



**T.C.
BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI**

**YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE PAY SENEDİ VE
DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ**

**HATİCE ÖZGÜR
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN
Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI**

BURDUR – 2020

**T.C.
BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI**

**YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE PAY SENEDİ VE
DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ**

**HATİCE ÖZGÜR
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN: Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI
JÜRİ ÜYESİ: Dr. Öğr. Üyesi Hakan ÖZÇELİK
JÜRİ ÜYESİ: Dr. Öğr. Üyesi Nazlıgül GÜLCAN**

BURDUR – 2020

ÖNSÖZ

Hayatıma anlam katan değerli eşime, çocuklarım Fatih ve Gökçe'ye, manevi destekleri ile bana güç katan varlık sebebim olan annem ve babama sevgi ve şükranlarımı sunarım. Tez çalışmamın hazırlama sürecinde desteğini esirgemeyen değerli danışmanım sayın Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI hocama ve tezimin jüri üyeliğini yapan Dr. Öğr. Üyesi Nazlıgül GÜLCAN ve Dr. Öğr. Üyesi Hakan ÖZÇELİK hocalarıma teze yapmış oldukları katkılar için teşekkür ederim. Zorlandığım bir süreçte imdadıma yetişen sayın Dr. Öğr. Üyesi Kasım KIRACI hocama, olmasaydı olmazdı dediğim değerli arkadaşım Arş.Gör. Emre KILIÇ hocama ve desteğini hissettiğim herkese teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Pay senedi ile döviz kuru, uygulanan politika değişimlerini ve bu değişimlerin etkisini piyasaya hızlı bir biçimde yansıtma özelliğine sahip önemli piyasa türleridir. Bu iki değişken arasındaki ilişkinin varlığı ve ilişkinin yönü açısından literatürde tam olarak bir fikir birliği oluşmamıştır. Bu çalışmada, pay senedi ve döviz kuru arasındaki ilişki yükselen piyasa ekonomileri olarak bilinen E-7 ülkelerinde 1996:01-2019:10 dönemi için panel veri analiz yöntemi kullanarak incelenmiş ve literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır. Ayrıca analizlerin daha sağlam sonuç verebilmesi adına kontrol değişken olarak da enflasyon dâhil edilmiştir. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Durbin-Hausman Eşbütünleşme Testi ve neden sonuç ilişkisinin belirlenebilmesi için de hem ülke grubu olarak panel, hem de ülke olarak ayrı ayrı nedenselliği ölçen Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi uygulanmıştır. Durbin-Hausman Eşbütünleşme Testi analiz sonuçlarında, pay senedinin hem döviz kuru hem de enflasyon ile uzun dönem ilişkinin var olduğu görülmüştür. Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi sonuçlarına göre panel bazda döviz kuru ile pay senedi arasında bir nedenselliğe rastlanamamış, ancak kontrol değişkenimiz olan enflasyondan pay senedine doğru bir nedensellik olduğu görülmüştür. Nedensellik testi sonuçlarına ülke bazlı bakıldığında ise ülkeden ülkeye değişiklik gösteren sonuçlar elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Pay Senedi, Döviz Kuru, E-7 Ülkeleri, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

Stocks and exchange rates are important market types that have the ability to quickly reflect the policy changes applied and the effects of these changes on the market. There is no consensus in the literature regarding the existence of the relationship between these two variables and the direction of the relationship. In this study, the relationship between stock and exchange rate has been analyzed using panel data analysis method for the 1996:01-2019:10 period in E-7 countries known as emerging market economies, and it is aimed to contribute to the literature. In addition, inflation has been included as the control variable in order to make the analysis more robust. The Durbin-Hausman Cointegration Test, which takes into account the cross-sectional dependency to determine the long-term relationship between variables, and Emirmahmutoğlu and Köse Causality Test, which measures causality as a panel as a country group and a country separately, in order to determine the cause-effect relationship. In the analysis results of the Durbin-Hausman Cointegration Test, it was seen that the stock has a long-term relationship with both the exchange rate and inflation. According to the results of Emirmahmutoğlu and Köse Causality Test, no causality was found between the exchange rate and the stock on a panel basis, but it was observed that there was a causality from inflation, which is our control variable, to equity securities. When the causality test results were analyzed on a country basis, results varying from country to country were obtained.

