y.'da Paris ve Londra'da; 17.y.y.'da Berlin ve Basel'de; 18. yüzyılda Viyana ve New York'ta; 19. yüzyılda Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo'da kurulan borsalar takip etmiştir.

Bu borsalar kuruluna kadar elindeki menkul kıymetin el değiştirmesini isteyen kişilerin bir buluşma yerinin olmadığı ve işlemlerin birçoğunun sokaklarda gerçekleştirildiği görülmektedir. İşlem hacmindeki artış neticesinde bu işlemler kahveler ve lokantalarda gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Bazı kişilerin komisyon karşılığında işlemleri gerçekleştirmek için bir takım yerlerde hazır bulunması söz konusudur. Böylelikle borsa işlemlerinin zaman içinde resmi bir kişiliğe kavuştuğusöylenebilir. Bu işlemlerin yapılışına ilişkin bazı kurallar getirilmiştir. İddiaya göre New York'ta ilk alım satım işlemleri bir ağaç altında yapılmış ve sonrasında kapalı mekânlara geçilmiştir (Bayhan, 2014).

1.3. DÜNYA BORSALARI

Bu bölümde dünya borsaları kapsamında Dow Jones, Nikkie, FTSE ve NASDAQ borsaları detaylı bir şekilde incelenmiştir.

1.3.1. Dow Jones

Dow Jones Borsası, “Endüstri Endeksi” ya da daha basit bir söyleyişle “Dow”, Wall Street gazetesi editörü ve Dow Jones şirketi kurucu ortağı Charles Dow’un oluşturduğu birkaç endeksten biri olan bir borsa endeksidir. Endüstri endeksi ilk olarak 26 Mayıs 1896 tarihinde yayımlanmıştır (Albright vd., 2011: 82). Şu anki sahibi, hisselerinin çoğunluğu S&P Global’e ait olan S&P Dow Jones Endeksleridir. S&P Global, ilki 16 Şubat 1885’te yayımlanan ilk sanayileşmemiş Dow endekslerinin en önemli olanıdır. Endeksler, ismini Dow’dan ve onun iş ortaklarından biri olan istatistik uzmanı Edward Jones’dan almaktadır (Albright vd., 2011: 82).

Bu indeks, ABD bünyesinde bulunan kamuya ait otuz büyük şirketin, standart bir seans süresince nasıl ticaret yaptığını göstermektedir. Endüstri endeksi, Dow Jones nakliye endeksinden sonra en eski ikinci ABD piyasa endeksidir (Albright vd., 2011: 82).

Modern otuz ortaktan birçoğunun, geleneksel ağır sanayiyle hemen hemen hiçbir bağlantısı olmasa da, ismin endüstriyel kısmı büyük ölçüde eskilere dayanmaktadır. Endeks, fiyat ağırlıklıdır; hisse bölünmelerinin ve diğer düzenlemelerin etkilerini dengelemek amacıyla şu anda ölçeklenmiş bir yapıya sahiptir. Dow’un değeri ortak stoklarının bedelinin asıl endeksi değil, daha ziyade ortak pahaların bir etmen tarafından bölünmesinin toplamıdır ki bu da ne zaman endeks için sabit bir değer oluşturmak amacıyla ortak hisselerden birinde bir hisse bölünmesi veya hisse senedi kârının hissedarlara taksimi durumu yaşansa değişebilen bir hesaptır (Albright ve Winston, 2015: 77).

1.3.2. Nikkei

“Nikkei 225” veya daha yaygın bir deyişle “Nikkei”, “Nikkei endeksi” ya da “Nikkei stok endeksi”; Tokyo Menkul Kıymetler Borsası’nın (TSE) bir borsa endeksidir. 1950’den günümüze dek Nihon Keizai Shimbun (Nikkei) gazetesi tarafından günlük olarak yayımlanmıştır. Fiyat ağırlıklı bir endekstir (Japon Yeni kurunda) ve ortakları yılda bir değerlendirmeden geçirilmektedir (Obienugh, 2010: 144).

Günümüzde Nikkei, Dow Jones Borsası Endüstri Endeksi’ne benzer şekilde, Japon hisse senetleri arasında en yaygın satın alınma oranına sahip olan bir endekstir. Nikkei’nin, 1975’ten 1985 yılına kadar Nikkei Dow Jones Borsası Endeksi olarak bilindiği bir gerçektir (Obienugh, 2010: 144). Nikkei 225, 7 Eylül 1950 yılında yayımlanmaya başlamıştır. Endeks, 2010 Ocak ayından beri seanslar süresince her on beş saniyede bir güncellenmektedir. Nikkei 225, vadeli alım satım işlemleri, 1986 yılında Singapur Borsası’na, 1988 yılında Osaka Menkul Kıymetler Borsası’na, 1990 yılında Chicago Ticaret Borsası’na tanıtılmış ve şimdi ise uluslararası tanınırlığı olan bir alım satım endeksi haline gelmiştir (Obienugh, 2010: 144).

1.3.3. FTSE

FTSE 100 Endeksi, gayri resmi diğer adıyla “Footsie”, Londra Menkul Kıymetler Borsası’nın en yüksek hisse değerine sahip şirketler listesindeki 100 şirketin oluşturduğu bir hisse senedi endeksidir (Katsanos, 2008). Bu, İngiltere şirketler hukukuna denetlenen işletmeler için bir refah göstergesi olarak görülmektedir. Bu endeks, London Stock Exchange Group’un bir alt birimi olan “FTSE Group” tarafından yürütülmektedir. Endeks, 3 Ocak 1984 tarihinde 1000 taban seviyesinden borsaya giriş yapmıştır. Endeksi yürütmekte olan FTSE Group, esasen The Financial Times ve London Stock Exchange arasında bir ortak girişim olarak ortaya çıkmıştır. Fakat şu an tamamen London Stock Exchange’e ait bir alt birim olarak varlığını sürdürmektedir. Endeks, gerçek zamana göre hesaplanmakta ve marketin açık olduğu her on beş saniyede bir yayımlanmaktadır (Obienugh, 2010: 132).

FTSE 100, piyasa değeri nezdinde en geniş 100 nitelikli İngiliz şirket tarafından meydana gelmektedir. Her ne kadar bu ekibin büyük bir bölümünü uluslararası şirketler oluştursa da, endeksin hareketleri İngiliz ekonomisindeki ilerlemeye oldukça az etki etmektedir. İngiliz ekonomisine daha büyük katkı sağlayan ise, hisse sahipleri arasında oldukça az uluslararası şirket bulunan FTSE 250'dir (Obienugh, 2010: 132). FTSE'nin yöneticileri Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının ilk Cuma'sından sonraki Çarşamba günleri olmak üzere üç ayda bir değiştirilmektedir. Endekslerde değişiklik yapmak için kullanılan değerler, denetlemeden önceki gecenin iş bitiminde alınmaktadır (Katsanos, 2008).

FTSE 100 şirketleri Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın tüm piyasa değerinin yaklaşık %81'ini temsil etmektedir. Her ne kadar FTSE All-Share Endeksi daha kapsamlı olsa da, İngiliz borsasında en çok kullanılan gösterge FTSE 100'dür. Bağlantılı olan diğer endeksler ise FTSE 250 (FTSE 100'den sonra bünyesinde en geniş 250 şirketi barındırmakta), FTSE 350 (FTSE 100 ve 250'nin birleşmesi ile oluşmakta), FTSE SmallCap Endeksi ve FTSE Fledgling Endeksi'dir. FTSE All-Share; FTSE 100, FTSE 250 ve FTSE SmallCap endekslerinin bir araya getirilmiş halidir (Obienugh, 2010: 132).

Ortak şirketler, FTSE Group tarafından belirlenen bazı şartları yerine getirmek zorundadır. Bu şartlar arasında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda, Borsa Elektronik Ticaret Servisi'nce Euro mu Sterlin mi olduğu belirlenmiş bir tam listeleme ve vatandaşlık, serbest dalgalanma ve likidite alanlarında belli testlerin yapılmış olması da bulunmaktadır (Katsanos, 2008).

1.3.4. NASDAQ

Herkes tarafından NASDAQ olarak bilinen NASDAQ Borsası, bir Amerikan menkul kıymetler borsasıdır. Sahip olduğu hisselerin toplam değeri bakımından, dünyanın en büyük ikinci borsasıdır ve New York Menkul Kıymetler Borsası'ndan sonra gelmektedir. Alım satım platformu OMX borsa ağının ve diğer birçok Amerikan hisse senedi ve opsiyon borsasının sahibi olan Nasdaq'a aittir (Singh, 2011:

253).NASDAQ, 8 Şubat 1971 tarihinde alım satım işlerine başladığında, dünyadaki ilk elektronik menkul kıymetler borsası niteliğindedir (Burton ve Brown, 2009: 330). Başlangıçta bu yalnızca bir kotasyon sistemidir ve elektronik alım satım işlemleri yapmanın işini mümkün kılamamıştır. NASDAQ, hisselerin teklif fiyatı ve satış fiyatı arasındaki farkın düşürülmesine yardım etmiştir; fakat gelirlerinin çoğunu bu fiyatlar arasındaki farktan sağlayan simsarlar arasında pek popüler olmamıştır (Singh, 2011: 254).En nihayetinde NASDAQ, zamanında borsa dışı (OTC) alım satım sistemi tarafından yürütülen ve hala bünyesinde sayısız hisse bulunan ana işlemlerin çoğunluğunu üstlenmiştir. 1987 senesine kadar NASDAQ borsası, medyada ve Standard & Poor's'un aylık yayımladığı hisse rehberlerinde OTC olarak adlandırılmıştır (Burton ve Brown, 2009: 330).

Yıllar geçtikçe NASDAQ toplama ticareti, hacim raporu ve otomatikleştirilmiş alım satım sistemleri sayesinde daha iyi bir borsa haline gelmiştir. Ayrıca NASDAQ, Amerika'daki online alım satım işlemini başlatan ilk borsa olmuştur. Genellikle teknoloji alanında NASDAQ destekli firmalar ön plana çıkmış ve "NASDAQ, gelecek yüzyılın borsası" ilanı ile kapanış yapılmıştır. Ana endeksi başlangıcından itibaren yayımlanmakta olan NASDAQ Composite'dir. Ancak, hisse alım satım fonları 1985'te NASDAQ 100 finansal endeksi ile birlikte tanıtılan yüksek limitli NASDAQ 100 endeksini izlemektedir (Singh, 2011: 254).

1.4. BORSANIN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

Osmanlı dönemine dayanan Türk borsacılığını bu yönüyle borsanın gelişimi açısından Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyet Dönemi olmak üzere ikiye ayırmak gerekmektedir:

1.4.1. Osmanlı Dönemi'nde Borsacılık

19.y.y.'da Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi sonrasında anonim şirketlerin sayısı artmış ve devrim bu şirketlerin gelişimine destek olmuştur. Her ne kadar Türkiye bu devrime yabancı kalmış olsa da ülkedeki yaşam tarzı itibarıyla Avrupa'ya bağlı kalan

azınlıkların, batı kültürünün etkisi altında oluşan Türk – Müslüman elit tabakasının ve Türkiye’de yaşayan Levantenlerin 3 önemli grup halinde menkul kıymetlerle ilgilendikleri ifade edilmektedir. Bunun yanında Galata Bankerleri vasıtasıyla da piyasa oluşturulmuştur (Bayhan, 2014).

Tanzimat Dönemi sonrasında İmparatorlukta menkul kıymetlerin ticaret niteliğine haiz ilk işlemler gerçekleştirilmiştir. Asıl borsa faaliyetlerine zemin hazırlayan olay 1854 Kırım Savaşı nedeniyle yapılan borçlanmanın tahvillerinin yaygın bir biçimde el değiştirmesi olmuştur. İlk Galata Bankerlerinin 1864 yılında kurmuş oldukları dernek önce Havyar Han’da, sonra da Komisyon Han’da faaliyet göstermiştir. İstanbul’daki ilk resmi borsa alacaklı yabancı devletlerin de teşvikiyle 1866 yılı kararnamesiyle kurulmuştur. Fransız borsa sistemine benzeyen bu borsaya Dersaadet Tahvilat Borsası adı verilmiştir. Denetimi için Maliye Nezareti tarafından bir komiser tayin edilen ve 20 kişilik yönetim komitesi oluşturulan borsada faaliyet gösterenler, mubayaacılar (dealers), simsarlar (brokers), coberler (jobbers) olarak gruplar altında toplanmıştır(Beşirli, 2009: 191-192).

İkinci meşrutiyete kadar borsaya kayıtlı olan tahvil ve senetler tamamıyla yabancı menkul kıymetlerdir. İkinci meşrutiyetin ilanı ile birlikte yerli şirketlerin menkul kıymetler de işlem görmeye başlamıştır (Bayhan, 2014).

1895’li yıllarda ise iş hacmiyle Avrupa’daki sayılı borsalar arasına girmeyi başaran Osmanlı Borsası’nın daha sonraki yıllarda görülen hileli borsa oyunları, Mahmut Nedim Paşa döneminde bir takım devlet tahvillerinin kupon bedellerinin yarı yarıya tenzili, Altın Şirketi olayı gibi skandallardan dolayı itibarı sarsılmıştır. Yaşanan bu olaylar borsaya düzen getirilmesine ve adının Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmesine yol açmıştır (Beşirli, 2009: 192). Söz konusu düzenlemelerle yabancı borsaya üye olunmasını önleyen hükümler de getirilmiştir. Osmanlı borsasının Balkan Savaşı ve 1. Dünya Savaşı’nın ardından ömrünü tamamladığı görülmektedir.

1.4.2. Cumhuriyet Dönemi'nde Borsacılık

1. Dünya Savaşı'nın tahribatının yaşandığı Cumhuriyet döneminde 1929'da borsayı yeniden canlandırmak adına 1447 sayılı kanun ve bu kanuna istinaden bir nizamname çıkarılmış ve “İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası” hayata geçirilmiştir. Cumhuriyet'in ilk borsası olma özelliğini taşıyan İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası bir yönüyle Osmanlı Borsası'nın devamıdır (Bayhan, 2014).

Cumhuriyet dönemi borsası da Fransız sistemine benzer bir biçimde düzenlenmiştir. Belirli sayıda Maliye Bakanlığı tarafından tayin edilen borsa acenteleri ile yürütülmeye çalışılan borsaya coberlik müessesinin getirilmesi İngiliz – Fransız karması bir çalışma tarzını ortaya çıkarmıştır. Borsanın başına komiser getirilmesi ise Alman borsacılığına da yer verildiği anlamına gelmektedir.

1939'da çıkarılan “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu”nun getirmiş olduğu kambyo kontrolü, daha çok yabancı şirketlerin menkul kıymetlerine ve Avrupa borsalarına bağlı olarak çalışan, konvertibl Türk parasına dayanan İstanbul borsasına büyük bir darbe vurmuştur. Son darbe ise 1938'de borsanın devlet merkezi olan Ankara'ya taşınması olmuştur. O dönem Ankara'da gelişme göstermemiş olan sanayiden dolayı menkul kıymetler borsasının burada yürütülemeyeceğinin anlaşılmasının ardından borsanın merkezi 1941'de tekrar İstanbul'a taşınmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinin 31 Ekim 1985'teki genel kurulda kabul edilmesinin ardından borsa 26 Aralık 1985'te açılmış ve 2 Ocak 1986'da ilk seans gerçekleştirilmiştir (Bayhan, 2014).

1.4.3. Borsa İstanbul

Borsa İstanbul, 5 Nisan 2013'te İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın tüzel kişiliklerine son verilerek bir çatı altında toplanmasıyla kurulmuştur (Demir, 2014: 22). Sermaye piyasasındaki Türk ve yabancı kaynaklı bankalarla aracı kurumlara saklama ve takas hizmeti

verilmektedir. Bugün Borsa İstanbul'un borsacılık alanındaki başarılarını dünyaya yaymak için çalışmakta olduğu görülmektedir. İki büyük endeksi bulunmaktadır. İstanbul pazarlarında işlem gören, piyasa değeri ve işlem hacmi en yüksek 100 payın ortak performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuş olan BIST 100 Endeksi, Borsa İstanbul Pay Piyasasında temel endekstir. İMKB 100 endeksine yön veren ana hisselerin yer aldığı grup olan BIST 30, 30 tane hisse senedinden müteşekkildir. Bu endekslerin dışında sektörlere ait endekslerde bulunmaktadır ve bu endeksler bu araştırmanın temelini oluşturmaktadır.

1.5. TEORİK ÇERÇEVE

Bu bölümde, teorik çerçeve kapsamında Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli, Etkin Piyasa Hipotezi ve Arbitraj Fiyatlandırma Modeli derinlemesine incelenecektir.

1.5.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM) (Capital Asset Pricing Model-CAPM) herhangi bir yatırımın beklenen getirisi ile risk derecesi arasında olan ilişkiyi belirtmektedir. Bir menkul kıymetin beklenen getirisinin sistematik riski ile pozitif bir ilişki içerisinde olması, bununla birlikte menkul kıymetten beklenen riskin de bütün piyasadan beklenen risk ile orantılı olması beklenmektedir.

SVFM, varlık fiyatlandırmasının temelini oluşturmaktadır. Aynı zamanda basit doğrusal regresyon modeli olarak da tanımlanan bu model, henüz piyasada işlem görmemiş varlıkların getirilerinin belirlenmesini, hem de mevcutta piyasada işlem gören varlıkların getiri ve risk oranları ile alakalı karşılaştırmalar yapılmasını sağlamaktadır (Wang ve Xia, 2002: 145). Aşağıda yer alan denklem, risk-getiri oranı ilişkisini ifade etmektedir. Bu denklemde y_t herhangi bir finansal varlığın getirisini, X_t pazar portföyünün getirisini, ϵ_t ise firmaya ait risklerin oluşturduğu getiriyi göstermektedir (Alexander, 2001: 230);

$$y_t = \alpha + \beta X_t + \epsilon_t \quad t = 1, \dots, T$$

SVFM, yatırımcıların davranışları ve piyasasının işleyişi ile alakalı çok sayıda varsayım yapmaktadır. Bu varsayımlar aşağıda sıralanmaktadır (Baştürk, 2004: 78-79):

- Piyasada var olan birçok alıcı ve satıcıların işlemleri, piyasadaki fiyatları etkileyecek kadar güçlü olmamaktadır.
- Tüm yatırımcılar maksimum fayda fonksiyonları yapmak istemekte ve riskten uzak durmaktadırlar.
- İşlem maliyetleri ve vergiler bulunmamaktadır.
- Tüm yatırımcılar alternatif yatırımlar hakkında bilgiye sahiptir ve bu bilgilerin elde edilmesi için bir maliyet oluşmamaktadır.
- Yatırım dönemleri tüm yatırımcılar için aynıdır ve menkul kıymetler de aynı dönem içinde ellerinde bulunmaktadır.
- Tüm yatırımcılar için kısa satış imkânları sınırsızdır.
- Tüm yatırımcılar risksiz faiz oranı üzerinden borç alabilmekte ya da borç verebilmektedir. Bu oran kurumsal yatırımcı için de aynı olmaktadır.
- Tüm yatırımcılar getirilerin beklenen değerleri, korelasyon yapısı, standart sapması hakkında tek dönemlik homojen beklenti içerisindeyler.
- Yatırımcılar, iki yatırım seçeneği aynı beklenen getiriye sahip ise, daha küçük varyanslı getiriye sahip olan yatırımı seçmektedirler.
- Tüm yatırımcılar menkul kıymet getirilerinin olasılık dağılımına göre yatırım kararlarını vermektedirler.
- Tüm yatırımcılar, risksiz menkul kıymetler üzerinden istedikleri miktarlarda borç alıp verme imkânlarına sahiptir.
- Her bir yatırımcı, herhangi bir istediği menkul kıymete yine istediği kadar miktarda yatırım yapabilmektedir. Yatırım yapılacak olan varlıkların, sonsuz bir şekilde bölünebilme özellikleri bulunmaktadır.