Anahtar Kelimeler: Stock, Exchange rate, E-7 countries, Panel Data Analysis.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR DİZİNİ	vii
TABLolar DİZİNİ	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PAY SENEDİ VE DÖVİZ KURU

1.1. PAY SENEDİ.....	3
1.1.1. Pay Senedi Kavramı	3
1.1.1.1. Pay Senedi Tanımı ve Özellikleri	3
1.1.1.2. Pay Senedinin Tarihçesi	5
1.1.1.3. Pay Senedinin Ekonomik Önem ve İşlevleri	6
1.1.2. Pay Senedi Türleri	7
1.1.3. Pay Senedi Çıkarabilecek kuruluşlar	10
1.1.4. Pay Senedi Değer Tanımları	11
1.1.5. Pay Senedi Getirileri	13
1.1.6. Pay Senedi Türevleri.....	14
2.1. DÖVİZ KURU	15
1.2.1. Döviz Kuru Kavramı	16
1.2.2. Döviz Kuru Çeşitleri	19
1.2.2.1. Döviz Alış Kuru ve Döviz Satış Kuru	19
1.2.2.2. Direkt Kur ve Çapraz Döviz Kuru	21
1.2.2.3. Efektif Döviz Kuru.....	23
1.2.2.4. Nominal Döviz Kuru.....	24

1.2.2.5. Reel Döviz Kuru	24
1.2.3. Döviz Kuru Sistemleri	25
1.2.3.1. Sabit Kur Sistemleri	27
1.2.3.2. Esnek Kur Sistemleri.....	31
1.2.3.3. Karma Kur Sistemleri	34
1.2.4. Döviz Kuru Sisteminin Belirlenmesinde Etkili Olan Unsurlar	36
1.2.5. Döviz Kuru Riski ve Etkileri	46
1.2.5.1. Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan Yöntemler	50

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN LİTERATÜR ARAŞTIRMALAR

2.1. LİTERATÜR TARAMASI	52
-------------------------------	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA DİZAYNI

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	64
3.2. Araştırmanın Veri Seti.....	64
3.3. Araştırmanın Metodolojisi	65
3.3.1. Yatay Kesit Bağımlılığı	65
3.3.3. Panel Birim Kök Testi	68
3.3.4. Durbin-Hausman Panel Eşbütünleşme Testi	68
3.3.5. Emirmahmutoğlu ve Köse Panel Nedensellik Testi Nedensellik	69
3.4. Araştırmanın Model ve Hipotezleri	70
3.5. Araştırmanın Bulguları	70
3.5.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	71
3.5.2. Homojenlik Hetorejenlik Testi Sonuçları	72
3.5.3. Smith vd. Birim Kök Testi Testi Sonuçları	73
3.5.4. Durbin Hausman Eşbütünleşme Testi Sonuçları	74
3.5.5. Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları.....	75
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	80
KAYNAKÇA	83

ÖZGEÇMİŞ.....	100
----------------------	------------



KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	: Anonim Şirketi
BAE	: Birleşik Arap Emirliği
BIST	: Borsa İstanbul
EKK	: En küçük kareler
KSA	: Suudi Arabistan
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
YY	: Yüzyıl
\$	: ABD Doları
€	: Avro

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: Alış ve Satış Kurları	22
Tablo 2: Pay Senedi ve Döviz Kuru İlişkisini İnceleyen Literatür Araştırmaları.....	60
Tablo 3: Değişkenlere İlişkin Temel Bilgiler	64
Tablo 4: Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	71
Tablo 5: Homojenlik Sınaması için Yapılan Delta Testi Sonuçları.....	73
Tablo 6: Smith vd. (2004) Birim Kök Test Sonuçları.....	73
Tablo 7: Durbin-Hausman Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	75
Tablo 8: Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları PS ve DK İlişkisi.....	76
Tablo 9: Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları PS ve TUFİ İlişkisi .	77
Tablo 10: Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları DK ve TUFİ İlişkisi	78
Tablo 11: Nedensellik Testi Sonuçları (Özet).....	79