1.5.2. Etkin Piyasa Hipotezi

Bilgilerin kusursuz olduğu varsayımı (veya tüm zamanlara ait piyasa fiyatları hakkındaki tüm mevcut piyasa bilgilerinin bir araya getirilmesi), tesadüfi hareket teorisi olarak da adlandırılan etkin piyasa teorisinin temelini oluşturmaktadır. Fama (1970)

“etkin piyasa” kavramını, etkin bir piyasada bulunan rekabet halindeki güçlerin, gerçekleşen fiyatlara anında yansıyan asli değerler hakkındaki yeni bilgilerin etkilerini ortalama olarak şeffaf hale getireceğini ifade ederken türetmiştir. Fama’ya (1970) göre etkin bir piyasa, piyasa fiyatları hakkında elde mevcut olan tüm bilgilerin yansıtılması ile şekillenmektedir.

Etkin piyasa koşulları altında tahmin edilen piyasa hareketlerinden kazanç elde etmek pek mümkün değildir ve kazanması zordur; zira etkin piyasa hipotezinin öncelikli varsayımı, bu tür piyasa koşulları altındaki fiyat değişikliklerinin kilit tetikleyicilerinden birinin yeni bilgilerin mevcut olması durumu olduğudur. Ne var ki tahvillerin değerleri pek çok farklı bilgi türlerinden etkilenmektedir. Bunun sonucu olarak, etkin piyasa teorisi üç şekilde var olabilmektedir: hipotezin zayıf şekli, hipotezin yarı güçlü şekli ve hipotezin güçlü şekli; ki bu şekiller “mevcut bilgi” ifadesinin tanımına dayanmaktadır.

“Etkin Piyasa Hipotezi” tarafından öne sürülen birkaç önemli tahmin bulunmaktadır (Palan, 2004). Tahvillerin fiyatları ve getirilerinin hareketlerine göre, bu tahminler analiz edilebilmektedir. Bu bağlamda pragmatist çalışmaların önemli bir bölümü, tahvil piyasalarının etkinliğini doğrulamak amacıyla yürütülmüştür. Etkin piyasa hipotezi bağlamında, aşağıdakiler de dâhil olmak üzere farklı tahminler yapılabilmektedir:

- Er veya geç tahvillerin fiyatları tesadüfî bir hareket gerçekleştirecektir.
- Mevcut bilgileri geleceğe dair anormal geri dönüşleri tahmin etmek için kullanmak mümkün değildir; bu yüzden henüz yayımlanmış olan bilgiler hızlı bir şekilde alınmaktadır.
- Bilimsel deneyler yaparak uygun bilgiler elde etmek mümkün değildir.
- Fon yöneticileri için piyasanın ötesine geçmek teknik olarak uygulanabilir değildir.
- Tahvillerin fiyatları piyasanın temel özellikleri ile tutarlılığını sürdürmekte ve dolayısıyla, tahviller asimetrik bir niteliğe sahip olmamaktadır.

Etkin piyasa hipotezini doğrulamak için bu hipotezin üzerine giden üç ana çalışma grubu bulunmaktadır (Buchanan, 2011). Tesadüfî hareket çalışmaları, kâr üretim çalışmaları ve tahmin çalışmaları, bu üç çalışma grubudur ve her biri bir sonraki bölümde tek tek incelenecektir.

Buchanan (2011), beklenmeyen bilgilerin etkilerine bir yanıt olarak tahvil fiyatlarının etkin piyasalarda farklı zamanlarda tesadüfî olarak hareket ettiğini ileri sürmektedir.

Değişen zamanlarda fiyatlar, bir tahvilden elde edilen kârın toplamının, bu tahvili almak açısından söz konusu olan riskin seviyesi ile uyumlu olarak hiçbir risk faktörü taşımayan bir tahvilden elde edilen kazançtan daha yüksek olacağından emin olunabilmesi için eğilimleri işaret edebilmektedir.

Ancak eğilimlere dayalı olmayan fiyat hareketlerinin yine de tesadüfî olarak hareket etmesi gerekmektedir. Başlangıçta, etkin piyasa hipotezinin bakış açısına göre desteklenen düşünce, tahvillerin fiyatlarının henüz yayımlanmış olan bilgileri anlık olarak yansıttığı ve bunun ardından, takip edilebilen herhangi bir önemli eğilimin gözlemlenmediği şeklinde olmuştur. Fakat Fama vd. (1969) vaka çalışmaları için yolu açmış ve sonuç olarak fiyat hareket eğilimlerinin önemli bir bölümünün, kuruluşların kâr payı ödeme stratejilerindeki değişiklikler, sermaye artışları veya ticari kuruluş birliklerine yeni firmaların girişi gibi önemli olaylardan sonra mevcut olduğu iddia edilmiştir.

Yapılan doğrulamaya göre, bu teori her şekilde bir dereceye kadar geçerlidir. Buchanan (2011), eğer mantıklı davranan yatırımcılar sabit bir geri dönüş oranını kovalarlarsa, tahvillerin fiyat seviyelerinin tesadüfî hareket modelini izleyeceğini ifade etmiştir. Diğer taraftan Fama (1965), tahvil fiyatlarının esasında tesadüfî harekete benzeyen bir tutumsal tavrı izlediğini öne sürmüştür. Tahvillerden elde edilecek olan getiriler bir yere kadar tahmin edilebilmektedir. Bununla birlikte, tahvil getirilerinin önemli düzeyde tesadüfî olması, minimal bir düzenliliğin mevcut olduğuna işaret

etmektedir. Birçok çalışmada üç ile beş yıllık araya sahip olan tahvillerin getirilerinde ortalama bir düşüş olduğuna dair kanıtlar bulunmaktadır. Bu sonuç şuna işaret etmektedir; eğer borsa getirileri uzatılmış bir süreç içerisindeki aritmetik ortalamadan daha az ise, bu sürecin ardından ortalama üzerinde borsa geri dönüşleri alınacak bir sürecin başlama ihtimali çok yüksektir.

Tahvil fiyatlarının piyasada henüz yayımlanmış olan bilgilere göre tesadüfi olarak değiştiğini öne süren ilk akademisyen Working (1934) olmuştur. Ancak Johnson vd. (1991) tarafından, tahvil fiyatlarının tesadüfi bir tutumsal çerçeveye sahip olup olmadığını doğrulamak amacıyla yürütülen 18 çalışmanın sonuçları, pek çok durumda tahvil fiyatlarının tesadüfi hareket örüntüsü yansıtmadığını göstermektedir.

Yürütülen çalışmaların önemli bir bölümü, tahvil fiyatlarının piyasada yeni yayımlanmış olan bilgilere hızlı bir biçimde yanıt verdiğine işaret etmektedir (Shostak, 1997). Ancak bazı çalışmalar çelişkili sonuçlar ortaya çıkarmıştır (Buchanan, 2011). Tahvil fiyatlarının kâr duyuruları ile yeni bilgileri anlık olarak yansıtmıyor oluşu, elde edilen en geçerli sonuçlardan biridir. Bunun tam tersine, bir şirketin borsa fiyatları genel olarak, şirket şaşırtıcı derecede yüksek veya düşük kâr elde ettiğini açıkladıktan sonra, yukarı veya aşağı yönlü hareketine devam etmektedir. Bu uygunsuz durum, araştırma ve teori inşa etme metodolojisinin aşamalarındaki değişikliklere karşı dirençlidir (Fama, 1998).

Bir piyasadaki etkinliğin tahmin edilmesi üzerine giden araştırmalar, beklenen fiyatların nesnel özelliklerini birbirini izleyen fiyatların yordayıcıları açısından test etmektedir. Malkiel'in (2003) yaptığı araştırma, bu konuyu inceleyen araştırmalardan biridir. Burada tek bir sonucun elde edilmediği ve üzerine yoğunlaşılacak piyasa, zaman dilimleri ve süreç uzamaları ile benimsenen tahmin modellerindeki farklılıklar nedeniyle değişik sonuçların elde edildiği gözlemlenmiştir.

Bu sonuca çok sayıda karşılık verildiği görülmektedir. Lo ve MacKinlay (1990), gizlice sızan bilgilerin piyasada çok çeşitli tutarsızlıklara yol açabileceğini öne sürmektedirler. Piyasa anormalliği veya piyasa etkisizliği üzerine yapılan kuramsal araştırmaların çoğunluğu, günlük ABD tahvil getirilerine dair CSRP (Center for Research in Security Prices – Tahvil Fiyatları Araştırma Merkezi) veri setini veri kaynağı olarak kullanmaktadır. Etkisizliklerin önemli bir bölümü, bu veri setinde kullanılan istatistiksel atıfların eski sonuçları arasında yer alabilmektedir.

Fama (1998), gözlemlenen bu piyasa etkisizliklerinin kaynağı olarak, benimsenen araştırma metodolojisini sorumlu tutmakta ve araştırma tekniğinde mantıklı değişiklikler yapıldığı takdirde gözlemlenen etkisizliklerin yok olacağını iddia etmektedir. Ancak etkisizliklerin bir bölümü benimsenen metodolojiye yanıt vermemekte ve yüksek direnç göstermektedir. Bu etkisizliklere örnek olarak, kârın duyurulmasının ardından meydana gelen fiyat hareketleri verilebilmektedir.

İleriye dönük getirilerin tahmini yapılacağı zaman; etkin bir piyasada, piyasa içerisinde hâlihazırda mevcut olan bilgilerin tahvil fiyatlarına yansıtılması gerektiği öne sürülebilmektedir (Chuvakhin, 2001). Bir sermaye piyasası içerisinde yayımlanan bilgiler (örneğin nakit akışı), fiyat/kazanç orantısı ve diğer değer orantıları, gelecekteki borsa getirilerine yönelik tavsiyelerden bağımsız olmak durumundadır.

Deneysel araştırmaların sonuçları, sermaye piyasalarındaki getirilerin belirli bir dereceye kadar tahmin edilebilir olduğunu ve zaman zaman etkin piyasa hipotezi ile çelişebileceğini göstermektedir (McKenzie ve Holt, 1998). Kâr elde etme üzerine yoğunlaşan araştırmalar, getiri elde etme durumunun var olup olmadığına değer biçerek piyasa etkinliğini değerlendirmektedirler. Esasında, finans veya üretim sektörlerinin tahvillerini alıp satarak önemli kârlar elde etmek mümkündür. Dahası, bazı teknoloji işletim şirketleri, kazancın tarım ve diğer sektörlerin tahvil piyasalarında faaliyet gerçekleştirmenin maliyeti aştığı durumlarda, büyük miktarda riskli kazanç elde edebilmektedirler (Jarrow ve Larsson, 2011).

1.5.3. Arbitraj Fiyatlandırma Modeli

Diğer model arbitraj fiyatlama modelidir. Ross (1977) Arbitraj Fiyatlama Modelini (AFM), borsa geri dönüşlerinin makroekonomik değişkenlerle özdeşleştirilmesini sağlayacak alternatif bir model olarak önermiştir. AFM, Sermaye Değeri Fiyatlama Modelini (SDFM) genişletmektedir; bu ilk model, bir sürecin ortalama değişken çerçevesinde tahvil üreteceği varsayımına dayanmaktadır. SDFM ise, tek bir faktörün varsayımına dayanmaktadır; bu da bir piyasada prim riski biçiminde bağımsız değişken bulunmasıdır.

Hem AFM hem de SDFM modelleri; homojen beklentiler, eksiksiz derecede rekabet içeren piyasalar ve friksiyon içermeyen sermaye piyasalarının karşılıklı varsayımı açısından benzer varsayımları paylaşmaktadırlar.

Ross (1977), AFM'nin varlık fiyatlandırması için kullanımına çok faktörlü bir yaklaşım sergilenmesini desteklemektedir. Ross (1977) ayrıca, borsa geri dönüşlerini etkileyen pek çok ekonomik gücü kilit faktör olarak belirlemektedir, bunlar şu şekildedir: (1) risk primlerinde öngörülemeyen dalgalanmalar, (2) beklenen endüstriyel üretim seviyelerinde değişiklikler, (3) öngörülmeleyen enflasyon, (4) faiz oranlarının vade yapılarında beklenmeyen dalgalanmalar. Her faktörün hassasiyetini ölçmek amacıyla, her birine faktörlere özel nitelikte katsayı verilmektedir. AFM varlık fiyatlarının belirlenmesine alternatif bir yaklaşım üretebilmek için tek fiyat kuralını kullanmaktadır. Etkin piyasa koşulları altında, birbirinin aynı olan iki ürün aynı fiyattan satılacaktır. Eğer bu ürünler farklı fiyattan satılıyorsa, bir arbitraj fırsatı mevcut olacaktır. AFM modelinde, borsa geri dönüşleri ve bir indeks dizisi arasında çizgisel bir ilişki olacaktır. Bu durum, aşağıdaki eşitlik ile gösterilmektedir.

Aşağıdaki durumlarda

= eğer tüm indeksler sıfır değerinde ise, i borsası için beklenen geri dönüş seviyesi

= i borsasından elde edilen geri dönüşü etkileyen j th indeksi değeri

= i borsasından elde edilen geri dönüşün j th indeksi üzerindeki hassasiyeti

= sıfıra eşit olan ortalama değeri ve varyans değerini içeren rastgele hata

Chen vd. (1986), hem öngörülen hem de öngörülmeyen faktörlerin münferit hisse senetlerini etkilediğini öne sürmekte, gerçek getirilerin çoğunluğunun, genel ekonomik koşullarla özdeşleştirilen öngörülmemiş faktörlerden elde edildiğini iddia etmektedir. Varlıklardan elde edilen geri dönüşleri etkileyebilecek sistematik olmayan ekonomik faktörler mevcut olmasına rağmen, geniş borsa portföylerinden elde edilen geri dönüşleri etkileyen ana faktör sistematik ekonomik risktir zira farklılaştırma süreci, bireysel varlık getirilerini etkisiz hale getirmektedir.





İKİNCİ BÖLÜM
BORSA PERFORMANSINI VE GETİRİ ENDEKSLERİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER

2.1. BORSANIN EKONOMİDEKİ YERİ

Finansal sistemler, kaynak dağılımından sorumlu oldukları için, bir ekonomide birinci derecede önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. İyi-çalışan finansal araçlar, bilgi ve muamele maliyetlerini azaltmaya, kaynak dağılımını (fonların birleşmesi, risk dağıtımı, likidite yönetimi, görüntüleme ve izleme yoluyla) geliştirmeye, tasarruf oranlarını artırmaya ve borsanın gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki organik ilişkilerin risk paylaşımına imkan sağlayan, pazarların ve araçların gelişimini güçlendirmeye bağlı dört ana kanal üzerinden ekonomik gelişimi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Buna karşılık finansal kriz literatürü, aşırı-borç vermeye sürüklediği için mali liberalleşmenin istikrarsızlaştıran etkisini işaret etmektedir. Aşırı-borç verme, fiyat düzenleme kurullarının sınırlı bir izleme kapasitesi, bankaların yatırım patlamaları sırasında iyi proje ayrımı gözetme acizliği, ve banka iflaslarına karşı aleni ve gizli bir sigortanın mevcudiyeti dâhil pek çok kanal vasıtasıyla belli olmaktadır (Aghion vd., 2000). Deneysel araştırmalar finans ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif bir ilişkinin kanıtını sunmaktadır.

Finans sektörü gelişiminin büyümeyi artırdığı şeklindeki ilk kanıt, Goldsmith (1969) tarafından söz konusu dönemde (1860-1963) 35 ülkeyi kapsayan bir çalışma ile ortaya konmuştur. Ne var ki bu çalışması ne başlangıç koşulları ve ülke karakteristikleri için denetim sağlamış, ne de iletim kanallarının nedensel ilişkisi veya göreceli büyüklüğü üzerinde herhangi bir sonuca olanak vermiştir.

Geçen yıllar, finans sektörünün gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair güçlü bir deneysel araştırma ilgisine şahitlik etmiştir. Bu ilişkinin, finansal gelişimin ekonomik büyüme için çok önemli olduğu ve de ekonomik büyümenin de finansal gelişimi artırabileceği şeklinde çift yönlü olduğu bulunmuştur. Bu kanıt bu nedensel ilişkiyi aşağıdaki üç hususun beraberinde ele almaktadır (Aghion vd., 2000):

- Finansal gelişim ekonomik büyümeye ivme kazandırmakta veya büyümedeki yavaşlamalara vesile olmaktadır. Finans sektörü tasarrufları arttırmakta ve onları daha verimli yatırımlar için pay etmektedir.

- Ekonomik büyüme finansal gelişimi artırmaktadır. Bu varsayıma göre finansal gelişim, bütün ekonomik genişlemenin bir sonucu gibi gözükmemektedir. Pasif bir role sahip ve reel sektörün finansman gerekliliklerine ayak uydurmaktadır.
- Karşılıklı ilişki. Ekonomik büyüme finansal sistem gelişimini kârlı hale getirmekte ve etkin bir finans sektörünün tesis edilmesi, ekonomik gelişimin canlandırılmasına katkı sağlamaktadır.

Bankalar pek çok yerde ve hatta en gelişmiş ülkelerde bile finansmana egemen durumdadır. Borsalar, bütün mali sistemin sadece küçük bir parçasıdır. Ancak, bir hisse senetleri piyasasının varlığı önemlidir çünkü yatırımcılara bir çıkış mekanizması sağlamakta, yabancı sermaye girişlerini cezbetmekte, mali sistemin etkinliğini artıran önemli bilgiler sağlamakta ve şirketler için kıymet takdirini temin etmektedir. Mali piyasaların ekonomilere olan artan katkısına bağlı olarak odağın, gittikçe artan oranda borsa göstergelerine kayması son dönemlere kadar değildir. Atje ve Jovanovic (1993), ticaret hacminin (borsa gelişim göstergesi) ekonomik büyüme üzerinde güçlü bir etki alanı olduğunu, ama diğer yandan banka kredisinin buna sahip olmadığını belirtmiştir.

Benzer şekilde, Levine ve Zervos (1998) ve Singh (1997), borsa gelişimi ile uzun-dönem ekonomik büyüme arasındaki pozitif bir ilişkinin kanıtını ortaya koymuşlardır. İlaveten, Levine ve Zervos (1998), ekonomik ve politik değişkenlerin kontrolünün ardından borsa likiditesinin, uzun-dönem ekonomik büyüme ile pozitif ve güçlü bir biçimde ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Rousseau ve Wachtel (2000) borsa gelişiminin iki ölçümünü kullanmaktadır: piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı ve de toplam işlem hacminin GSYİH'ye oranı. Her ikisinin de pozitif bir katsayısı vardır ama sadece ikincisi dikkate değerdir. Sonuçlar, likit ve yüksek derecede kapitalize edilmiş bir hisse senetleri piyasasının gelişiminin büyümeye ivme kazandırdığını göstermektedir.

Garcia ve Liu (1999) borsa gelişiminin ve özellikle de piyasa kapitalizasyonunun belirleyicilerini deneysel olarak ortaya koymuşlardır. Ayrıca, 1980'den 1995'e kadar on beş sanayici ve gelişmekte olan ülkeden oluşan bir örnek kullanarak mali araç gelişimi ile borsa gelişimi arasındaki ortaklığı incelemişlerdir.

Makroekonomik istikrar hiçbir açıklama gücüne sahip değilken, reel gelir seviyesinin, tasarruf oranının, mali araç gelişiminin ve borsa likiditesinin, piyasa kapitalizasyonunun önemli ön göstergeleri olduğu sonucuna varmışlardır. Bankaların ve piyasaların ikame değil, tümleyen olduğunu onaylamışlardır.

2.2. BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER

Ekonominin değişik boyutlarının yansıtılabilmesine yönelik kullanılabilecek makroekonomik göstergelerin, her bir çalışmada değişiklik gösterebildiği bir gerçektir. Genel ekonomik durum göstergeleri olan “gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), işsizlik oranı, sanayi üretim endeksi, toplam tasarruflar”; faiz oranı ve para politikası göstergeleri olan “merkez bankalarının para politikaları, hazine fon getirileri, iskonto oranları, borçlanma senetleri, LIBOR”; fiyat seviyesi göstergeleri olan “beklenen/beklenmeyen enflasyon oranı, altın ve petrol fiyatları”; uluslararası hareketlilik göstergesi olan “döviz kuru, döviz rezervleri” literatür tarafından en sık kullanılan değişkenlerdir. Bahsi geçen değişkenlerin yanında daha detaylı ve sektörler üzerinde inceleme yapılması esnasında özel faktörlerin de kullanılması mümkündür (Altınbaş vd., 2015: 32).

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler temelde içsel ve dışsal olmak üzere iki bölümde incelenmektedir. Firma içi faktörler olan içsel faktörler, tahmini şirket kazancı ve şirketin mali yapısındaki değişiklikleri ifade etmektedir. Firma dışından kaynaklanan faktörler ise dışsal faktörlere karşılık gelmektedir. Bu faktörlere örnek olarak para arzı, enflasyon, faiz haddi, döviz kurundaki değişiklikler gösterilebilmektedir (Özen vd., 2015: 483).

2.2.1. İçsel Faktörler

Şirketlerin kendi bünyelerinde ortaya çıkan faktörlere içsel faktörler adı verilmektedir. Hisse senedi fiyatları, hisse senedi ihraç eden firmaların mali yapıları ve kârlılık durumları gibi faktörlerden etkilenmektedir (Öz, 2009: 69).

2.2.1.1. Mali Yapı Değişkenleri

Hisse senedini çıkartan firmanın mali yapısı, birçok açıdan bu senedin fiyatına etki etmektedir. Bir firmaya yatırım yapma kararı almadan önce firmanın unvanı, sermayesi, geçmişi, üretim konu ve kapasitesi, kredi imkânları, kârlılığı ve bu kârı dağıtma politikası, maliyetleri, yöneticilerinin özellikleri ve çalışanları ile olan ilişkileri gibi pek çok husus göz önünde bulundurulmalıdır (Erturan, 2003: 89). Bu hususların, firmanın geleceğine dair bilgi sahibi olmak ve tahminlerde bulunabilmek açısından mutlaka incelenmesi gerekmektedir.

2.2.1.2. Tahmini Şirket Kazancı

Literatürde, tahmini firma kazancının hisse senedi fiyatları üzerinde büyük bir etken olduğunu gösteren birçok araştırma bulunmaktadır. Tahmini kazanç teşekkülünün nasıl olacağı konusunun, hisse senedi fiyat teorisinin uygulanmasındaki önemi oldukça büyüktür. Beklentilerin analizi hususunda iki yol mevcuttur. Geleceğin yakın geçmişe benzer biçimde tahmini düşünüldüğünde “adaptif beklentiler yaklaşımı” kullanılmaktadır. Bu bağlamda, geçmişin gelecekteki beklentileri etkilediği bir gerçektir. Gelecek, geçmişten çok farklı şekilde de tahmin edilebilmektedir. Bu noktada beklentilerin geçmişten çok benzer tarih dönemleri dikkate aldığı görülmektedir. Buna göre, hisse senedi fiyatlarının ve tahmini firma kazançlarının, cari ve geçmişteki şirket kazançlarının aktüel seviyesine bağlı olduğu belirtilmektedir (Erturan, 2003: 89).

2.2.2. Dışsal Faktörler

Ülke ekonomisindeki değişiklikler hisse senedi fiyatları üzerinde oldukça önemli etkiler yaratmaktadır.

2.2.2.1. Kurumlar Vergisi Haddindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Kurumlar vergisinin, kurumların toplam safi kazancı üzerinden alındığı bilinmektedir. Bu bağlamda, menkul kıymet piyasalarında faaliyet gösteren firmaların elde ettiği kazançlar da kurumlar vergisi dâhilinde değerlendirilmektedir. Dolayısıyla kurumlar vergisinin haddinde meydana gelecek bir değişme, hisse senetleri fiyatlarını da etkilemektedir (Oktay, 2013: 54-55).

2.2.2.2. Hükümet Harcamalarındaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir diğer değişken de hükümet harcamalarındaki değişimlerdir. Hükümet harcamalarındaki bir artış, reel geliri artıracak ve piyasada artan bu reel gelir, kişilerin kullanılabilir gelirinin de artmasına neden olacaktır (Şahin, 2006: 349). Neticede toplam harcamalar da artacaktır. Devletin yaratmış olduğu talebin, vergiler ya da diğer ödemelerle kestiği özel talepten büyük olması halinde, toplam harcamalarda artış meydana gelecektir (Kanalıcı, 1997: 47). Dolayısıyla tüm mal ve hizmetlere olan talep de artacaktır. Talebinde artış meydana gelen ürünlerin aynı zamanda menkul kıymetler piyasalarında faaliyette bulunan şirketlerin de ürünleri olduğu göz önüne alındığında, firmaların satış hacimlerinde bir iyileşme olacaktır. Satış hacminin yüksek olması ise, firmaların daha çok kâr elde etmeleri sonucunu doğuracaktır. Yatırımcıların kârı yükselen firmanın dağıtacağı temettülerin de yüksek olacağının beklentisinde olmaları, onları kârını artıran firmaların hisse senetlerine yönlendirecektir. Talepteki artış da hisse senetlerinin değerlerinin yükselmesine neden olacaktır (Oktay, 2013: 53).

2.2.2.3. Petrol Fiyatları

Fang'a (2010) göre, dikkate değer petrol fiyatları, petrol alıcılarından üreticilere servet transferi, mal ve hizmet üretiminde artış ve de enflasyon, tüketici güveni ve mali piyasalar üzerinde etki dâhil çeşitli yollarla küresel ekonomiyi etkileyebilmektedir.

Gogineni'nin (2008) bir çalışmasından yola çıkılırsa, bütün sanayiler petrole eşit oranda bağımlı değildir. Bu varsayım, petrol fiyatlarının petrol-yoğun-olmayan sanayilerin dönüşleri (*kazançları*) üzerindeki etkisini izah eden makalelerin eksikliğinden ötürüdür. Diğer yandan, Bjornland (2009) daha yüksek petrol fiyatlarının genellikle, servetin petrol ithalatçılarından petrol ihracatçılarına hızlı geçişini temsil ettiğini ileri sürmektedir. Orta-uzun vadeli etkinin temelde, petrol üreten ülke hükümetlerinin ek gelir ile ne yaptığına dayandığını vurgulamıştır. Kendi ülkelerinde mal ve hizmet satın alımında bu gelirden faydalanılan durumlarda, daha yüksek benzin fiyatları daha yüksek faaliyet seviyesi üretecek ve bu da gelişmiş stok dönüşleri ile sonuçlanacaktır.

El-Sharif vd. (2005), Birleşik Krallık petrol ve benzin sektöründeki petrol fiyatı değişimleri-stok dönüşleri ilişkisini araştırmış ve bu ilişkinin anlamlı biçimde pozitif olduğunu ortaya çıkarmışken; Udegbonam ve Eriki (2001) çalışmalarında, petrol fiyatı volatilitésinin hisse bedeli üzerinde hiçbir anlamlı etkisi olmadığını ortaya koymuşlardır.

Ek olarak Driesprong vd. (2008), petrol fiyatı değişikliklerinin 48 ülkenin stok dönüşlerini piyasa verileri vesilesiyle öngörüp öngörmediği üzerine bir araştırma yapmışlardır. Bulgular işsiz ama ödeme karşılığı hizmetlerini sunmaya hazırlanan bireylerin hassasiyetini; çalışmaya hazır olduklarını ve iş aradıklarını ortaya koymuştur.

İşsizliğin avantajlarının yanı sıra dezavantajları vardır. İlki, ekonomik nüfusu uzun vadede ekonomik maliyetlerle negatif yönde etkileyen kontrol edilemez enflasyonu engellemedeki yardımını kapsamaktadır. Bununla beraber, tam istihdamın normalde petrol fiyatı değişimlerine öncülük ettiği önceki kavramın ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi beklenmektedir. Rahman ve Ashraf (2008), kısa vadede hisse bedeli ile petrol fiyatı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ortaya koymuşlardır. Sonuçlar, Suudi Arabistan haricindeki ülkelerde petrol fiyatlarındaki artışın hisse bedelleri üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu ortaya çıkarırken, Arouri ve Rault'un (2009) bulgularına göre, ülkelerinde petrol fiyatları ile Borsaların, Körfez Ülkeleri İşbirliği Konseyi'nde bir eş-bütünleşmesi mevcuttur.

Benzer şekilde, Narayan ve Narayan'ın (2010) çalışması, petrol fiyatlarının Vietnam'ın hisse bedelleri üzerinde istatistiki açıdan anlamlı bir pozitif etkisini ortaya koymuştur.

2.2.2.4. Gayri Safi Milli Hasıla'daki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Belli bir dönemdeki iktisadi faaliyet toplamlarının milli para birimi ile ifade edildiği Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), bir yıl içinde ülke ekonomisinde yaşanan iktisadi faaliyetlerin sonucunun topluca görüldüğü bir terime işaret etmektedir (Düğer ve Dulupçu, 2001: 302).

GSMH'de meydana gelen değişikliklerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi, hükümet harcamalarında görülen değişikliğin hisse senedi fiyatlarına olan etkisine benzer bir etkide bulunmaktadır. GSMH'de bir artış durumunda, bu artış çarpan vasıtası ile reel gelirden de artışa neden olmaktadır. Ekonomide arz elastikiyeti söz konusu olduğunda, çarpanın reel yönde işlediği bilinmektedir. Piyasada reel gelirin artmasıyla kişilerin kullanılabilir geliri de artmaktadır. Dolayısıyla bu kişilerin mal ve hizmetlere olan taleplerinde de artış meydana gelmektedir. Talebin artması firmaların kazancını olumlu yönde etkilemekte ve bir firmanın gelirindeki artış o firmaya ilişkin temettü beklentilerini de artırarak, firmanın hisse senedine olan talebin artmasına ve dolayısıyla da söz konusu hisse senedinin fiyatının yükselmesine neden olmaktadır (Oktay, 2013: 52). Bu bağlamda GSMH'de meydana gelen bir artışın hisse senedi fiyatlarını artırıcı yönde bir etkisinin olduğu görülmektedir. GSMH'de bir artış değil de bir azalış söz konusu olduğunda da bu sistemin tersine işleyeceği oldukça açıktır.

Kibria vd. (2014) Pakistan'da yaptıkları araştırmada KSE 100 endeksindeki beş makroekonomik değişkenin: Enflasyonun, Kişi Başına GSYİH'nin, GSYİH tasarruflarının, Para arzının ve Döviz kurunun etkisini gözlemlemişlerdir. Bu çalışmada 1991 ile 2013 arasındaki 23 yıllık veriler kullanılmıştır. Regresyon Analizinin sonuçları Enflasyonun, Döviz kurunun, Para arzının, Kişi Başına GSYİH'nin ve GSYİH tasarruflarının KSE 100 endeksi üzerinde anlamlı bir pozitif etkisi olduğunu göstermektedir.

2.2.2.5. Fiyatlar Genel Seviyesindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Fiyatlar genel seviyesindeki değişikliklerin, menkul kıymetlere yapılan yatırımların tahmini kazançlarını etkileyerek menkul kıymet değerlerine etki yapmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki bir yükseliş, menkul kıymet fiyatlarına etki yapan en önemli faktörlerden biridir (Kanalıcı, 1997: 57). Fiyatlar genel seviyesiyle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki tek yönlü değildir. Fiyatlar genel seviyesi değişimlerinin, hisse senedi fiyatlarını değişik biçimlerde etkilediği bilinmektedir. Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen ve devamlılık arz eden bir yükselme olan enflasyonun süresi ve şiddeti, hisse senedi fiyatlarına ne yönde bir etki yapacağını belirlemektedir (Oktay, 2013: 48).

Enflasyonun bir takım yararlarının olabileceğini ileri süren oldukça fazla düşünce bulunmaktadır. Aynı şekilde bu belli şartlar dâhilinde burada da görülmektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki düşük bir artış bile hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Şiddetli bir enflasyona yol açmayan ılımlı bir fiyat artışının da, mal ve hizmetler ile menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar açısından elverişli bir ortam oluşturacağı çok açıktır. Bu durumda diğer bir deyişle çok yüksek olmayan ılımlı bir enflasyon oluştuğunda ve kısa süreceği beklendiğinde içsel faktörlerin harekete geçmesi söz konusu olmaktadır. Her şeyin ötesinde müteşebbisler üretilen mallara karşı efektif talep yetersizliği endişesinden kurtulduklarında, mevcut sermayenin tam çalışması yoluna gitmektedirler. Böylelikle piyasanın, talep yetersizliği sebebiyle üretim imkânlarının altında çalışmasının önlenmesi mümkün olmaktadır (Demireli, 2008: 208).

Öte yandan fiyatlar genel seviyesindeki bu artışın yatırım yapma arzusunu ve imkânını artırıcı yönde bir etkisi olmaktadır. Ayrıca aynı zamanda da firmaların nominal kazançlarında da artış meydana gelmektedir. Neticede yine dağıtılan temettülerin payı ve sonrasında hisse senetlerinin değeri ve piyasa fiyatları artmaktadır. Diğer taraftan fiyatlar genel seviyesinde hızlı bir artışın yaşanması ve bu artışın uzun zaman devam etmesi durumu söz konusu olabilmektedir. Bu durumda bahsi geçen gelişmeler yön değiştirmektedir.

Yüksek enflasyon yatırımlarda azalmaya sebep olmakta ve firmaların satışları düşmektedir. Akabinde de üretimde azalma meydana gelmektedir. Sonuç olarak, firmaların kazançlarında düşme başlayacağından daha az gelir elde eden bir firmanın ortaklarına dağıtması beklenen temettü miktarı da azalmaktadır. Yüksek enflasyonun hisse senedinin değerini azaltmasıyla hisse senedinin fiyatında düşme görülmektedir (Oktay, 2013: 48).

Quayes ve Jamal (2008) enflasyon arttığında, tahvil talebindeki artışa bağlı olarak nominal faiz oranının da arttığını ileri sürmüşlerdir. Bu durum, stoklara ve tahvillere olan talebi azaltmaktadır, çünkü stoklar ve tahviller genellikle portföy dağılımında yarışmaktadırlar. Sonuçta, daha yüksek nominal faiz oranı ödemelerine para bağlamayı gerektireceği için, artan enflasyon oranı iş firmalarının fon sağlama amacıyla tahvil ihraç etme isteğini azaltmaktadır. Junttila vd. (1997) Finlandiya’da, beklenmeyen enflasyon ile borsa arasındaki negatif bir ilişkiyi açığa çıkarmışlardır.

Benzer şekilde Udegbumam ve Eriki (2001), enflasyonun Nijerya Borsası üzerindeki etkilerini araştırırken enflasyonun borsa üzerindeki negatif etkisinin dikkate değer bir miktarı bulunduğunu belirtmişlerdir. Malezya ve Endonezya bağlamında, Majid vd. (2001) stok dönüşlerinin Malezya ekonomisinde enflasyon eğilimlerinden bağımsız olduğunu açığa çıkarmış ve bu bulgu, Malezya Borsasının enflasyona karşı iyi bir korunmaya sahip olduğunu ifade eden Fisher varsayımı ile birbirini tutmuştur. Endonezya’da ise gerçek stok dönüşleri ile enflasyon eğilimleri arasında açığa çıkarılmış negatif bir ilişki şeklinde tam tersi bir sonuç bulunmuştur. Azeez ve Yonezawa (2006), enflasyonun örnek sürelerin her birinde beklenen getiriler üzerinde dikkate değer bir etkisi olduğunu açığa çıkarmışlardır. Benzer bir başka çalışmada Al-Mutairi ve Al-Omar (2007), enflasyonun Kuveyt Borsasında işlem gören hisselerin değeri üzerindeki etkisini incelemişler ve varlık fiyatlama teorileri ile birbirini tutar bir biçimde, işlem gören hisselerin değeri üzerinde enflasyonun negatif ve uzun vadeli bir etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Asmy vd. (2009), Malezya’da enflasyon ile hisse bedelleri arasındaki uzun-dönem dengenin bir incelemesini yürütmüşler ve enflasyon oranı (TÜFE) ile hisse bedelleri arasındaki pozitif ilişkinin kanıtlandığı tamamen farklı sonuçlar elde etmişlerdir.

TÜFE rakamlarının hisseler üzerine etkisini araştıran Süslü'nün (2010) ülkemizde yapmış olduğu çalışma sonuçlarına göre; TÜFE'de meydana gelen %1'lik bir artış hisse senedi getirilerinde %0.41'lik bir artış meydana getirmektedir. TÜFE, GSYİH, para arzı ve döviz kuru değişkenleri ile çalışma yapan Cihangir ve Kandemir (2010); TÜFE'deki değişimlerin hisse senetlerini etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca bu çalışmada TÜFE'deki değişimin GSYİH, para arzı ve döviz kuruna nazaran daha önemli bir değişken olduğu da belirtilmektedir (Cihangir ve Kandemir, 2010: 257-296). Yüksel ve Yüksel (2013) araştırmalarında, Almanya, Arjantin, Amerika, Avusturya, İsrail, Macaristan ve Türkiye olmak üzere toplam 7 ülkede bankacılık sektörü endeksiyle tüketici fiyat endeksi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu uzun süreli ilişkiyi ise Johansen Eş bütünleşme Analizi, Dağılmış Ardışık Bağımlılık Modeli (ARDL) ve Granger Nedensellik Analizi doğrultusunda analiz etmişlerdir. Granger Nedensellik Analizi, Almanya ve İsrail'de banka hisse senedi getirileriyle TÜFE arasında tek yönlü, ülkemizde ise çift yönlü ilişkinin olduğunu göstermektedir (Yüksel ve Yüksel, 2013: 37-50).

2.2.2.6. Altın Fiyatları

Mashayekh vd. (2011) Tahran Borsasında (TSE) enflasyon oranı, kamu bankaları ile bir yıllık yatırım için faiz oranları, tahviller için faiz oranları ve altın fiyatındaki büyüme oranları da dahil makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarında borsa ile altın piyasası arasında kısa vadeli bir ilişkinin mevcudiyeti, altın piyasasının kısa vadede borsanın yerine geçtiği ve de uzun vadede borsa eğilimlerinin saptanmasında altın piyasasının rolünün önemi ortaya koymuşlardır. Sharma ve Mahendru (2010) altın fiyatını, döviz rezervini, enflasyon oranını ve kur dalgalanmalarını içeren, uzun vadede Bombay Borsası (BSE) ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran bir çalışma yapmışlardır. Veriler Ocak 2008 ile Ocak 2009 arasında haftalık olarak toplanmıştır ve de bu veriler, birçoklu regresyon denklemi modeli kullanılarak BSE fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit etmek üzere kullanılmıştır. Sonuçlar, BSE'de hisse senedi fiyatları ile birlikte döviz kuru (%88.9) ile altın fiyatı (%90.2) arasında yüksek

bir korelasyon olduğunu ve döviz rezervlerinin ve enflasyon oranının hisse senedi fiyatları üzerinde sınırlı bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Venkatraja (2014), Hindistan üzerinde yaptığı çalışmada Nisan 2010-Haziran 2014 döneminde, aylık verileri kullanarak Hindistan Borsasının (BSE Sensex) performansı ile sınai üretim endeksi, toptan eşya fiyat endeksi, altın fiyatı, yabancı kurumsal yatırım ve reel efektif döviz kuru olmak üzere beş makroekonomik değişken arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuçlara göre Sensex'teki varyasyonun %82'si seçilmiş beş makroekonomik faktör ile açıklanmaktadır.