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Döviz Arzı, Döviz Talebi ve Döviz Kuru Dengesi.....	18
Şekil 2. Döviz Kuru Sistemleri	26
Şekil 3: Kısır Döngü Hipotezi Etkileşim Mekanizması.....	40



GİRİŞ

İkinci dünya savaşının bitmesiyle dünya ülkeleri ekonomi tarihinde küreselleşme hareketlerine girmiş ve önemli gelişmeler sağlamıştır. 1973'te Bretton Woods sisteminin çökmesi sonucu dünya ülkeleri sabit kur sistemini bırakıp dalgalı kur sistemine geçiş yapmışlardır. Batı ekonomisinin yer aldığı Avrupa kıtasından başlayarak bütün dünyayı saran globalleşme ile beraber ülke ekonomileri birbirini etkileyen bir bütün halini almışlardır. Dünyanın globalleşmesi ve teknolojinin ilerlemesiyle ülkeler arası ekonomik ve ticari ilişkiler en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Ekonomiler birbirine bağımlı hale gelmekte ve birbirlerini daha kısa sürede etki altına alabilmektedirler.

Teknoloji ve hızlı haberleşme sayesinde sadece ülke ekonomileri değil büyük şirketler, küçük şirketler hatta bireysel kişiler dahi istedikleri ülkede istedikleri yatırım aracına istedikleri zaman ulaşabilmektedirler. Bu sayede sermaye sabit kalmayıp, sürekli bölge değiştirmekte ve küresel finans piyasalarında canlanma ve genişleme yaşanmaktadır. Mali piyasaların küreselleşmesi ve serbest kur rejimine geçiş ile finansal piyasalara müdahalenin imkânsızlaşması ülkelerin finansal özgürlüklerinin gelişmesine ve geliştirmekte olan ülkelerin de piyasa istikrarlarını artırarak yatırım portföylerini oluşturmakta daha bilinçli ve etkili kararlar almasında etkin olmaktadır.

Finansal serbestleşme sonucu piyasalar arasındaki etkileşim artmış ve sermaye piyasaları diğer piyasalarla yakınlaşmıştır. Bu durum bu alanda yapılan çalışmaların önemini artırmış ve sayılarının artmasına sebep olmuştur. Pay senetlerinin makroekonomik değişkenler ile ilişkisi, finans ve ekonomi literatürü içinde her zaman ele alınmış, özellikle pay senedinin döviz kuru ile ilişkisinin varlığı ve ilişkilerinin yönü, bu çalışmaların başlıca konularını oluşturmuştur. Çünkü bu iki değişken uygulanan politika değişimlerinin etkilerini hızlı bir biçimde piyasaya yansıtabilen hassas unsurlar durumundadırlar.

Gerek teorik gerek ampirik yönden birçok ekonomistin dikkatini çekerek üzerinde yoğunlaşmasına sebep olan pay senedi ve döviz kuru ilişkisi hakkında yapılan çalışmalarda, bu ilişkiyi açıklama adına geleneksel ve portföy dengesi yaklaşımı olarak iki yaklaşımın temel alındığı görülmektedir.

Geleneksel yaklaşım, pay senedi ile döviz kuru arasında kurdan pay senedine pozitif yönlü etkileşimden söz etmektedir, döviz kurunda oluşacak olan değişimden pay

senedinin etkilenerek değişime uğrayabileceği savunulmaktadır. Bu yaklaşıma göre kurda meydana gelecek olan değişim ülkenin rekabet gücü başta olmak üzere, dış ticaret dengesini, ülke gelir düzeyini ve dolaylı olarak işletme gelirlerini etkileyerek pay senedi fiyatlarında bir değişime sebep olmaktadır.