Toptan eşya fiyat endeksi, sınai üretim endeksi, yabancı kurumsal yatırım ve reel efektif döviz kuru, Sensex üzerinde yüksek bir pozitif etki derecesine sahiptir. Ayrıca Sensex'in, altın fiyatlarındaki değişiklikten tersine etkilendiği ortaya konmuştur. Üstelik sınai üretim endeksi haricinde tüm bu beş değişkenin katsayıları, istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu durum enflasyonun, yabancı kurumsal yatırım girişinin, döviz kurunun ve altın fiyatının, Hindistan Borsası performansını anlamlı bir ölçüde etkilediği sonucuna götürmektedir.

Kargı'nın (1998) yapmış olduğu çalışma ise 1986-1995 yılları arasında, altın fiyatlarındaki değişimlerin hisse senetleri üzerinde ilk yıllarda anlamlı ama tepkinin tam olmadığı; fakat son yıllarda ise tepkinin daha da netleştiği sonucuna ulaşmıştır.

Yapmış oldukları çalışma ile BİST 100'ü etkileyen makroekonomik değişkenleri ele almış olan Dizdarlar ve Derindere'ye (2008: 113-124) göre, altın ile BİST 100 arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Demir ve Yağcılar'ın (2009: 36-51) çalışmasında ise altın fiyatlarında görülen değişimin banka hisselerine olan etkisinin ters yönde olduğu ve bu ters yönlü etkinin nedeninin ise altının halen klasik bir yatırım aracı olmasından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır.

2.2.2.7. Döviz Kurundaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Döviz piyasasında yaşanan canlılık ve durgunluk zamanlarının hisse senetleri fiyatlarına etkisi söz konusu olduğunda, bu iki piyasa birbirine alternatif piyasalar olarak düşünülmektedir. Belli bir gereksinimin karşılanması esnasında kullanılmak üzere birbirinin yerine geçebilen mallara rakip mallar adı verildiğinden, hisse senedi ve döviz birer rakip mal şeklinde değerlendirmek mümkündür.

Bu ikisi arasındaki fonksiyonel ilişkinin de negatif bir ilişki olması doğaldır. Birinin fiyatı arttığında, onun rakibi olan diğer malın talep miktarı da artmaktadır. Diğer bir ifadeyle, fiyatı artan mala olan talebin azaldığı görülmektedir. Döviz ve hisse senedinin rakip mallar olmaları sebebiyle bu ikisi arasında negatif bir fonksiyonel ilişki olmaktadır (Kanalıcı, 1997: 53).

2.2.2.8. Dış Ticaret Dengesi

Harasheh ve Libdeh (2011), Filistin'deki hisse senedi fiyatları ile, Gayri Safi Yurt içi Hasıla (GSYİH), enflasyon oranı, döviz kuru, LIBOR (Londra Bankalar arası Faiz Haddi) ve Dış Ticaret Dengesi (BOT) dahil makroekonomik değişkenler arasındaki korelasyonlu ve nedensel ilişkilerin mevcudiyetini incelemişlerdir. Regresyon analizinin uygulanması yoluyla, Filistin Borsasında (PEX) hisse senedi fiyatları ile ilişkilendirilmiş tüm makroekonomik değişkenler arasındaki bir anlamlı ilişki ortaya konmuştur. Bhattacharya (2001) tarafından yapılan bir çalışma, Hindistan'da üç makroekonomik değişken: döviz kuru, döviz rezervleri ve dış ticaret dengesi ile borsa arasındaki nedensel ilişkiyi analiz etmiştir. Bulgular bu üç makroekonomik değişken ile hisse bedelleri arasında hiçbir nedensel ilişki belirtmemektedir.

2.2.2.9. Para Arzındaki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Para arzının menkul kıymetler piyasasında işlem gören hisse senedi fiyatlarına etki eden faktörlerden en önemlilerinden biri olduğu belirtilmektedir (Kanalıcı, 1997: 54). Piyasada herhangi bir sebeple bir para arzı artışı olması durumunda, Merkez

Bankasının para arzını normal artış nispetinden daha hızlı arttırdığında halk cari işlemler için ihtiyaç duyulan nakit paradan daha fazlasını elde etmektedir. Böylelikle para arzındaki artış reel gelirin artmasına neden olmaktadır. Meydana gelen bu satın alma gücü, toplam harcama miktarını yükseltirken; para miktarının artması, halkın bütün mal ve hizmetlere olan taleplerinde artış yaşanmasına sebebiyet verebilmektedir (Oktay, 2013: 51).

2.2.2.10. Faiz Haddindeki Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Faiz hadleri değişiklikleri hisse senedi fiyatlarına etki eden oldukça önemli bir faktördür. Faiz haddindeki değişiklikler hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan ver ters yönde bir etki yaratmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 179).

Hisse senedi fiyatları ile faiz oranı arasındaki ilişki, tahviller portföyündeki ve stoklardaki yatırımcılar tarafından manipüle edilmektedir (Apergis ve Eleftheriou, 2002). Yatırımcılar genelde, hisse bedellerinin er geç düşeceğini akla getirdiği için daha yüksek faizli tahvilleri tercih etmektedirler. Bilakis, faiz oranındaki bir düşüş, hisse bedellerinde artışla sonuçlanmaktadır. Bu dolaylı ilişki Gjerde ve Sættem (1999), Wongbangpo ve Sharma (2002), McMillan (2005) ve Reilly vd. (2007) tarafından da ortaya konmuştur.

Arango vd. (2002), Bogota Borsasındaki hisse senedi fiyatları ile bankalar arası kredi faiz oranı üzerinden ölçülmüş faiz oranı arasında, bir dereceye kadar para politikasından etkilenmiş doğrusal olmayan bir eğilim ve ters bir ilişki bulmuşlardır. Çalışma için geliştirilen model, kısa vadelerde dönüşlerin yüksek bağımlılığı ile nitelenen bu piyasanın biçimlendirilmiş unsurunu özetlemiştir.

Wong vd.'nin (2005) Singapur'u ve ABD'yi ilgilendiren çalışmaları, 1997 Asya mali krizi öncesinde Singapur Borsasının faiz oranı ile eş-bütünleşik olduğunu açığa çıkarmıştır. Krizin ardından mevcut denge bozulmuştur. 1987 Öz Sermaye Krizinin gelmesinden önce makroekonomik değişkenler ile bütünleşik haldeki hisse bedellerinin, krizden sonra dengenin bozulmasıyla ve neticede 1997 Asya Krizinin

ardından yok olması şeklinde benzer bir senaryo ABD piyasalarında da gözlenmiştir. Bu sonuç, hisse bedeline yansıtılan, faiz oranının işlem gören hisselerin değeri üzerindeki negatif ve uzun vadeli bir etkisini açığa çıkaran Al-Mutairi ve Al-Omar (2007) tarafından yürütülen çalışmayla daha da yoğunlaştırılmıştır.

Alam ve Uddin (2009), faiz oranı ile hisse bedeli arasındaki ilişkinin ışığında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bağlamında inceleme yapmışlardır. Tek tek ülke sonuçlarının hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkeler için karıştırılmıştır.

Malezya bağlamında, her ne kadar faiz oranı değişimleri hisse senedi fiyatları ile negatif bir ilişki içinde olsa da, faiz oranının hisse senedi fiyatı ile ilgili olmadığı ortaya konmuştur. Bangladeş, Kolombiya, İtalya ve Güney Afrika bağlamında, hisse bedeli ile faiz oranları ve her ikisindeki değişimler arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur.

Avustralya, Kanada, Şili, Almanya, Jamaika, Meksika, İspanya ve Venezüella olmak üzere toplam sekiz ülke bağlamında, her ne kadar değişimleri arasında hiçbir ilişki açığa çıkarılmamış olsa da, faiz oranları ile hisse bedeli arasında negatif bir anlamlı ilişki ortaya konmuştur. Filipinler hariç geriye kalan diğer ülkelerde hisse bedeli ile faiz oranları ve faiz oranı değişiklikleri ile hisse bedeli değişiklikleri arasında negatif bir anlamlı ilişki ortaya konmuştur (Al-Shami ve Ibrahim, 2013: 60).

Borsa İstanbul'da işlem gören tekstil, kimya ürünleri, gıda, petrol ürünleri, tütün, kâğıt, metal ve mobilya sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler üzerinde araştırma yapmış olan Türksöy vd. (2008: 49-57) çalışmasında, faiz oranıyla tüm sektörlerde işlem yapan şirketlerin getirileri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

2.2.2.11. FDI (Doğrudan Yabancı Yatırım)

Borsalar toplam mali sektörün yalnızca küçük bir kısmını oluşturur. Diğer yandan, yatırımcılara bir para çekme (withdrawal) sistemi olanağı verdikleri, yabancı yatırımcıları para aktarmaya cezp ettikleri, önemli bir bilgi kaynağı işlevi gördükleri ve

dolayısıyla mali sistemin verimliliğini bir bütün olarak artırdıkları ve kota edilmiş şirketleri değerlendirmeyi mümkün kıldıkları için bütün sektördeki küçük paylarına rağmen varlıkları önemlidir. Finans sektörünün ekonomideki büyüyen etkisinin bir sonucu olarak ilgi yalnız son zamanlarda borsa göstergelerine yönlendirilmiştir. Atje ve Jovanovic (1993) tarafından yapılan çalışmada, borsa büyüklüğünün bir işareti olan ticaret hacminin ekonomik gelişim üzerinde güçlü bir etkiye haizken, durumun banka kredileri için bu şekilde olmadığı gösterilmiştir. Keza, Levine ve Zervos (1998) ve Singh (1997) borsa büyüklüğü ile ekonomik gelişim arasında uzun vadede pozitif bir korelasyon olduğunu belirtmektedir.

Asaolu ve Ogunmuyiwa (2011) Nijerya Borsası üzerindeki Ortalama Satış Fiyatının (ASP) makroekonomik değişkenlerden nasıl etkilendiğini araştırmıştır. Dış borç, enflasyon oranı (rate of inflation), mali açık, döviz kuru, yabancı sermaye girişi, yatırım, sınai üretim ve hisselerin ASP'si dâhil ana göstergeler için veriler 1986 ile 2007 yılları arasında yıllık olarak toplanmıştır. Analitik testler ADF testini, Granger Nedensellik testini, Eş-bütünleşmeyi ve Hata Düzeltme Modelini (ECM) içermiş ve Nijerya ekonomisinin makroekonomik değişkenleri arasında zayıf bir ilişki olduğunu belirten sonuçlar vermiştir. Üstelik sonuçlar çalışmanın yapıldığı dönem için ASP ile makroekonomik değişkenler arasında uzun vadeli bir ilişkiye işaret etmiştir.

2.2.2.12. İşsizlik Oranı

İşsizlik oranının artması, ekonomide bulunan kaynakların tam anlamıyla kullanılamaması anlamına geldiği gibi, aynı zamanda piyasada dolaşan harcanabilir para miktarını da azaltmaktadır. Gerçekten de işsiz kalan bireylerin harcamaları azalmakta ve böylece piyasadaki mal ve servislere olan talep düşmektedir. Bunun sonucunda, firmaların kârları ve dolayısıyla değerleri azalmakta olup; bu durum hisse senedi değerlerine de negatif olarak yansımaktadır (Jovanovic, 1993).

2.3. BORSA PERFORMANSINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER DIŞINDAKİ NEDENLER SEBEPLER

Makroekonomik faktörler dışında borsa performansını etkileyen birçok farklı etken bulunmaktadır. Bu etkenler bu bölümde incelenecektir.

2.3.1. Yabancı Borsalar ve Sermaye Hareketleri Etkileri

Tüm yatırımcıların, özellikle de yabancı yatırımcıların piyasadan çekilmelerine, yatırımlarını ani bir şekilde piyasadan kaçırmalarına sebep olabilecek en büyük faktörlerden biri güvendir. Hatta bu piyasadan çekilmeler, endişe ve panik ortamı yaratabilecek bir etkiye de sahiptir. Yabancı sermayenin devamlılığının da bu güvene bağlı olduğu düşünüldüğünde, piyasada oluşan olumsuz panik havası menkul kıymet borsalarını krize götürebilecek özellikte olmaktadır (Demir, 2001). Piyasalardaki güven ortamı ise tüm yatırımcılarda pozitif bir algı yaratacak, yabancı yatırımcılar da sermayelerini ve yatırımlarını hisse senetlerine dönüştürmelerini sağlayacaktır.

Uluslararası piyasalarda yabancı şirketlerle rekabet halinde olan şirketlerin çoğu ülke dışına açılan ve hisse senetleri menkul kıymet borsalarında işlem gören firmalardır. Yapılan ihracatlar, firmaların kazançlarını da yükseltecek, bu da kârlılıklarını arttıracaktır. Bunun sonucunda da dağıtılacak temettülerde de bir artış sağlanmış olacaktır. Ülkelerin ekonomilerindeki büyüme veya gerilemenin, o ülke ile ticaret yapan ve o ülkede yatırımları olan ekonomileri de etkileyeceği çok açıktır. Örneğin; firmaların dağıtacakları temettülerin yükselmesi veya bu beklentinin meydana gelmesi, hisse senetlerinin değerlerini de olumlu yönde attırmaktadır (Demir, 2001: 112).

Başka bir etkileşim; bir borsadan ayrılan yabancı yatırımcıların kendilerine yeni ve güvenilir bir adres bulma arayışına girmeleri sonucu oluşan farklı ülkelerin menkul kıymetler borsaları ile ilgilidir. Yatırımcıların yeni borsalara girmesi ile birlikte bu borsalarda da canlanmalar yaşanacak ve böylelikle büyüme gerçekleşecektir.

2.3.2. Sosyo-Politik Etkinliklerde Borsa Hareketleri

Yaşanan ekonomik krizlerin, uzun vadedeki kalkınma için yapıcı mı yoksa yıkıcı mı olduğu hala bir tartışma konusu niteliğindedir. Genel itibarıyla mevcut olan iki zıt sav bulunmaktadır. İlk sava göre, krizler taşıdıkları yüksek öngörülemezlik özelliklerinden dolayı uzun vadedeki büyümeler için yıkıcı bir karakter taşımaktadır. Diğer yandan ikinci sav ise, krizlerin mümkün kıldıkları dikkat çekici reformlar dolayısıyla, uzun vadedeki büyümeler için yapıcı karaktere sahip olduğunu ileri sürmektedir.

Genellikle uzun vadeli büyümeler üzerinde olumsuz etki oluşturan krizlerin kimliğini belirleyen ekonomik araştırmalar, krizlerin kısa vadedeki mikro-ekonomik faktörleri üzerinde oluşan zayıflatıcı etkilerine vurgu yapmaktadır. Aynı zaman bu etkileri, uzun vadedeki verimlilik oranında meydana gelen dalgalanmalara sebep olan negatif etkilerle ilişkilendirmektedir. Bu bakış açısı, oldukça basit ve krizlerin verimliliği azalttığını, öngörülemezliği arttırdığını, yatırımları piyasadan uzaklaştırdığını ve büyüme üzerinde kötü bir etkisi olan sosyal huzursuzluğa yol açtığını savunmaktadır (Cerra ve Sexena, 2008).

Bunun aksine yapılan birkaç araştırmanın sonuçlarına göre krizler, birilerinin üstlenmesi için kenara itilmiş reformların hayata geçirilmesine vesile olacak bir potansiyel taşımaktadır. Bu bağlamda bakılacak olursa da, krizler uzun vadede yaşanacak büyümelere pozitif bir katkı yapmaktadır. Drazen'a (2002) göre, "krizler hipotezi" olarak adlandırılan bu bakış açısı, siyasal ekonomi literatüründe kabul gören bir tutum haline gelmektedir.

Bordo (2008), ekonomik reformları destekleyen faktörlerin mevcut faktörler yerine tercih edilmesi durumunda krizlerin faydalı olabileceğini öne sürmektedir. Netice itibarıyla, bu bakış açısı krizleri büyüme yolunda potansiyel olarak faydalı olan ve kabul edilen bir unsur olarak görmeye meyillidir. Aynı ergenlik dönemindeki çocukların yaşadıkları krizleri hayatlarına olumlu bir şekilde yansıtmaları gibi, ülkelerin de krizleri

birer öğrenim vesilesi, politik ve ekonomik organizasyonların dönüştürülmesi ve artırılması şeklinde değerlendirmesini desteklemektedir (Cavallo ve Cavallo, 2010).

Öte yandan ekonomik krizlerin kurumsal alanda yaşanıp yaşanmadığı da bir tartışma konusudur. Krizler esasen önemli kararların alındığı dönemlerdir. Bu krizlerin uzun vadede büyümeye yardımcı olacağı veya birkaç faktöre ve bilhassa kriz esnasında ortaya çıkan siyasi kuruluşlara ve var olan bir kuruluşun uyguladığı politik müzakerelere bağlı olmadığı bir gerçektir. Aslına bakılırsa, krize yol açan yanlış politikalar, eksik bilgilendirmeler ya da kötü şans gibi nedenler gözetilmeksizin, kriz dönemi boyunca önemli siyasi şahıslara gösterilecek motivasyonlar ve kısıtlamalara yaşanacak siyasi tepkiler belirlenebilmektedir (Cavallo ve Cavallo, 2010). Tommasi'ye (2004) göre her ne kadar krizlerin bazı siyasal reformların hayata geçirilmesine zemin hazırlaması mümkün olsa da, şekillenmiş politikaların ve bu politikalarındaki geçmiş hataların düzeltilmesinin tesirlerinin icra üstünlüğü ülkedeki genel kurumsal atmosfere bağlı olmaktadır. Bilim adamlarının özellikle vurguladığı şey, en iyi ilk politikaların tanıtımı, politik yollarla meydana gelen siyasi organların destekleyici bir tutum sergilemesi şartına bağlı olduğudur.

Finansal piyasaların çöküşünün para değerine zarar vermesi, birikmiş sermayede büyük kayıplar yaşanmasına neden olabilmektedir. Savaş zamanı tüketim yönünde bir hareketlilik yaşanmaktadır. Bunun etkisiyle de mevcut tüketim malzemelerinin mevcut sermaye mallarının değer kaybı yaşamasına sebebiyet verecek olan, hem şimdiki hem de gelecekteki yoksulluğa karşı önlem amaçlı kullanılması yönünde acil bir çağrı yapılmaktadır. Savaş dönemleri finansal istikrarda azalmaya neden olan belirsizlikle ve şüphecilikle karakterize edilmektedir.

Collier ve Gunning (1995) değişken taleplerin durumu arasındaki para tedarikinin düzene koyulmasının, bu tür baskılar sonucunda zorlaşmasıyla mali politikaların da komplike bir hal alacağını savunmaktadırlar. Yüksek likit market sektörlerinin, ticari güvende yaşanacak ihtilafların olumsuz etkisi, şüphecilik ve belirsizliklerden doğacak olan olumsuz etkilere daha yoğun bir şekilde maruz kalacakları belirtilmektedir.

Robin vd.'ne (1996) göre politik riskin, gelişimini tamamlamış ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi getirisine çok daha büyük bir etkisi olmaktadır. Bussiere ve Mulder'in (1999) 23 ülkeli bir popülasyonu kapsayan çalışmasına göre; siyasal değişkenlerle ekonomik örneklerin entegrasyonu bu örneklerin finansal krizleri açıklama yetkinliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte, ülkelerin seçim sonuçlarının açıklanacağı dönemlerdeki belirsizlik neticesinde ekonomik krizlere daha fazla maruz kaldıkları da belirtilmektedir (Ural, 2003: 23).

Ek olarak siyasi volatilité, menkul kıymetler piyasalarına bağlıdır. Bittlingmayer (1998) tarafından bu tutum, savaş döneminde Almanya'da uygulanmıştır. Bittlingmayer (1998), dalgalanmaların zirveyi gördüğü dönemlerin çoğunlukla siyasi olayların yaşandığı zamanlarda, bilhassa Weimar Cumhuriyeti'nin ilk yıllarında kümelenildiğini ispatlamak amacıyla Alman borsa indeksinin aylık verilerini kaleme almıştır.

Bittlingmayer (1998) barış antlaşmasının ve reformun, hükümete karşı yapılan kalkışmaların, 1920'deki grevlerin ve devrimlerin, Ruhr'a yapılan saldırıyla birlikte menkul kıymetler piyasasında yaşanan aşırı yüksek dalgalanmaların doğrudan sebebi olduğunu öngörmektedir. Daha ileri giderek, endüstriyel imalatın bir hayli kalitesizleşmesinin borsada yaşanan dalgalanmalardan kaynaklandığını ileri sürmektedir.

Eldor ve Melnick (2004) 11 Eylül saldırısı gibi bir defaya mahsus olaylara kıyasen, terör etkisine daha fazla maruz kalan İsrail'deki döviz borsasında ve Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası'nda (TASE) bir araştırma yapmışlardır. Elde ettiği sonuçlar, İsrail döviz borsasının bu olaylardan etkilendiğini, TASE'nin ise etkilenmediğini ortaya koymuştur. Döviz borsasındaki olumsuz etkilerin sebebinin fiyatlara gelecek olan azalmanın önceden öngörülmesi sonucu olduğu ortaya çıkmıştır. Barros ve Gil-Alana (2008) ise benzer bir yol izleyerek bölücü terör örgütü ETA'nın Bask borsasına yaptığı tesiri araştırmış ve benzer nitelikte sonuçlar elde etmişlerdir. Sonuçlar negatif bir etki

olarak kâr sağlamadaki azalmayı işaret etmiş ve terör olaylarının azalması durumunda Bask borasında bir yükselme görüleceğini öne sürmüştür.

Chen ve Siems (2004) New York'ta yaşanan 11 Eylül terör saldırısının Amerika ve global sermaye piyasalarına yansıyan etkisin bulmak adına bir araştırma gerçekleştirmiştir. Bulguları ise kayda geçen etkilerin tarihsel açıdan değerlendirildiğinde diğer siyasal, doğal ve ekonomik dışsal şoklara kıyasen benzersiz olarak kabul edilmeyecek bir darbeye işaret etmiştir. Sonuçlar diğer global sermaye piyasalarına kıyasen Amerika sermaye piyasasının oldukça hızlı bir kalkınma sergilediğini göstermiştir.

Aynı şekilde Suarez ve Pshisva (2006) da yaptıkları bir araştırmada, çalışanların kaçırılması sonucu işletmelerde korkunun sebep olduğu kısıtlama altında çalışılması nedeniyle yatırımlarda azalma olduğunu saptamıştır. Ayrıca çalışanlar da kişisel güvenliklerinin tehdidi nedeniyle korkuya kapılmıştır. Suarez ve Pshisva'nın (2006) çalışmasının bulgularına göre kaçırılmalar doğrudan firmaları hedef aldığı anda şirketler daha az yatırım yapmaktadırlar.

Hisse senetlerinin fiyatları diğer mevduatların büyük bir kısmından iki şekilde ayrılmaktadır. Bu fiyatları değiştiren ilk özellik; Amerika borsasının verilerinin, ekonomik faaliyetlerin üzerine olan modellerin çoğu tarafından tanımlanabilecek olan kazançlar ile kıyaslandığında daha fazla kâr şeklinde yansıyor olmasıdır. 1921 ve 1996 yılları arasında her yıl hisselerin ortalama %7 kazanç sağlamasından itibaren, uzmanlar temel yatırımcıların “büyük paraları kenarda bıraktıkları” kanısına varmışlardır.

İkinci özellik ise yüksek öngörülemezlikleridir. Hisse fiyatlarındaki değişimler gözlemlendiğinde bu değişimlerin sıklıkla aşırı şekilde dik olduğu gözlemlenmiştir ve bu yüzden hisse fiyatlarını belirlemede duygusal ve içgüdüsel boyutların gözle görülür bir şekilde etkisi olduğuna işaret eden risksiz payı veya kârlılığı tetikleyen hareketler tarafından kapsanamamaktadır.

Shiller'nın (1981) da belirttiği gibi, temettülerin değişiklikleri, hisselerdeki kadar dik değildir. Hisseler aslında gelecekte temettü ödemesi alabilmek için bir hak

göstermektedir. Dolayısıyla hisse fiyatları değişimindeki en önemli etken, umulan nakit hareketinin ıskontolu olmasıdır. Bu durum risksiz orana ve şirketlerin ödemeleri yönetmek için kâr üretme yetkisine bağlı olmaktadır.

Başka bir çalışmada Schwert (1989), makroekonomik faktörlerin belirsizliğinin hisse senedi piyasasındaki dalgalanmalar ile olan ilişkisinin ne ölçüde olduğunu araştırmıştır. Uzmanlar çoğu belirsizliğin rasyonelleştirilemeyeceği kanısına varmıştır, fakat bir kısım değişkenler belli bir derecede korelasyon oluşturmaktadır. Schwert (1989) hasılat belirsizliğinin, faiz oranının ve tahvil fiyatlarındaki dalgalanmaların pozitif korelasyon gösterdiğini ifade etmektedir. Üstelik iş sanayisindeki manivelanın yüksek olduğu veya ekonomik gerileme olduğu dönemde, hisse fiyatlarının keskin değişimler yapılacağı beklenmektedir. Diğer bir taraftan da, “Büyük Bunalım” sürecinde de görüldüğü gibi dalgalanmaların çoğunun rasyonelleştirilemeyeceğini ortaya koymuştur.

Schwert (1989) bu durumun ABD’deki kapitalist düzenin sürdürülmesine ilişkin olan belirsizlik ile bağdaştırılabileceğini savunmaktadır. Bu kapitalist düzen ise ülkeyi komünist rejime çevirebilme ihtimali haline gelen farklı periyotların arasında değişim gösteren sıfırdan farklı ihtimaldir. Ekonomistler arasında bu tarzda bir ihtimal “peso (İspanyol para birimi) problemi” olarak adlandırılmakta; bu da, mal varlığı fiyatlarının gelecekte olabilecek olay ihtimali sanısındaki uçuculuğun etkisi altında olduğunu ileri sürmektedir.

Schwert (1989) ile aynı doğrultuda olarak, Bittlingmayer (1998) de bu yaklaşımı Almanya için iç savaş döneminde uygulamaya koymuştur. Peso probleminin muhtemel etkileri, uzmanların Almanya’da olan dalgalanma çalışmalarına iç savaş dönemini dâhil etmediklerinden, Becht ve DeLong (1992) tarafından önceden belirtilmiştir.

Bittlingmayer (1998) kümelenmiş siyasal hadiselerin vuku bulduğu süreçlerde bilhassa Weimar Cumhuriyeti’nin ilk yıllarında dalgalanmaların daha yüksek olduğunu belirtmek için Alman borsasını aylık bazda kullanmıştır.

Uzmanlar özellikle darbeler ile gelen devrimler ve barış anlaşmalarının, 1920'lerin başlangıcındaki grevler ve isyanların ve ilaveten Ruhr istilasının hisse senedi fiyatlarındaki yüksek dereceli dalgalanmaların en büyük faktörleri olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca Bittlingmayer (1998) hisse senedi fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların endüstriyel imalattaki olumsuz etkilerden fazlasıyla etkilendiğini de teşhis etmiştir. Dalgalanmaların yanı sıra öngörülemezlik de, doğadaki yatırımların geri döndürülemez olması nedeniyle genellikle olumsuz etkiler taşımaktadır (Pindyck, 1991). Öngörülemezlik derecesinin ve yatırımların tamamlandıktan sonra geri dönüştürülemez olmaları yanı sıra bekleyişin fiyatı da yükselmeye meyillidir. Bittlingmayer (1998) kesin bir sebep sonuç ilişkisi olduğuna inanmamakta; siyasal olayların endüstriyle üretkenliği etkilediğini ve hisse senedi fiyatlarındansa, o fiyatlardaki dalgalanmaların üretimdeki düşüşe sebep olduğunu ileri sürmektedir.

2.3.3. Siyasi İstikrarsızlığın Borsa Dalgalanmalarındaki Rolü

Dimitraki (2011) siyasi istikrarsızlığı, anayasa tarafından izin verilen veya verilmeyen yöntemlerle siyasi otoritede değişiklik meydana getirme eğilimi olarak açıklamaktadır. Hükümetlerin güvensizliği, siyasi sistemdeki herhangi bir değişiklik ve bu değişikliklerin sonucunda bir ulus veya coğrafi bölge içerisindeki toplulukların tecrübe ettiği özgüven eksikliği, bu terimle bağlantılıdır (Dimitraki, 2011). Siyasi istikrarsızlık bağlamı içerisinde bahsedilen ülkelerdeki hükümetlerin, rejimlerin ve toplulukların değişkenliği yer almaktadır.

Dolayısıyla bu durum, üretim öğelerinin erişilebilirliğinde bir düşüş meydana getirebilmektedir. Sonuç olarak, sermaye kaynağına yatırım yapmak için duyulan istek giderek azalmaktadır (Driver ve Moreton, 1992). Bunun sebebi siyasi istikrarsızlığın yatırım sermayesinin çöpe gitme tehlikesini daha yoğun hale getirmesidir; zira ekonomik ve siyasi faaliyetlerle ilgili kanun ve yönetmeliklerin, hükümetler veya siyasi sistemdeki değişikliklerle birlikte değişme ihtimali bulunmaktadır. Sonuç olarak, bu durum beklenen net getirilerin güvensizliğini arttırmakta, yapılan yatırımlara oranla beklenen net getirileri azaltmaktadır (Asteriou ve Siriopoulos, 2000). Siyasi istikrarsızlığın bulunduğu ülkelerde yatırım yapmayı daha az cazip hale getiren en az iki

sebebe bulunmaktadır. Bu sebeplerden ilki; siyasi istikrarsızlığın, olayların siyasi ve kanuni yönü ile ilgili belirsiz bir ortam yaratmasıdır. İkinci sebep ise, istikrarsızlığın piyasa faaliyetleri ve iş gücü arasındaki ilişkilere zarar vermesi, bunun sonucunda üretim üzerinde istenmeyen etkiler meydana getirmesidir (Benhabib ve Rustichini, 1996). Cukierman vd.'ne (1992) göre, siyasi istikrarsızlık mevcut olduğu zaman kanunlarla ilgili belirsizlikler artmakta ve üretim tercihleri üzerinde zararlı etkilerle sonuçlanmaktadır. Hükümette bir değişiklik meydana gelme ihtimali yüksek olduğu için, gelecekte mevcut olacak olan kanun ve tutumlar öngörülemez hale gelmektedir. Bu da riskten dolayı vazgeçecek olan yatırımcıların, istikrar mevcut oluncaya kadar önemli kararlar alma konusunda isteksiz olabileceğine ve yeni yatırımlar yapmayı ya da başka bir ülkede yatırım yaparak söz konusu ülkedeki mevcut faaliyetlerini sona erdirmeyi tercih edebileceğine işaret etmektedir. Frijns vd.'nin (2012) öne sürdüğü gibi; savaşlar, terörist grup saldırıları veya bir ulusun görebileceği herhangi bir diğer zarar, piyasaların güvenliğini etkilemekte ve dalgalanmaya yol açmaktadır.

Bir ülkenin gelişmişlik seviyesi ne olursa olsun, savaş yaşayan tüm ülkelerin ekonomileri bu durumdan makroekonomik düzeyde etkilenecektir. Keynes'in (1914 akt. Baddeley, 2008) görüşüne göre, ülke ekonomileri savaştan iki şekilde etkilenmektedir. Bunlar, finans koşulları ve masraf koşulları yoluyla etkilenme şeklindedir.

Birikmiş sermayede büyük çaplı kayıplar yaşanması, finans piyasaları düşüşe geçerek para birimlerinin değerine zarar verdiğinde devam etmektedir. Savaş zamanı boyunca tüketim yönünde bir hareket meydana gelmekte, mevcut tüketim malzemeleri için duyulan acil talebin, hem şu andaki hem de gelecekteki yoksulluğa karşı bir tampon görevi görmesinin bir yansıması olmakta, bu durum da sermaye mallarının değerinde bir zarar meydana getirmektedir.

Keynes (1914 akt. Baddeley, 2008), savaşın gelmesinin yaşam boyu sürecek bir yıkıma yol açmayacağını, ancak varlıkların dağıtımında belirli değişikliklere yol açacağını iddia etmekte; bir savaşın özünde indirim oranlarını arttıracak olduğunu ve bunun da bir ulusun zamanlar arası tercihlerinin bir göstergesi olduğunu öne sürmektedir. Belirsizlik ve sinizm savaş zamanlarını şekillendirmekte, bu da finansal istikrardaki

düşüşe katkı sağlamaktadır. Collier ve Gunning (1995), para politikalarının bu tür baskılar nedeniyle karmaşık hale geleceğini, bu yüzden dengesiz talepler içeren koşullar altında para tedarikini düzene koymanın daha da zor hale geleceğini iddia etmektedir. Akıcılığı yüksek olan (nakde çevirme imkânı bulunan) piyasa segmentleri, daha yoğun bir ters etkiye maruz kalacaktır. Bunun sebebi ise, ticari güven, sinizm ve belirsizlik açısından yaşanan çatışmalardan kaynaklanan olumsuz etkilerdir.

Collier ve Gunning (1995) tarafından yürütülmüş olan bir çalışma, yatırımcıların silahlı çatışma zamanlarında akıcı yatırımları ellerinde tutma ve çatışma sona erdiği zaman bu yatırımları sabit yatırım girişimlerine dönüştürme yeteneği açısından parayı elde tutma ve savaş arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Son dönemde yapılan çalışmalarda; siyasi, örgütsel ve askeri olayların varlık fiyatları üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Bu çalışmalardan birinde Willard vd. (1996), ABD iç savaşı esnasında meydana gelen askeri olaylar süresinde ABD döviz piyasasının durumunu incelemektedir.

Yapılan benzer bir çalışmada Frey ve Kucher (2001), Frey ve Waldenstrom (2004), Landon-Lane ve Oosterlinck (2006) 2. Dünya Savaşı sürecindeki tahvil fiyatları ile askeri ve siyasi olayların varlığını değerlendirmekte, bu değişkenler arasında bir ilişkinin varlığına işaret eden sistemli kanıtlar sunmaktadırlar. Yapılan daha detaylı bir çalışma ise, savaşlar arasındaki zaman aralığına işaret etmekte, toplanmış olan borsa geri dönüşlerindeki dalgalanmanın derecesini incelemektedir.

Schwert (1989) tarafından sunulan önemli bir rapora göre, “Büyük Bunalım” zamanında ABD’de gözlemlenen anormal derecede yüksek istikrarsızlık, sadece yatırımcıların bakış açısından, siyasi sistemde yaşanan yıkıcı bir değişim dikkate alınarak anlaşılabilir olması geçerli bir durumdur.

Bittlingmayer’in (1998) görüşüne göre, Alman borsası, siyasi olaylar nedeniyle öne çıkan 1920’li yıllar boyunca tahmin edilmesi son derece zor bir düzeye ulaşmıştır. Voth (2002), bu rasyonelleştirme ile ilgili yargılarda bulunmakta ve savaşlar boyunca Almanya’nın pragmatik doğrulama konusunda eksiklik yaşadığını, bunun da siyasi veya

sosyal belirsizliğin varlık fiyatları üzerinde önemli etki yaptığı şeklindeki varsayımı kanıtladığını ifade etmektedir. Diğer taraftan Voth (2002), borsa fiyatlarının 1919-1939 yılları arasında pek çok gelişmiş ülkede tahmin edilemez bir niteliğe sahip olduğunu, bunun da mevcut ekonomik ortamda meydana gelen zorlu değişiklik için kullanılabilecek olan sosyal karmaşa ve saldırı ihtimali belirtileri ile önemli düzeyde desteklendiğini de iddia etmektedir.

Tarihi verilere dayanan inceleme, çağdaş piyasalarla bağlantılı olarak pragmatik sonuçlara karşılık gelmektedir. Bekaert vd.'ne (1998) göre, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında, borsa getirilerinin ayırt edici özelliği, dikkat çekici düzeyde istikrarsız bir ortam ve geniş çaplı yükseliş ve düşüşlerin getirdiği üretim fazlasıdır. Bilson vd. (2002), siyasi istikrarsızlığın dalgalanma seviyeleri, hisse senetleri ve tahvillerin piyasa geri dönüşleri üzerinde belirli bir etki yaptığı görüşünü doğrulayan çalışmalara işaret etmektedir.

Siyasi istikrarsızlığın borsa fiyatları ve dalgalanma seviyeleri üzerindeki etkisine dair çok sayıda çalışma bulunsada, siyasi istikrarsızlık ve hisse senedi piyasalarının etkilenme seviyesi arasındaki bir ilişki henüz doğrulanmamıştır. Siyasi istikrarsızlığın mevcut olduğu ülkelerde, yatırımcılar riskten daha fazla kaçır hale gelebilmekte ve bu durum, deniz aşırı ülkelerdeki yatırımlarında, özellikle de bu şartlarda siyasi riskler daha fazla olabileceği için gelişmekte olan ülkelerde daha fazla risk almaları ile sonuçlanabilmektedir. Bunun karşılığında yatırım seviyeleri yükselmekte olan ülkelerde düşüşe geçebilmekte veya yatırımcılar bu ülkelerdeki mevcut operasyonlarını sona erdirebilmektedirler. Bu eylemlerin bir sonucu olarak, yükselmekte olan piyasalarda daha fazla kötüleşme meydana gelecek ve yabancı yatırım miktarları azalacağı için bu piyasaların uluslararası piyasaya entegrasyonu düşecektir.

Panchenko ve Wu'nun (2009) işaret ettiği gibi, borsa entegrasyonunun aşamaları esnasında, öz kaynaklara yönelik talepte artışlar gözlemlenebilecektir. Frijns vd. (2012), öz kaynak ve piyasa segmentasyonuna olan talebin, yüksek sigorta primleri sunuldukça düşüşe geçeceğini iddia etmektedir.

2.3.4. Ampirik Çalışmalar

Topcu ve Ünlü (2013), araştırmalarında büyümekte olan on üç piyasada aylık veri kullanarak 2000:M1-2011:M10 tarihlerine ait bileşik öncü göstergeleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki uzun vadeli ve nedensel bağlantıyı incelemişlerdir. Bu çalışma ile, bileşik öncü göstergelerinin sermaye sahiplerinin yatırım kararlarındaki etkilerini ölçmede, bileşik öncü göstergelerin yapısının ve finansal gelişmişlik seviyesinin önemli olduğu neticesine varılmıştır. Yapılan araştırmada sonucunda, gelişmekte olan piyasalarda aynı sonuçlara ulaşılamamıştır. Hacıhasanoğlu ve Soytaş (2011), Türkiye’de bileşik öncü göstergeler ile sektörel endeksler arasındaki bağlantıyı aylık veriler kullanarak 2001:M7-2010:M2 dönemi kapsamında değerlendirmişlerdir. Araştırma bulguları, bileşik öncü göstergede uzun vadede gelişen olumlu değişimlerin, savunma ve hizmet alanları haricinde diğer tüm sektörel endeksler üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna varmıştır. Yine çalışma sonucunda, makroekonomik göstergelerde oluşan kısa süreli şokların tüm endeksleri sürecin başında olumlu etkilediği, ancak bu olumlu havanın bir yıl gibi az bir sürede kaybolduğu anlaşılmıştır.