Portföy yaklaşımında ilişki işareti negatif olmakla birlikte ilişkinin yönü pay senedinden döviz kuruna doğru bir nedenselliktedir. Pay senedinde meydana gelecek bir yükseliş ülke ulusal parasına olan talebi artırarak ulusal parayı değerli kılacak, yatırım yapmış olan yatırımcıların servetinde artış sağlamış olacaktır.

Bu durumda yabancı yatırımcılarında dikkati çekilerek yapılan yabancı yatırım artacak ve yatırımcılar ellerindeki yabancı parayı ulusal paraya dönüştürdüğü için ulusal paraya olan talep artacak ve dövizin değeri düşecektir.

Pay senedi ve döviz kuru etkileşimi ile ilgili literatür incelendiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılmış birçok çalışma olduğu görölmektedir. Fakat yapılan çalışma sonuçlarının farklılık göstermesi ve Türkiye'nin de içinde olduğu E-7 ülkelerinde pay senedi ve döviz kuru ilişkisinin test edilerek hem literatüre katkı sağlamak hem de karar alıcı yatırımcılar için yol gösterici olması amacıyla bu çalışmanın yapılması amaçlanmıştır. E-7 ülkeleri gelişme hızı yüksek ülkeler olarak isimlendirilmiş Türkiye, Meksika, Endonezya, Çin, Hindistan, Brezilya ve Rusya'yı kapsamaktadır.

Çalışmada 1996:01–2019:10 dönemi dikkate alınarak E-7 ülkelerinin pay senedi, döviz kuru ve kontrol değişken olarak enflasyon oranı Panel Veri Analizi ile test edilmiştir. Bu çalışmanın ilk bölümünde pay senedi ve döviz kuru kavramları açıklanmış ve ikinci bölümde bu iki kavram arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sunulduğu literatür taramasına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ise araştırmanın veri seti, metodolojisi ve araştırmanın bulguları sunulmuştur. Çalışmanın sonuçlarına ilişkin yapılan değerlendirmelere “Genel Değerlendirme ve Sonuç” kısmında yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM PAY SENEDİ VE DÖVİZ KURU

1.1. PAY SENEDİ

Bu bölümde pay senedinin özellikleri, ekonomik önem ve işlevleri hakkında bilgilendirme yapılmış, pay senedi türleri, türevleri ve pay senedi çıkarabilecek kuruluşlarla ilgili genel bir bilgi verilmiş, pay senedi değer tanımları ile pay senedi getirileri gibi çalışma konusu olan pay senedinin temel kavramlarının açıklamalarına yer verilmiştir.

1.1.1. Pay Senedi Kavramı

Pay senetleri şirket üzerinde iyeliği bulunduğu ispatı niteliğinde bir belge özelliği taşırlar. Şirketler, pay senedi ihraç ederek öz sermaye ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Şirketler, çıkarmış oldukları pay senetlerinin bütününe halka sunmak zorunda değildirler. Yatırımcıların pay senetleri, dolaşımdaki ya da çıkarılmış pay senetleri şeklinde adlandırılır. Şirketler daha fazla pay senedi ihraç ederek daha fazla fon sağlayabilirler. Anonim şirketler için ortaklarına danışmadan çıkarılabilen sermaye tavanı bulunmaktadır. Bu tavana kayıtlı sermaye denir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 180).

Hisse senedi olarak da bildiğimiz pay senetleri; anonim şirket ortakları tarafından ihraç edilen ve kıymetli evrak özelliği taşıyan senetlerdir. “*Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır*” (SPK, md.4). Kooperatifler ise, ortaklık senedi çıkarma hakkına sahiptir. Kooperatifler tarafından çıkarılan bu senetler kıymetli evrak niteliği taşımamaktadır.