Karamustafa ve Karakaya (2004: 32) enflasyonun borsa performansı üzerindeki etkisi araştırdıkları çalışmalarında; piyasa değeri, işlem miktarı, sözleşme sayısı, işlem gören firma sayısı ve endeks değerlerini borsa performansı göstergeleri olarak kullanmışlardır. 1995-2003 yıl aralığında “Johansen-Juselius Koentegrasyon Testi” (JJ) kullanılarak yapılan bu çalışmada; literatürde var olan borsa performansı ile enflasyon oranı arasındaki uzun vadede oluşan ters yönlü ve anlamlı ilişkinin, Türk hisse senetleri piyasası için de kısmi olarak geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Suudi Arabistan’da hisse senedi fiyatları ile makroekonomik güçler arasındaki ilişkiyi inceleyen Kalyanaraman ve Tuwajri (2014), bu ilişkiyi saptayabilmek adına tüketici fiyat endeksi, para arzı, döviz kuru, petrol fiyatları ve endüstriyel çıktı şeklinde toplam 5 adet makroekonomik değişken ile Suudi Arabistan hisse senedi endeksleri ve Standart & Poor 500 endeksini kullanmışlardır. Ocak 1994-Haziran 2013 zaman dilimini içeren çalışmada, değişkenler arasındaki bağlantıları içeren veriler Vektör Hata Düzeltme ve Johansen Eşbütünleşme metotları ile araştırılmıştır. Seçilen değişkenler

arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığının Johansen Eşbütünleşme analizine göre mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerden hisse senedi fiyatlarına doğru uzun dönemli bir nedensellik bağlantısının olduğu ise Vektör Hata Düzeltme bulguları ile ortaya konmuştur.

Ocak 1987 ile Aralık 2012 dönemi verileri ile global faktörlerin hisse senedi getirileri üzerine olan etkisini inceleyen Yurdakul ve Akçoraoğlu (2002), İMKB bileşik endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler dengesi arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

İMKB’de işlem gören banka hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu varsayılan bazı makroekonomik faktörleri saptayabilmek adına, Boztosun (2010: 39) 2002 ile 2009 dönemi arası aylık verileri araştırmasında inceleme altına almıştır. Boztosun (2010) çalışmasında makroekonomik değişkenler olarak banka endeksi, GSYİH, döviz kuru, repo ve hazine bonosu ağırlıklı faiz oranı, iç borç ve portföy yatırımları gibi değişkenleri kullanmıştır.

Makroekonomik faktörler, mevduat faiz oranı portföy yatırımları ile bankacılık endeksi arasındaki negatif bağlantının Türkiye’deki bankalara ait hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler olduğunu, diğer açıklayıcı değişkenlerle de aralarında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cihangir ve Kandemir (2010: 257) mali krizlerin yaşandığı Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerini de içinde barındıran Ocak 1998 ile Aralık 2002 dönemini kapsayan çalışmalarında ise, tüketici fiyat endeksinin bütün hisse senedi getirilerini etkilediğini belirtmişlerdir.

Altıntaş ve Tombak (2011), 1987-2008 tarihleri arası üçer aylık verileri kullanarak yaptıkları araştırmalarında, hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde rol alan reel ve parasal değişkenleri VAR ve Granger nedensellik analizleri aracılığı ile incelemişlerdir. Araştırma sonucunda hisse senedi fiyatlarının, parasal genişleme ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir uzun dönem ilişkisi; ekonomik büyüme, uluslararası rezervler ve reel döviz kuru ile arasında ise pozitif yönlü ve istatistiksel anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik

değişkenler arasında uzun dönem nedensel ilişki varlığı ise Granger nedensellik testleri ile bulunmuştur.

Yılmaz vd. (2006:1) 1990-2003 dönemini içeren araştırmalarında, makroekonomik değişkenler ile hisse senedi fiyatlarının arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada tüketici fiyat endeksi, İMKB endeksi, faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi, döviz kuru ve sanayi üretim endeksleri kullanılmıştır. Makroekonomik değişkenlerden bazıları ile hisse senedi fiyatı arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı Johansen-Juselius eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik testi ve VEC modeli ile ortaya konulmuştur.





ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
YÖNTEM, ANALİZ VE BULGULAR

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın amacı, borsa performansını etkileyen faktörleri sektörel bazda incelemek olarak belirlenmiştir. Aşağıda araştırmada inceleme konusu olacak alt amaçlar listelenmiştir:

- Borsa performansını etkileyen faktörleri tespit etmek
- Tekstil deri, gayrimenkul, hizmet, banka ve gıda içecek sektörlerinin getiri endekslerinde belirlenen makroekonomik faktörlerin etkisini araştırmak

3.2. ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLERİ

Aşağıda araştırmanın modeli yer almaktadır.

Şekil 3.1: Araştırma Modeli



Yukarıda yer alan araştırma modelinden de anlaşılacağı üzere bu çalışma kapsamında belirlenmiş olan makroekonomik değişkenlerin (enflasyon, faiz oranı, büyüme oranı, işsizlik oranı, ticaret dengesi, altın fiyatları ve kur değişimi) seçilmiş olan sektör getiri endeksleri (banka, hizmet, gayrimenkul yatırım ortaklığı, gıda içecek, tekstil deri) üzerindeki etkileri araştırılacaktır.

3.3. BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER

2007 – 2015 yılları arasında oluşan yıllık değerler, Türkiye İstatistik Kurumu, Merkez Bankası, Borsa İstanbul ve özel yatırım acentelerinden toplanmış ve bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki korelasyon ve regresyon analizleri ile belirlenmiştir. Her bir bağımlı değişken ayrı ayrı incelenmiştir. Bu anlamda, bu araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda yer almaktadır.

3.3.1. Bağımsız Değişkenler

Enflasyon Oranı (EO): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Faiz Oranı (FO): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Büyüme Oranı (BO): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

İşsizlik Oranı (IO): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Ticaret Dengesi (TD): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Altın Fiyatları (AF): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Kur Değişimi (KD): 2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Alınan değerlerin hepsi yıllık değişim oranına çevrilerek aynı türden verilerin analize tabi tutulması sağlanmıştır. Veriler ilk önce 2005 yılından olmak üzere hesaplanacak iken, sektörel verilerin en fazla 2007 yılına kadar gitmesi sebebiyle 2007 yılı bağımsız değişkenler için de araştırmanın başlangıç tarihi olarak belirlenmiştir.

3.3.2. Bağımlı Değişkenler

Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı (HSEP):2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı (GYOSEP):2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Banka Sektörü Endeksi Performansı (BSEP):2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı (TDSEP):2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı (GISEP):2007 – 2015 yılları arasında oluşan her yılın son gün değeri alınmıştır.

Modeller:

$$\text{HSEP}_i = \beta_0 + \beta_{1_} EO_i + \beta_{2_} FO_i + \beta_{3_} BO_i + \beta_{4_} IO_i + \beta_{5_} TD_i + \beta_{6_} AF_i + \beta_{7_} KD_i + \epsilon_i$$

$$\text{GYOSEP}_i = \beta_0 + \beta_{1_} EO_i + \beta_{2_} FO_i + \beta_{3_} BO_i + \beta_{4_} IO_i + \beta_{5_} TD_i + \beta_{6_} AF_i + \beta_{7_} KD_i + \epsilon_i$$

$$\text{BSEP}_i = \beta_0 + \beta_{1_} EO_i + \beta_{2_} FO_i + \beta_{3_} BO_i + \beta_{4_} IO_i + \beta_{5_} TD_i + \beta_{6_} AF_i + \beta_{7_} KD_i + \epsilon_i$$

$$\text{TDSEP}_i = \beta_0 + \beta_{1_} EO_i + \beta_{2_} FO_i + \beta_{3_} BO_i + \beta_{4_} IO_i + \beta_{5_} TD_i + \beta_{6_} AF_i + \beta_{7_} KD_i + \epsilon_i$$

$$\text{GISEP}_i = \beta_0 + \beta_{1_} EO_i + \beta_{2_} FO_i + \beta_{3_} BO_i + \beta_{4_} IO_i + \beta_{5_} TD_i + \beta_{6_} AF_i + \beta_{7_} KD_i + \epsilon_i$$

β : İncelenen parametre

i : Karakteristik yapı (yıllık bazda değişim oranı)

ϵ : Standard Hata Payı

Hipotezler

Tablo 3.1: Hipotezler

H1: Makroekonomik faktörlerin gayrimenkul yatırım ortaklığı sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır
H2: Makroekonomik faktörlerin banka sektörü getiri endeksi üzerinde etkisi vardır
H3: Makroekonomik faktörlerin hizmet sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır
H4: Makroekonomik faktörlerin tekstil deri sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır
H5: Makroekonomik faktörlerin gıda içecek sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır

3. 4. VERİ TOPLAMA KAYNAKLARI

Araştırmada kullanılan veriler aşağıdaki kaynaklardan elde edilmiştir:

Tablo 3.2: Veri Toplama Kaynakları

VERİLER	KAYNAKLAR
Faiz oranları	http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+page+site+area/tcmb+faiz+oranlari/faiz-oranlari
Ödemeler dengesi	http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/Veri+Tablolar
Altın Fiyatları	http://www.altinzen.com/2015/02/son-15-yilin-altin-fiyatlari-tablosu.html
Kur Değişim	http://paracevirici.com/doviz-arsiv/merkez-bankasi/gecmis-tarihli-doviz/amerikan-dolari
İşsizlik Oranı	www.tuik.gov.tr
Enflasyon Oranı	www.tuik.gov.tr
Büyüme Oranı	www.tuik.gov.tr
Endeksler	http://finans.mynet.com/borsa/endeks/

3.5. ANALİZ SÜRECİ

Araştırmada öncelikle korelasyon analizi yapılarak, bağımsız değişkenler arasında var olabilecek ilişkiler incelenmiştir. Bu analizin yapılma sebebi; bağımsız değişkenler arasında var olabilecek bir ilişkinin regresyon analizi sonuçlarını etkileyebileceği gerçeğidir. Yapılan korelasyon analizi sonuçları, tüm bağımsız değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu şekilde ortaya çıkan bir sonuç, bireysel bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki gerçek etkilerini gösterebilmeleri açısından çoklu regresyon analizi yapabilme olanağı bırakmamaktadır. Bu nedenle, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi teker teker incelenmiştir.

3.6. KISITLILIKLAR

Araştırma kapsamında ele alınması planlanan “inşaat sektörü getiri endeksi” için var olan veri yılı sayısı sadece 3 idi. Bu nedenle inşaat sektörü getiri endeksi yerine gayrimenkul yatırım ortaklığı sektör getiri endeksi inceleme kapsamına alınmıştır. Yine inceleme altındaki sektörel veriler sadece 2007 yılına kadar bulunmaktadır. Bu nedenle, daha geniş yılları kapsayacak bir çalışma yapılamamıştır.

3.7. MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN SEKTÖR GETİRİ ENDEKSLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Tablo 3.3: Korelasyon Analizi

		Enflasyon oranı	Faiz oranı	Büyüme oranı	İşsizlik oranı	Ticaret dengesi	Altın fiyatları	Kur değişimi
Enflasyon oranı	Pearson Korelasyon	1						
	Sig. (p)							
Faiz oranı	Pearson Korelasyon	-.453	1					
	Sig. (p)	.259						
Büyüme oranı	Pearson Korelasyon	-.597	.412	1				
	Sig. (p)	.118	.310					
İşsizlik oranı	Pearson Korelasyon	.443	-.366	-.527	1			
	Sig. (p)	.271	.373	.179				
Ticaret dengesi	Pearson Korelasyon	-.628	.034	.182	-.719	1		
	Sig. (p)	.095	.936	.667	.044			
Altın fiyatları	Pearson Korelasyon	.507	-.037	-.525	-.311	.133	1	
	Sig. (p)	.200	.931	.181	.453	.754		
Kur değişimi	Pearson Korelasyon	-.576	.269	.547	-.041	.127	-.619	1
	Sig. (p)	.135	.520	.161	.923	.765	.102	

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere tüm bağımsız değişkenler bir birleriyle ilişkilidir. Faiz oranı - Enflasyon oranı (-.453); Büyüme oranı - Faiz oranı (.412); İşsizlik oranı - Büyüme oranı (-.527); Büyüme oranı - Enflasyon oranı (-.597); İşsizlik oranı - Enflasyon oranı (.443); İşsizlik oranı - Faiz oranı (-.366); Ticaret dengesi - Enflasyon oranı (-.628); Ticaret dengesi - Faiz oranı (.034); Ticaret dengesi - Büyüme oranı (.182); Ticaret dengesi - İşsizlik oranı (-.719); Altın fiyatları - Enflasyon oranı (.507); Altın fiyatları - Faiz oranı (-.037); Altın fiyatları - Büyüme oranı (-.525); Altın fiyatları - İşsizlik oranı (-.311); Altın fiyatları - Ticaret dengesi (.133); Kur değişimi - Enflasyon oranı (-.576); Kur değişimi - Faiz oranı (.269); Kur değişimi - Büyüme oranı (.547); Kur değişimi - İşsizlik oranı (-.041); Kur değişimi - Ticaret dengesi (.127); Kur değişimi - Altın fiyatları (-.619).

Bu şekilde ortaya çıkan bir sonuç çoklu regresyon analizi yapabilme olanağı bırakmamaktadır. Bu nedenle bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi teker teker incelenecektir. Sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir. Regresyon analizi tablolarına ekler bölümünden ulaşılabilir.

Tablo 3.4: Regresyon Analizi Sonuçları

	Enflasyon Oranı	Faiz Oranı	Büyüme Oranı	İşsizlik Oranı	Ticaret Dengesi	Altın Fiyatları	Kur Değişimi
Hizmetler sektörü							Sig.(p) = .001 $\beta = -.919$
Tekstil deri sektörü			Sig.(p) = .007 $\beta = .851$				Sig.(p) = .038 $\beta = -.734$
Banka sektörü	Sig.(p) = .045 $\beta = .718$		Sig.(p) = .025 $\beta = .773$				Sig.(p) = .002 $\beta = -.899$
Gıda içecek sektörü			Sig.(p) = .011 $\beta = .831$				Sig.(p) = .020 $\beta = -.790$
Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü			Sig.(p) = .007 $\beta = .852$				Sig.(p) = .031 $\beta = -.752$

Regresyon analizi sonuçlarına göre tüm sektör getiri endekslerinin bir şekilde makroekonomik değişkenlerden etkilendiği görülmüştür. Özellikle kur değişiminin tüm sektörlerin getiri endeksleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi bulunmaktadır (Hizmetler Sig.(p) = .001 $\beta = -.919$ - Tekstil deri Sig.(p) = .038 $\beta = -.734$ – Banka Sig.(p) = .002 $\beta = -.899$ - Gıda içecek Sig.(p) = .020 $\beta = -.790$ - Gayrimenkul yatırım ortaklığı Sig.(p) = .031 $\beta = -.752$). Banka sektörü getiri endeksi makroekonomik faktörlerden en fazla etkilenen endeks olarak ortaya çıkmıştır.

Buna göre banka sektörü getiri endeksi kur değişiminden etkilenmesinin yanı sıra enflasyon oranından (Sig.(p) = .045 $\beta = .718$) ve büyüme oranından (Sig.(p) = .025 $\beta = .773$) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilenmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı (Sig.(p) = .007 β = .851), Gıda içecek (Sig.(p) = .011 β = .831) ve Tekstil deri (Sig.(p) = .007 β = .852) sektörleri getiri endeksleri ise kur değişiminin yanında büyüme oranı değişkeninden pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilenmektedirler.

Tablo 3.5: Hipotez Testi Tablosu

H1: Makroekonomik faktörlerin gayrimenkul yatırım ortaklığı sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır	Büyüme oranı ve kur değişiminin etkisi vardır
H2: Makroekonomik faktörlerin banka sektörü getiri endeksi üzerinde etkisi vardır	Enflasyon, büyüme oranı ve kur değişiminin etkisi vardır
H3: Makroekonomik faktörlerin hizmet sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır	Kur değişiminin etkisi vardır
H4: Makroekonomik faktörlerin tekstil deri sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır	Büyüme oranı ve kur değişiminin etkisi vardır
H5: Makroekonomik faktörlerin gıda içecek sektör getiri endeksi üzerinde etkisi vardır	Büyüme oranı ve kur değişiminin etkisi vardır

TARTIşMA, SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın amacı, borsa performansını etkileyen faktörlerin sektörel bazda incelenmesi olarak belirlenmiştir. Çalışma kapsamında belirlenmiş olan makroekonomik değişkenlerin (enflasyon, faiz oranı, büyüme oranı, işsizlik oranı, ticaret dengesi, altın fiyatları ve kur değişimi), seçilmiş olan sektör getiri endeksleri (banka, hizmet, gayrimenkul yatırım ortaklığı, gıda içecek, tekstil deri) üzerindeki etkileri araştırılmıştır. 2007 – 2015 yılları arasında oluşan yıllık değerler, Türkiye İstatistik Kurumu, Merkez Bankası, Borsa İstanbul ve özel yatırım acentelerinden toplanmış ve bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki korelasyon ve regresyon analizleri ile belirlenmiştir. Her bir bağımlı değişken ayrı ayrı incelenmiştir. Alınan değerlerin hepsi yıllık değişim oranına çevrilmiş, böylelikle aynı türden verilerin analize tabi tutulması sağlanmıştır.

Regresyon analizi sonuçlarına göre, tüm sektör getiri endekslerinin, makroekonomik değişkenlerden etkilendiği görülmüştür. Özellikle kur değişiminin, tüm sektörlerin getiri endeksleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi bulunmaktadır. Bu durum yazın taramasında da belirtilmiştir. Buna göre, döviz piyasasında yaşanan canlılık ve durgunluk zamanlarının hisse senetleri fiyatlarına etkisi söz konusu olduğunda, bu iki piyasa birbirine alternatif piyasalar olarak düşünülmektedir. Buradan yola çıkarak, hisse senedi ve dövizin de birer rakip mal şeklinde değerlendirilmesi mümkün olmaktadır. Bu ikikavram arasındaki fonksiyonel ilişkinin de negatif bir ilişki olması doğaldır. Birinin fiyatı arttığında, onun rakibi olan diğer malın talep miktarı da artmaktadır. Diğer bir ifadeyle, fiyatı artan mala olan talebin azaldığı görülmektedir. Döviz ve hisse senedinin rakip mallar olmaları sebebiyle, bu ikisi arasında negatif bir fonksiyonel ilişki olmaktadır (Kanalıcı, 1997: 53).

Kur değişikliklerine benzer bir şekilde, bu araştırma kapsamında incelenen ve sektör getiri endeksleri üzerinde oldukça etkisi olan bir başka değişken ise büyüme oranıdır. Gerçekten de gayrimenkul yatırım ortaklığı, gıda içecek, banka ve tekstil deri sektörleri getiri endeksleri, büyüme oranı değişkeninden pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilenmektedir. Bu durum yazın taramasında da yer almaktadır. Örneğin; Kibria vd.'ne (2014) göre GSYİH'nin KSE 100 endeksi üzerinde anlamlı bir pozitif etkisi bulunmaktadır. Oktay(2013: 52) bu durumu daha geniş bir şekilde açıklamıştır. Buna göre GSMH'de yaşanan bir artış durumunda, bu artış çarpan vasıtası ile reel gelirde de bir artışa neden olmaktadır. Ekonomide arz elastikiyeti söz konusu olduğunda, çarpanın reel yönde işlediği bilinmektedir. Piyasada reel gelirin artmasıyla kişilerin kullanılabilir geliri de artmaktadır. Dolayısıyla bu kişilerin mal ve hizmetlere olan taleplerinde de artış meydana gelmektedir. Talebin artması firmaların kazancını olumlu yönde etkilemekte ve bir firmanın gelirindeki artış o firmaya ilişkin temettü beklentilerini de artırarak, firmanın hisse senedine olan talebin artmasına ve dolayısıyla da söz konusu hisse senedinin fiyatının yükselmesine neden olmaktadır (Oktay, 2013: 52). Bu araştırma kapsamında incelenen sektör getiri endeksleri de bu değişimden aynı şekilde etkilenmektedir.

Araştırma kapsamında elde edilen bir başka bulgu ise, banka sektörü getiri endeksinin makroekonomik faktörlerden en fazla etkilenen endeks olarak ortaya çıkmış olmasıdır. Ekonomik boyutlu bir sektör olması nedeniyle değişkenlerden en fazla etkilenen sektör olması sonucu doğaldır. Buna göre banka sektörü getiri endeksi kur değişiminden etkilenmesinin yanı sıra, enflasyon oranından da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilenmektedir. Yazın taramasında enflasyonun pozitif veya negatif olmak üzere değişik şekillerde hisse senedi piyasasını etkilediği görülmüştür. Quayes ve Jamal'a (2008) göre enflasyon arttığında, tahvil talebindeki artışa bağlı olarak nominal faiz oranı da artmakta ve böylece banka sektörüne olan talep de artmaktadır. Gerçekten de Asmy vd. (2009), Malezya'da enflasyon ile hisse bedelleri arasındaki uzun dönem dengesi incelemişler ve enflasyon oranı (TÜFE) ile hisse bedelleri arasındaki pozitif ilişkinin varlığını kanıtlamışlardır. TÜFE rakamlarının hisseler üzerine etkisini araştıran Süslü'nün (2010) ülkemizde yapmış olduğu çalışma sonuçlarına göre; TÜFE'de meydana gelen %1'lik bir artış, hisse senedi getirilerinde de %0.41'lik bir

artış meydana getirmektedir. Bu anlamda, bu araştırmanın sonuçları yazın tarafından da desteklenmektedir.

Sonuçlar ışığında, temel olarak sektör getiri endeksi performanslarının çeşitli makroekonomik değişkenler tarafından yordalandığı ortaya konmuştur. Ülke borsa performansları ve özellikle sektör getiri endekslerinin pozitif performansları yabancı yatırımlar için ekonomik sağlamlılığın temel göstergelerinden biridir. Bu anlamda, getiri endekslerinin pozitif performans sergilemeleri için ekonomik büyümenin sağlanması ve özellikle döviz kurlarındaki değişkenliklerin Merkez Bankalarınca yakından takip edilmesi ve gerektiğinde ekonominin işleyişine uygun olacak şekilde müdahale etmeleri gerekmektedir.

Makroekonomik değişkenlerin sektör getiri endekslerinde ne denli önemli olduğunun daha iyi anlaşılabilmesi için diğer getiri endeksleri üzerinde de bu çalışmanın aynısının yapılması gelecek çalışmalara tavsiye edilebilir. Bu şekilde, ülkemizde var olan tüm sektör getiri endeksleri üzerinde etkisi olan makroekonomik faktörler tespit edilerek performans artırıcı uygulamalar yapılabilir.



EK-1. REGRESYON ANALİZİ TABLOLARI

Enflasyon Oranının Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.598 ^a	.358	.251	.29592

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.293	1	.293	3.348	.117 ^a
	Residual	.525	6	.088		
	Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.901	.558		-1.614	.158
	Enflasyon oranı	12.943	7.074	.598	1.830	.117

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Faiz Oranının Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.304 ^a	.092	-.059	.35187

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.076	1	.076	.611	.464 ^a
	Residual	.743	6	.124		
	Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.125	.128		.981	.365
Faiz oranı	-.099	.127	-.304	-.782	.464

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Büyüme Oranının Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.697 ^a	.486	.401	.26477

a. Predictors: (Constant), Büyüme oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.398	1	.398	5.677	.055 ^a
	Residual	.421	6	.070		
	Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Büyüme oranı

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.017	.106		-.159	.879
Büyüme oranı	-.084	.035	-.697	-2.383	.055

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

İşsizlik Oranının Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.380 ^a	.144	.001	.34171

a. Predictors: (Constant), İşsizlik oranı

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.118	1	.118	1.010	.354 ^a
Residual	.701	6	.117		
Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.082	.123		.670	.528
Issizlik orani	.816	.812	.380	1.005	.354

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansi

Ticaret Dengesinin Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.349 ^a	.122	-.025	.34619

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.099	1	.099	.830	.397 ^a
Residual	.719	6	.120		
Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.127	.125		1.015	.349
Ticaret dengesi	-.206	.226	-.349	-.911	.397

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansi

Altın Fiyatlarının Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.459 ^a	.211	.079	.32813

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.173	1	.173	1.603	.252 ^a
	Residual	.646	6	.108		
	Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.054	.170		-.320	.760
	Altın fiyatları	.871	.688	.459	1.266	.252

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Kur Değişiminin Hizmetler Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.919 ^a	.845	.819	.14539

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.692	1	.692	32.726	.001 ^a
	Residual	.127	6	.021		
	Total	.819	7			

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

b. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.409	.074		5.507	.002
Kur degisimi	-2.401	.420	-.919	-5.721	.001

a. Dependent Variable: Hizmetler sektoru endeksi performansi

Enflasyon Oranının Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.355 ^a	.126	-.020	.58246

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.294	1	.294	.866	.388 ^a
	Residual	2.036	6	.339		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.800	1.099		-.729	.494
Enflasyon oranı	12.957	13.924	.355	.931	.388

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Faiz Oranının Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.307 ^a	.094	-.057	.59296

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.220	1	.220	.625	.459 ^a
	Residual	2.110	6	.352		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.243	.215		1.127	.303
	Faiz oranı	-.169	.214	-.307	-.791	.459

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansı

Büyüme Oranının Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.851 ^a	.724	.678	.32719

a. Predictors: (Constant), Buyume oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.687	1	1.687	15.760	.007 ^a
	Residual	.642	6	.107		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Buyume oranı

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.042	.131		-.321	.759
	Buyume oranı	-.173	.043	.851	-3.970	.007

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansı

İşsizlik Oranının Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.291 ^a	.085	-.068	.59612

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.197	1	.197	.555	.484 ^a
	Residual	2.132	6	.355		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.177	.214		.830	.438
	Issizlik orani	1.056	1.417	.291	.745	.484

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Ticaret Dengesinin Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.009 ^a	.000	-.167	.62305

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	.001	.982 ^a
	Residual	2.329	6	.388		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.203	.226		.898	.404
Ticaret dengesi	.009	.406	.009	.023	.982

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Altın Fiyatlarının Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.490 ^a	.241	.114	.54299

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.560	1	.560	1.900	.217 ^a
	Residual	1.769	6	.295		
	Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.079	.281		-.281	.788
Altın fiyatları	1.570	1.139	.490	1.379	.217

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Kur Değişiminin Tekstil Deri Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.734 ^a	.539	.462	.42324

a. Predictors: (Constant), Kur değişimi

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.255	1	1.255	7.003	.038 ^a
Residual	1.075	6	.179		
Total	2.329	7			

a. Predictors: (Constant), Kur degisimi

b. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.616	.216		2.852	.029
Kur degisimi	-3.234	1.222	-.734	-2.646	.038

a. Dependent Variable: Tekstil deri sektoru endeksi performansi

Enflasyon Oranının Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.718 ^a	.516	.435	.42282

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.143	1	1.143	6.394	.045 ^a
Residual	1.073	6	.179		
Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1.859	.797		-2.332	.059
Enflasyon oranı	25.557	10.107	.718	2.529	.045

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Faiz Oranının Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.320 ^a	.102	-.047	.57581

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.226	1	.226	.683	.440 ^a
	Residual	1.989	6	.332		
	Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.161	.209		.769	.471
	Faiz oranı	-.172	.208	-.320	-.826	.440

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansı

Büyüme Oranının Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.773 ^a	.597	.530	.38586

a. Predictors: (Constant), Buyume oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.322	1	1.322	8.881	.025 ^a
	Residual	.893	6	.149		
	Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Buyume oranı

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.096	.155		-.623	.556
	Buyume orani	-.153	.051	.773	-2.980	.025

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

İşsizlik Oranının Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.407 ^a	.166	.027	.55496

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.368	1	.368	1.194	.316 ^a
	Residual	1.848	6	.308		
	Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.085	.199		.428	.683
	Issizlik orani	1.442	1.319	.407	1.093	.316

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Ticaret Dengesinin Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.407 ^a	.166	.027	.55497

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.368	1	.368	1.194	.316 ^a
Residual	1.848	6	.308		
Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.169	.201		.840	.433
	Ticaret dengesi	-.396	.362	-.407	-1.093	.316

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Altın Fiyatlarının Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.554 ^a	.306	.191	.50606

a. Predictors: (Constant), Altin fiyatları

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.679	1	.679	2.652	.155 ^a
Residual	1.537	6	.256		
Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Altin fiyatları

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.190	.262		-.726	.495
	Altin fiyatları	1.729	1.062	.554	1.628	.155

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Kur Değişiminin Banka Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.899 ^a	.809	.777	.26586

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.792	1	1.792	25.347	.002 ^a
	Residual	.424	6	.071		
	Total	2.216	7			

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

b. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.614	.136		4.525	.004
	Kur değisimi	-3.865	.768	-.899	-5.035	.002

a. Dependent Variable: Banka sektoru endeksi performansi

Enflasyon Oranının Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.409 ^a	.167	.028	.39707

a. Predictors: (Constant), Enflasyon orani

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.190	1	.190	1.204	.315 ^a
	Residual	.946	6	.158		
	Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Enflasyon orani

b. Dependent Variable: Gıda icecek sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.651	.749		-.869	.418
Enflasyon oranı	10.414	9.492	.409	1.097	.315

a. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Faiz Oranının Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.352 ^a	.124	-.022	.40720

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.141	1	.141	.850	.392 ^a
	Residual	.995	6	.166		
	Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

b. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.187	.148		1.267	.252
Faiz oranı	-.135	.147	-.352	-.922	.392

a. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Büyüme Oranının Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.831 ^a	.690	.638	.24222

a. Predictors: (Constant), Buyume oranı

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.784	1	.784	13.359	.011 ^a
Residual	.352	6	.059		
Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Buyume orani

b. Dependent Variable: Gıda ıcecek sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.011	.097		-.116	.911
Buyume orani	-.118	.032	.831	-3.655	.011

a. Dependent Variable: Gıda ıcecek sektoru endeksi performansi

İşsizlik Oranının Gıda İcecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.277 ^a	.077	-.077	.41807

a. Predictors: (Constant), İssizlik orani

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.087	1	.087	.498	.507 ^a
Residual	1.049	6	.175		
Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), İssizlik orani

b. Dependent Variable: Gıda ıcecek sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.139	.150		.925	.390
İssizlik orani	.701	.994	.277	.706	.507

a. Dependent Variable: Gıda ıcecek sektoru endeksi performansi

Ticaret Dengesinin Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.035 ^a	.001	-.165	.43482

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.001	1	.001	.007	.935 ^a
	Residual	1.134	6	.189		
	Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

b. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.159	.157		1.011	.351
	Ticaret dengesi	-.024	.284	-.035	-.085	.935

a. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Altın Fiyatlarının Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.562 ^a	.315	.201	.35998

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.358	1	.358	2.765	.147 ^a
	Residual	.778	6	.130		
	Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

b. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.070	.186		-.375	.721
	Altın fiyatları	1.256	.755	.562	1.663	.147

a. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Kur Değişiminin Gıda İçecek Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.790 ^a	.624	.561	.26678

a. Predictors: (Constant), Kur değişimi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.709	1	.709	9.959	.020 ^a
	Residual	.427	6	.071		
	Total	1.136	7			

a. Predictors: (Constant), Kur değişimi

b. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.466	.136		3.424	.014
	Kur değişimi	-2.431	.770	-.790	-3.156	.020

a. Dependent Variable: Gıda içecek sektörü endeksi performansı

Enflasyon Oranının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.617 ^a	.381	.277	.53908

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.071	1	1.071	3.687	.103 ^a
	Residual	1.744	6	.291		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Enflasyon oranı

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.758	1.017		-1.729	.135
	Enflasyon oranı	24.743	12.886	.617	1.920	.103

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Faiz Oranının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.284 ^a	.081	-.073	.65681

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.227	1	.227	.525	.496 ^a
	Residual	2.588	6	.431		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Faiz oranı

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.199	.239		.836	.435
	Faiz oranı	-.172	.237	-.284	-.725	.496

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Büyüme Oranının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.852 ^a	.726	.680	.35855

a. Predictors: (Constant), Buyume orani

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.044	1	2.044	15.896	.007 ^a
	Residual	.771	6	.129		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Buyume orani

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortakligi sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.111	.144		-.769	.471
	Buyume orani	-.190	.048	.852	-3.987	.007

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortakligi sektoru endeksi performansi

İşsizlik Oranının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.466 ^a	.217	.087	.60601

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.612	1	.612	1.665	.244 ^a
	Residual	2.203	6	.367		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Issizlik orani

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortakligi sektoru endeksi performansi

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.114	.217		.523	.620
İssizlik oranı	1.859	1.440	.466	1.290	.244

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Ticaret Dengesinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.370 ^a	.137	-.007	.63635

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.385	1	.385	.952	.367 ^a
Residual	2.430	6	.405		
Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Ticaret dengesi

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.209	.230		.905	.400
Ticaret dengesi	-.405	.415	-.370	-.976	.367

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü endeksi performansı

Altın Fiyatlarının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.518 ^a	.269	.147	.58577

a. Predictors: (Constant), Altın fiyatları

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.756	1	.756	2.204	.188 ^a
	Residual	2.059	6	.343		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Altin fiyatları

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.168	.303		-.556	.599
	Altin fiyatları	1.824	1.229	.518	1.485	.188

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektoru endeksi performansı

Kur Değişiminin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü Endeksi Performansı Üzerindeki Etkisi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.752 ^a	.565	.493	.45160

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.591	1	1.591	7.803	.031 ^a
	Residual	1.224	6	.204		
	Total	2.815	7			

a. Predictors: (Constant), Kur değisimi

b. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektoru endeksi performansı

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.624	.231		2.709	.035
	Kur değisimi	-3.642	1.304	-.752	-2.793	.031

a. Dependent Variable: Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektoru endeksi performansı

KAYNAKÇA

- AGHION, Philippe, Philippe BACCHETTA ve Abhijit BANERJEE, (2000), “Capital markets and the instability of open economies”, **Journal of Monetary Economics**.
- AKÇORAOĞLU, Alpaslan ve Funda YURDAKUL, (2002), “Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na İlişkin Ampirik Kanıtlar”, **İMKB Dergisi**, Yıl: 6, Sayı: 21.
- ALAM, Mahmudul ve Gazi Salah UDDIN, (2009), “Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries”, **International Journal of Business and Management**, Vol:4, No: 3, pp. 43-51.
- ALBRIGHT, S. Christian ve Wayne L. WINSTON, (2015), **Business Analytics: Data Analysis & Decision Making**, 6th ed., Cengage Learning, Boston.
- ALBRIGHT, S. Christian, Wayne L. WINSTON ve Christopher J. ZAPPE, (2011), **Data Analysis and Decision Making**, 4th Ed., Cengage Learning, Mason.
- AL-MUTAIRI, Abdullah ve Husain AL-OMAR, (2007), “Macroeconomic Determinants of the Behaviour of Kuwait Stock Exchange”, **Studies in Business and Economics**, Vol: 13, No: 1, pp. 39-50.
- AL-SHAMI, Hamdan Ahmed Ali ve Yusnidah IBRAHIM, (2013), “The Effects of Macro-economic Indicators on Stock Returns: Evidence from Kuwait Stock Market”, **American Journal of Economics**, Vol: 3, No: 5C, pp. 57-66.
- ALTINBAŞ, Hazar, Nilgün KUTAY ve Cenk AKKAYA, (2015), “Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Piyasaları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama”, **Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Yıl: 4, Sayı: 2, ss. 30-49.
- ALTINTAŞ, Halil ve Figen TOMBAK, (2011), “Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi: 1987-2008”, **Anadolu International Conference in Economics II**, Eskişehir.

- APERGIS, Nicholas ve Sophia ELEFThERIOU, (2002), "Interest rates, inflation, and stock prices: the case of the Athens Stock Exchange", **Journal of Policy Modeling**, Vol: 24, No: 3, pp. 231-236.
- ARANGO, Luis Eduardo, Andres GONZALEZ ve Carlos Esteban POSADA, (2002), "Returns and Interest Rate: A Nonlinear Relationship in the Bogotá Stock Market", **Applied Financial Economics**, Vol: 12, No: 11, pp. 835-842.
- AROURI, Mohamed El Hedi ve Christophe RAULT, (2009), **On the Influence of Oil Prices on Stock Markets: Evidence from Panel Analysis in GCC Countries**, CESifo Working Paper No. 2690.
- ASAOLU, T.O. ve M.S. OGUNMUYIWA, (2011), "An Econometric Analysis of the Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Movement in Nigeria", **Asian Journal of Business Management**, Vol: 3, No: 1, pp. 72-78.
- ASMY, Mohamed Wisam ROHİLİNA, Aris HASSAMA ve Md FOUAD, (2009), "Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model", **Munich Personal RePEc Archive**.
- ASTERIOU, Dimitrios ve Costas SIRIOPOULOS, (2000), "The role of political instability in stock market development and economic growth: The case of Greece", **Economic Notes**, Vol: 29, No: 3, pp. 355-374.
- ATJE, Raymond ve Boyan JOVANOVIĆ, (1993), "Stock markets development", **European Economic Review**, Vol: 37, pp. 632-640.
- AZEEZ, A. A. ve Yasuhiro YONEZAWA, (2006), "Macroeconomic factors and the empirical content of the Arbitrage Pricing Theory in the Japanese stock market", **Japan and the World Economy**, pp. 568-591.
- BARROS, Carlos ve Luis GIL-ALANA, (2008), "Stock market returns and terrorist violence: Evidence from the Basque country", **Applied Economics Letters**, Vol: 16, pp. 1575-1579
- BAŞTÜRK, Feride H., (2004), **F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.

- BAYHAN, Aysun (2014), “Borsa Tarihi – Borsaların 2000 Yıllık Mazisi ve Gelişimi”, **Borsa Piyasası**.
- BEKAERT, Geert, Campbell R. HARVEY, Claude ERB ve Tadas VISKANTA, (1998), “Distributional characteristics of emerging market returns and asset allocation”, **Journal of Portfolio Management**, Vol: 24, pp. 102-116.
- BENHABIB, Jess ve Aldo RUSTICHINI, (1996), “Social conflict and growth”, **Journal of Economic Growth**, Vol: 1, pp. 125-142.
- BEŞİRLİ, Mehmet, (2009), “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsası’ndan Eshâm Ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”, **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 19, Sayı: 1, ss. 185-208
- BHATTACHARYA, M.J., (2001), “Causal relationship between and exchange rate, foreign exchange reserves, value of trade balance and stock market: case study of India”, **Department of Economics, Jadavpur University**, Kolkata, India.
- BILSON, Christopher, Timothy BRAILSFORD ve Vincent HOOPER, (2002), “The explanatory power of political risk in emerging markets”, **International Review of Financial Analysis**, Vol: 11, No: 1, pp. 1-27.
- BITTLINGMAYER, George, (1998), “Output, stock volatility, and political uncertainty in a natural experiment: Germany, 1880-1940”, **Journal of Finance**, Vol: 53, pp. 2243-2258.
- BJORNLAND, Hilde C., (2009), “Oil price shocks and stock market booms in an oil exporting country”, **Scottish Journal of Political Economy**, Vol: 56, No: 2, pp. 232-254,
- BORDO, Michael D., (2008) “Growing Up to Financial Stability”, **Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal**, Vol: 2, pp. 1-17.
- BOZTOSUN, D., (2010), “İMKB’de İşlem Gören Banka Hisse Senetleri Getirileri ile Makroekonomik Faktörler Arasındaki İlişkinin Analizi”, **Üçüncü Sektör Kooperatifçilik**, Yıl: 45, Sayı: 4, ss. 39-53.
- BUCHANAN, James M. (2011), “The limits of market efficiency”, **RMM**, Vol: 2, pp. 1-7.