1.1.1.1. Pay Senedi Tanımı ve Özellikleri

Ekonomide borsalar fon arz edenleri ve fon talep edenleri buluşturan kurumlardan biridir. Borsalar mali bir kurum olmalarının yanı sıra ekonomik piyasaların işlevselleşmesi rolünü de üstlenmiştir. Pay senedi, şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş olan ve anonim şirketlerdeki hissedarların hissedarlığını belgelendirmek için çıkartılarak, işletmenin kayıtlı sermayesinde aynı değerde olan paylarının bir parçasını temsil niteliğine sahip kanuni, kıymetli evraklardır.

Sermaye Piyasası Kurulu 2013 Pay Tebliğine göre; “*Pay senedi, Anonim Şirketlerin sermayesini temsil etmekte ve elinde bulunduran kişiye ortak olma hakkı tanıyan menkul kıymettir*”. Bir diğer ifadeyle, sermayesi paylara bölünmüş şirketlerin kendi ortaklarına ortaklık paylarını göstermek için hazırlayarak sundukları kıymetli evrak niteliğindeki belgelere pay senedi adı verilir (Mumcu, 2005: 3).

Özel kanunla kurulmuş kuruluşlar, anonim şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket eliyle çıkartılmış sermayenin belli oranını temsil eden ve sahibine ortaklığın getirdiği haklardan yarar sağlamasına olanak tanıyan kıymetli evraklara pay senedi adı verilir. Her bir pay senedi, şirkete ait sermayenin sadece bir kısmını temsil etmektedir. Sermayenin kaç hisse ile temsil edileceği ve her hissenin sermayenin ne kadarlık bir bölümünü temsil edeceği işletmenin ana sözleşmesi ile belirlenir (Çapanoğlu, 1993: 40).

Bir diğer ifade şekli “hisse” olan pay senetleri kıymetli evrak sınıfına girmekle birlikte eşit parçalara bölünmüş sermayenin, belli bir miktarını ifade ederler. Bu payları satın alarak sahibi olan kişi, sahibi olduğu pay miktarı oranı ölçüsünde şirkete ortak olmuş kabul edilir. Pay satın alma işlemlerinde her hangi bir evrak işlemi söz konusu olmamaktadır. Bu durum da payların alınıp satılması yani el değiştirmesi olayını büyük ölçüde kolaylaştırmaktadır (Karan, 2004: 307).

İşletmeler pay senetlerini ihraç ettikleri anda pay senedinin değeri kadar fon elde ederken, pay senedi satın almış olan yatırımcılar da pay senedinin payı oranında işletmeye ortaklık hakkı kazanmış olmaktadırlar. Dönem sonu geldiğinde işletme kar elde etmiş ise, pay senedi sahibi de payı oranında bu kardan temettü geliri adı altında gelir elde ederken, işletmenin kar elde etmediği durumlarda ise paya sahip olan ortak bu kardan mahrum kalmış olacaktır. İşletme hisselerinin değer kazandığı durumlarda yatırımcılar, ellerinde olan pay senetlerini satış emri verip satarak kendilerine bir kazanç sağlayabilecekken; hissenin değer kaybettiği bir zamanda satış yaparak zarara uğrayabilirler.

Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket ortaklıklar ile karşılık olarak kıymetli evrak niteliğinde pay senedi ihraç edebilen ve sermayesi paylara bölünmüş anonim şirket ortaklıkların kanunun öngördüğü şekil şartlarına uygun olarak

düzenlenirler ve sermayeye ait belirli bir oranı temsil ve o oran kadar sahibine ortaklık hakkı veren senetlerdir (Tuncer, 1985: 204).

Kısacası pay senetlerini diğer kıymetli evraklardan farklı kılan en önemli özelliği, sahibine sadece bir borçlanma değil aynı zamanda sermaye aracı olarak ilgili işletmede ortaklık sağlıyor olmasıdır. Bu ortaklık sebebiyle pay senedine sahip olanın bazı hakları ve yükümlülükleri oluşmaktadır. Bu hak ve yükümlülükleri kar payı, rüçhan, tasfiye bakiyesine katılma, şirket yönetiminde yer alma, oy kullanma, bilgi edinme gibi hakları ile sır saklama ve sermaye borcu olarak sıralamak mümkündür (Bekçi, 2012: 48).