- BURTON, Maureen ve Bruce BROWN, (2009), **The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking**, 5th Ed., Routledge, London.
- CAVALLO, Alberto veEduardo CAVALLLO, (2010),“Are Crises Good for Long-Term Growth? The Role of Political Institutions”, **Journal of Macroeconomics**, Vol: 32, No: 3, pp. 838-857.
- CERRA, Valerie ve Sweta SAXENA, (2008),“Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, **American Economic Review**, Vol: 98, No: 1, pp. 439-457
- CHEN, Andrew ve Thomas SIEMS, (2004), “The effects of terrorism on global capital markets”, **European Journal of Political Economy**, Vol: 20, pp. 349-366
- CHEN, Nai-Fu, Richard ROLL ve Stephen A. ROSS, (1986), “Economic forces and the stock market”, **Journal of Business**, Vol: 59, No: 3, pp. 383-403.
- CHUVAKHIN, Nikolai (2001), “Efficient Market Hypothesis And Behavioral Finance - Is A Compromise In Sight?”, **Graziadio Business Report** 2/5.
- ÇİHANGİR, Mehmet ve Tuğrul KANDEMİR, (2010), “Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 15, Sayı: 1, ss. 257-296.
- COLLIER, Paul ve Jan Willem GUNNING, (1995),“War, peace and private portfolios”, **World Development**, Vol: 23, No: 2, pp. 233-241
- CUKIERMAN, Alex, Sebastian EDWARDS ve Guido TABELLINI, (1992),“Seignorage and political instability”, **American Economic Review**, Vol. 82, pp. 537-556
- DELONG, J. Bradford ve Marco BECHT, (1992), “Excess volatility in the German stock market, 1876–1990”, **NBER Working Paper** 4054
- DEMİR, Ümmü, (2014), “Türkiyede Uygulanan Faiz Politikalarının Borsa 100 Endeksi Üzerindeki Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Erzurum.

- DEMİR, Yusuf ve Gamze Göçmen YAĞCILAR, (2009), “İMKB’de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Belirlenmesi”, **Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 2, ss. 36-51.
- DEMİR, Yusuf, (2001), “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Yıl: 6, Sayı: 2, ss. 109-130.
- DEMİRELİ, Erhan, (2008), “Etkin Pazar Kuramında Sapmalar: Finansal Anomiler Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Yıl: 8, Sayı:1, ss. 215-241.
- DIMITRAKI, Ourania, (2011), “The Growth Impact Of Political Regimes And Instability: Empirical Evidences From Western Europe”, Doctora Thesis, **School of Social Sciences Brunel University**.
- DİZDARLAR, Işın ve Sinem DERİNDERE, (2008), “Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İmkb 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma”, **Yönetim**, Yıl: 19, Sayı: 61, ss. 113-124.
- DRAZEN, Allan, (2002), **Political Economy in Macroeconomics**, Princeton University Press, Princeton.
- DRIESPRONG, Gerben, Ben JACOBSEN ve Benjamin MAAT, (2008), “Striking Oil: Another Puzzle?”, **Jounal of Financial Economics**, Vol: 89, No: 2, pp. 307-327.
- DRIVER, C. veD. MORETON, (1992), **Investment, Expectations and Uncertainty**, Basil Blackwell, Oxford.
- DÜĞER, İ.H. ve M.A. DULUPÇU, (2001), **İktisada Giriş**, 2.Baskı, Graphis Yayınları, İstanbul.
- ELDOR, Rafi veRafi MELNICK, (2004), “Financial markets and terrorism”, **European Journal of Political Economy**, Vol: 20, No. 2, pp. 367-386.

- EL-SHARIF, Idris, Dick BROWN, Bruce BURTON, Bill NIXON ve Alex RUSSELL, (2005), “Evidence on the nature and extent of the relationship between oil prices and equity values in the UK”, **Energy Economics**, Vol: 27, No: 6, pp. 819-830.
- ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN, (2005), **Değer Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Gazi Kitap Evi, Ankara.
- ERDAŞ, Mehmet Levent, (2015), “Firma Karlılığı Üzerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Ve Makroekonomik Faktörlerin Etkisi: Borsa İstanbul Endeksi Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 41, 1220-1229.
- ERTURAN, Ayça, (2003), “Menkul Kıymetlerin Pazarlanması Ve Aracı Kurumlar Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- FAMA, Eugene F., (1965), “The Behaviour of Stock Market Prices”, **Journal of Business**, Vol: 38, pp. 34-105
- FAMA, Eugene F., (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, **Journal of Finance**, Vol: 25, No: 2, pp. 383-417
- FAMA, Eugene F., (1998), “Market Efficiency, Long-term Returns and Behavioural Finance”, **Journal of Financial Economics**, Vol: 49, pp. 283-306
- FAMA, Eugene F., Lawrence FISHER, Michael JENSEN ve Richard ROLL, (1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, **International Economic Review**, Vol: 10, No: 1, pp. 1-21.
- FANG, Chung-Rou, (2010), “The impact of oil price shocks on the three BRIC countries’ stock prices”, Department of Economics, **National Cheng-Chi University**, Taiwan.
- FERTEKLİGİL, Azmi, (2000), **Türkiye’de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul.
- FREY, Bruno ve D.WALDENSTROM, (2004), “Markets work in war: World War II reflected in the Zurich and Stockholm bond markets”, **Financial History Review**, Vol: 11, pp. 51-67.

- FREY, Bruno ve Marcel KUCHER, (2001), “Wars and markets: how bond values reflect the Second World War”, **Economica**, Vol: 68, pp. 317-333.
- FRIJNS, Bart, Alireza TOURANI-RAD ve Ivan INDRIAWAN, (2012), “Political crises and the stock market integration of emerging markets”, **Journal of Banking and Finance**, Vol: 36, No: 3, pp. 644-653
- GAN, Christopher, Minsoo LEE, Hua Hwa Au YONG ve Jun ZHANG, (2006), “Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence”, **Investment Management and Financial Innovations**, Vol: 3, No: 4, pp. 89-101.
- GARCIA, Valeriano ve Lin LIU, (1999), “Macroeconomic determinants of stock market development”, **Journal of Applied Economics**, Vol. 2, pp. 29-59.
- GJERDE, Oystein ve Frode SAETTEM, (1999), “Causal Relation among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy”, **Journal of International Financial markets, Institutions and Money**, No: 9, pp. 61-74.
- GOGINENI, Shridhar, (2008), **The stock market reaction to oil price changes. Division of Finance**, Division of Finance, Michael F. Price College of Business, University of Oklahoma, Norman.
- GOLDSMITH, Raymond W., (1969), **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven.
- GÜMÜŞ, Fatih Burak ve Atilla ARAS, (2014), “Borsa İstanbul’da Kısa ve Uzun Dönemli Denge İlişkileri”, **İşletme Bilimi Dergisi**, Yıl: 2, Sayı: 2, ss. 71-85.
- HACIHASANOĞLU, Erk ve Uğur SOYTAŞ, (2011), “Bileşik Öncü Gösterge ve Sektörel Endeksler Arasındaki İlişki”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Yıl: 26, Sayı: 1, ss. 79-91.
- HARASHEH, M. ve H.A. LIBDEH, (2011), “Testing for Correlational and Causality relationships between Stock Prices and Macroeconomic Variables-The case of Palestine Securities Exchange”, **Department of Finance at Birzeit university, Palestine**, pp. 1-6.

- HUSSAIN, Adnan, Irfan LAL ve Muhammad MUBİN, (2009), “Short run and Long run Dynamics of Macroeconomics Variables and Stock prices: Case Study of KSE (Karachi Stock Exchange)”, **Kashmir Economic Review**, Vol: 18, No: 1, pp. 43-61.
- JARROW, Robert ve Martin LARSSON, (2011), “The meaning of market efficiency”, **Mathematical Finance**, Vol: 22, No: 1.
- JOHNSON, Robert L., Carl R. ZULAF, Scott H. IRWIN ve Mary E. GERLOW, (1991), “The Soybean Complex Spread: An Examination of Market Efficiency from the Viewpoint of a Production Process”, **The Journal of Future Markets**, Vol: 11, No: 1, pp. 25-37
- JUNTILA, Juna Pekka, Pekka LARKOMAA ve Jukka PERTTUNEN, (1997), “The Stock Market and Macro economy in Finland in the APT Framework”, **LTA**, No: 4, pp. 454-473.
- KALYANARAMAN, Lakshmi, ve TUWAJRI, Basmah, (2014), “Macroeconomic Forces And Stock Prices: Some Empirical Evidence From Saudi Arabia”, **International Journal of Financial Research**, Vol: 5, No: 1, pp. 81-92.
- KANALICI, Hülya, (1997), **Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, SPK Yayınları, Ankara.
- KARADENİZ, Erdiñç ve Selda KAHİLOĞULLARI, (2014), “Akdeniz Bölgesinde Faaliyet Gösteren Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Analiz Tekniklerinin Kullanımı”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 9, Sayı: 1, ss. 73-90.
- KARADENİZ, Erdiñç, (2012), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Turizm Şirketlerinin İşletme Finansal ve Toplam Risk Düzeylerinin Kaldıraç Analizleriyle Değerlendirilmesi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 17, ss. 309-324.
- KARAMUSTAFA, Osman ve Aykut KARAKAYA, (2004), “Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 7, Sayı: 1, ss. 23-35.

- KARGI, Nihal, (1998), **Ekonomik Kalkınma Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri; Türkiye Örneği**, SPK Yayınları, Yayın No:115.
- KATSANOS, Markos, (2008), **Intermarket Trading Strategies**, John Wiley & Sons, West Sussex
- KIBRIA, Umar, Yasir MEHMOOD, Muhammad KAMRAN, Muhammad Usman ARSHAD, Rehana PERVEEN ve Muhammad SAJID, (2014), “The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: A Case of Pakistan”, **Research Journal of Management Sciences**, Vol: 3, No: 8, pp. 1-7.
- KORKMAZ, Turhan, Hasan UYGURTÜRK, R. İlker GÖKBULUT ve Gülay GÜĞERÇİN, (2008), “İMKB’de İşlem Gören Çimento İşletmelerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: XXV, Sayı: 2, ss. 565-587.
- LANDON-LANE, John ve Kim OOSTERLINCK, (2006), “Hope springs eternal-French Bondholders and the Soviet Repudiation (1915–1919)”, **Review of Finance, Oxford University Press for European Finance Association**, Vol: 10, No: 4, pp. 507-535
- LEVINE, Ross ve Sara ZERVOS, (1998), “Stock markets, banks and economic growth”, **American Economic Review**, Vol. 88, pp. 537-558.
- LO, Andrew W. ve Craig A. MACKINLAY, (1990), “Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models”, **Review of Financial Studies**, Vol: 3, pp. 431-467.
- MAJID, M. Shabri Abd, A.K. MEERA, H.A. AZIS ve M.H. IBRAHIM, (2001), “The relationship between stock returns and inflation: evidence from Malaysia and Indonesia”, **Capital Market Review**, No: 9, pp. 129-154.
- MALKIEL, Burton G., (2003), “The efficient market hypothesis and its critics”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 17, No: 1, pp. 59-82.

- MASHAYEKH, Shahnaz, Hadise H. MORADKHANI ve Mahboobeh JAFARI, (2011), “Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market: The Case of Iran”, **2nd International Conference on Business and Economic Research (2nd ICBER 2011) Proceeding**, pp. 350-361.
- MCKENZIE, Andrew M. ve Matthew T. HOLT, (1998), “Market efficiency in agricultural feature markets”, **Selected papers presented at American Agricultural Economics Association Annual Meeting**, Salt Lake City.
- MCMILLAN, David G., (2005), “Non-linear dynamics in international stock market returns”, **Review of Financial Economics**, Vol: 4, No: 1, pp. 81-91.
- NARAYAN, Paresh Kumar ve Seema NARAYAN (2010), “Modelling the impact of oil prices on Vietnam’s stock prices”, **Applied Energy**, Vol: 87, No: 1, pp. 356-361.
- OBIENUGH, J.P. (2010), **Jonbull’s Stock Guide: How to Invest Profitably in a Volatile Stock Market**, Trafford Publishing, Victoria.
- OKTAY, Tuğba, (2013), “Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BİST’de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat Sektörleri Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Afyonkarahisar.
- OLGUN, Rifat ve YILMAZ, Tahsin, (2014), “Aizanoi Antik Kentinin Peyzaj Planlama Kapsamında Korunması ve Turizm Potansiyelinin Arttırılması”, **Artium**, Yıl: 2, Sayı: 2, ss. 122-133.
- ÖZ, Ersoy, (2009), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Saklı Markov Modeli İle Bir Tahminleme”, **Ekonomik Yaklaşım**, Yıl: 20, Sayı: 72, ss. 59-85.
- ÖZEN, Ercan, Eser YEŞİLDAĞ ve Mustafa SOBA, (2015), “Topsis Performans Değerleme Ölçüsü Ve Finansal Oranlar İle Hisse Senedi Getiri İlişkisi”, **Journal of Economics, Finance and Accounting**, Vol: 2, No: 4, pp. 482-500
- ÖZKUL, Gökhan ve Ahmet Oğuz AKGÜNEŞ, (2015), “Makro Ekonomik Faktörlerin Bankacılık Sektörü Getirileri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”, **Journal of Business Research Turk**, Yıl: 7, Sayı: 4, ss. 272-298.

- PALAN, Stefan, (2004), "The efficient market hypothesis and its validity in today's markets", Mater Thesis, **University of Graz**.
- PANCHENKO, Valentyn ve Eliza WU, (2009), "Time-varying market integration and stock and bond concordance in emerging markets", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 33, pp. 1014-1021
- PINDYCK, Robert, (1991), "Irreversibility, uncertainty, and investment", **Journal of Economic Literature**, Vol: 29, pp. 1110-1148
- QUAYES, Shakil ve A. JAMAL, (2008), "Does Inflation Affect Stock Prices?", **Applied Economics Letters**, Vol: 15, pp. 767-769.
- RAHMAN, Matiur ve Mustafa Muhammad ASHRAF, (2008), "Influences of Money Supply and Oil Price on U.S. Stock Market", **North American Journal of Finance and Banking Research**, Vol: 2, No: 2, pp. 1-22.
- REILLY, Frank, David J. WRIGHT ve Robert R. JOHNSON (2007), "Analysis of the Interest Rate Sensitivity of Common Stocks", **The Journal of Portfolio Management**, Vol: 33, No: 3, pp. 85-107.
- ROBIN, Diamonte, John LIEW ve Ross L. STEVENS, (1996), "Political risk in emerging and developed markets", **Financial Analysts Journal**, Vol: 52, pp. 71-76.
- ROSS, Stephen A., (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", **Journal of Economics**, Vol: 8, pp. 23-40
- ROUSSEAU, P.L. ve P. WACHTEL, (2000), "Equity markets and growth: cross country evidence on timing and outcomes", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 24, pp. 1933-1957.
- SCHWERT, G. William, (1989), "Why does stock market volatility change over time?", **Journal of Finance**, Vol: 44, No: 5, pp. 1115-1145
- SHARMA, Gagan Deep ve Mandeep MAHENDRU, (2010), "Impact of Macro-Economic Variables on Stock Prices in India", **Global Journal of Management and Business Research**, Vol: 10, No: 7, pp. 19-24.
- SHILLER, Robert, (1981), "Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", **American Economic Review**, Vol: 71.

- SHOSTAK, Frank, (1997), “In defense of fundamental analysis: a critique of the efficient market hypothesis”, **The Review of Austrian Economics**, Vol: 10, No: 2, pp. 27-45.
- SINGH, Ajit, (1997), “Financial liberalisation stock markets and economic development”, **The Economic Journal**, Vol: 107, pp. 771-782.
- SINGH, Mahipal, (2011), **Security Analysis with Investment and Portfolio Management**, ISHA Books, New Delhi.
- SÜSLÜ, Cemil, (2010), “Makro Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme”, Doktora Tezi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- ŞAHİN, Hüseyin, (2006), **İktisada Giriş**, 7. Baskı, Ezgi Kitap Evi, Bursa.
- TOMMASI, M., (2004), “Crisis, Political Institutions, and Policy Reform: The Good, The Bad, and the Ugly”, **Annual World Bank Conference on Development Economic—Europe 2003: Toward Pro-Poor Policies: Aid, Institutions and Globalization**, B. TUNGODDEN, N. STERN ve I.KOLSTAD, I., (Eds.). World Bank and Oxford University Press, Oxford.
- TOPCU, Mert ve Ulaş ÜNLÜ, (2013), “Do Investors Consider Composite Leading Indicators?: Time Series Evidence from Emerging Countries”, **Theoretical and Applied Economics**, Vol: XX, No: 9, pp. 51-62.
- TÜRKSOY, Turgut, Nil Gülsel RESATOGLU ve Husam RJOUB, (2008), “Macroeconomic Factors, The APT and The Istanbul Stock Market”, **International Research Journal of Finance and Economics**, No: 22, pp. 49-57.
- UDEGBUNAM, Ralph I. ve P.O. ERIKI, (2001), “Inflation and Stock Price Behavior: Evidence from Nigerian Stock Market”, **Journal of Financial Management & Analysis**, Vol:14, No:1, pp. 1-10.
- URAL, Mert, (2003), “Finansal Krizler Ve Türkiye”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Yıl: 18, Sayı: 1, ss. 11-28.

- VENKATRAJA, B., (2014), “Impact Of Macroeconomic Variables On Stock Market Performance In India: An Empirical Analysis”, **International Journal of Business Quantitative Economics and Applied Management Research**, Vol: 1, No: 6, pp. 71-85.
- WANG, Shouyang ve Yusen XIA, (2002), **Portfolio Selection and Asset Pricing**, Springer, Berlin.
- WILLARD, Kristen L., TimothyGUINNANE veHarvey S. ROSEN, (1996),“Turning points in the civil war: Views from the Greenback Market”, **American Economic Review**, Vol: 86, No: 4, pp. 1001-1018.
- WONG, Wing-Keung, Habibullah KHAN ve Jun DU, (2005), “Money, Interest Rate, and Stock Prices: New Evidence from Singapore and the United States”, **U21Global Working Paper**, No. 007/2005.
- WONGBANGPO, Praphan ve Subhash C. SHARMA (2002), “Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries”, **Journal of Asian Economics**, Vol: 31, No: 1, pp. 27-51.
- WORKING, Holbrook (1934), “A Random Difference Series for the Use in the Analysis of Time Series”, **Journal of American Statistical Association**, Vol: 29, pp. 11-24
- YILMAZ, Ömer, Bener GÜNGÖR ve Vedat KAYA, (2006), “Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik”, **İMKB Dergisi**, Yıl: 9, Sayı: 34, ss.1-16
- YÜKSEL, Aslı ve Aydın YÜKSEL, (2013), “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Endeksi İle Enflasyon Arasındaki İlişki: Yedi Ülke Örneği”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl: 20, Sayı: 2, ss. 37-50.

Elektronik Kaynaklar

- BADDELEY, Michelle C. (2008),“Poverty, armed conflict and financial instability”, **CWPE Working Paper** No: 0857, <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe0857.pdf> (22.07.2016)

- BUSSIERE, Matthieu veChristian MULDER, (1999),“Political instability and economic vulnerability”, **IMF Working Paper**, No. 46, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9946.pdf> (29.07.2016)
- SUAREZ, Gustavo veRony PSHISVA, (2006),“Captive markets: The impact of kidnappings on corporate investment in Colombia”, **Finance and Economic Discussion Series**, Washington, <http://www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2006/200618/200618pap.pdf> (29.07.2016)
- VOTH, Hans Joachim, (2002),“**Stock price volatility and political uncertainty: evidence from the interwar period**”, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302926 (30.07.2016).

DİZİN

-A-

ABD, xii, 7, 18, 34, 42, 45

Arbitraj, vii, xii, 13, 19, 88, 89

-B-

Banka, v, 53, 57, 71, 72, 73, 74, 75, 87, 89

Borsa, i, v, vi, vii, viii, xii, 2, 4, 5, 9, 12, 13, 35, 38, 43, 51, 52, 59, 85, 87, 89, 91, 92, 94, 96

-Ç-

Çavdarhisar, 5

-D-

Dow Jones, vii, 7, 8

-E-

Ekonomi, 85, 99

-H-

Hisse senedi, 2, 4, 24, 25, 26, 34, 49

-İ-

İşsizlik oranı, 36, 56

-L-

Londra Menkul Kıymetler Borsası, 8, 9

-N-

Nikkei, vii, xii, 8

-O-

Osmanlı, vii, 10, 11, 12, 87

-S-

Sermaye, vii, viii, xii, 13, 19, 34, 37, 94

-T-

Türkiye, v, 11, 31, 47, 48, 52, 59, 85, 91, 94, 98