Pay senedi endekslerinin gelişiminden söz etmek gerekirse; ilk pay senedi endeksleri için, piyasalarda oluşan kısa vadeli hareketlenmeyi belirleyebilmek adına tasarlandığı söylenebilir. Pay senedi endeksi; borsada işlem gören pay senetlerine ait ortalama performansı veren, pay senetleri piyasası için genel bir gösterge niteliği taşıyan ve endeks kapsamına giren senetlerin fiyatları baz alınarak hesaplanan bir göstergedir denilebilir (Kılınç, 1995: 236).

1.1.1.2. Pay Senedinin Tarihçesi

Başlangıç tarihi olarak pay senedi piyasalarının çok eskiye dayandığı, pazar ve panayırlara kadar uzandığı görülmektedir. Bu pay senetlerini de kapsayan borsalar ise kıymetli madenlerin alım satımı ile başlamış ve günümüze değin süregelmiştir. Kıymetli madenlerin alınıp satılması işlemlerine zaman geçtikçe araçlar da dâhil olmuş ve böylece pazar daha da geniş bir hal almıştır. Bu pazarlar borçlanma belgesi ve ticari senetlerin alım satım işleminin yapıldığı bir piyasaya dönüşmüştür (Gülmez, 2010: 4).

Dünyanın ilk borsası diye bilinen “*Macellum*” olarak adlandırılan ve milattan sonra 2. yüzyılın sonlarına kadar uzanan bir et ve balık pazarıdır (Doğan, 2010: 46). Fakat tarihi bulgularda esham ve tahvilat borsaları borsa olarak isimlendirilen ilk örgütlerdir. İlk olarak borsa 1487 yılında Belçika’nın Anvers şehrinde kurulmuştur. Bunu daha sonraları Fransa’nın Lyon şehrinde 1530 ve Toulouse şehrinde 1549 kurulan borsalar izlemiştir. Bu borsalar menkul değerlerin yanında tarım ve sanayi ürünleri ile kıymetli madenlerin alım satımının yapıldığı genel borsalar niteliği taşıırken zamanla tek bir mal ticareti üzerinde uzmanlaşmış ihtisas borsaları halini almıştır (İpekçioğlu, 2007: 8). 15. Yüzyılda (YY) deniz ticaretinin geliştiği İngiltere, Hollanda, Belçika, İtalya gibi

denizci ülkelerde büyük ticaret merkezleri yerini almıştır. Büyük ticarî merkezlerin kurulması ticari senetler ve kredi belgelerinin ortaya çıkmasına ve böylece ilk poliçenin kullanılmasına başlanmıştır. Hatta Belçika'nın bugünkü Brugge şehrinde bazı aileler, para ticareti yapmaya başlamışlardır. Öyle ki, "Borsa" adının, bu ailelerden "Van der Burse" ailesinin adından geldiği düşünülmektedir. Tarih incelendiğinde 16. YY'da Amsterdam Borsası, 16. YY sonlarına Doğru Paris ve Londra, 17. YY Berlin ve Basel, 18. YY Viyana ve New York, 19. YY'da Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo borsaları kurulmuştur (Beşirli, M., 2009: 189).

Türkiye'de borsacılık faaliyetleri her ne kadar 1854 Kırım Savaşı'na kadar uzansa da resmi olarak 1866'da İstanbul'da kurulmuş, 1873 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası adını almış ve 1929 da Menkul Kıymetler Kambyo Borsaları kanunu çıkarılmıştır (<https://www.borsaistanbul.com>). 1985'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adını almış, 03.01.1986'da 40 şirket ile işleme başlamıştır (Kaldırım, 2016: 34). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ismi 5 Nisan 2013 tarihinde Borsa İstanbul (BIST) olarak değiştirilmiştir.

1.1.1.3. Pay Senedinin Ekonomik Önem ve İşlevleri

Menkul kıymet borsaları uzun vadeli yatırım araçlarının (pay senedi ve tahvil gibi) alınıp satıldığı bir pazar olup borç alan ve borç vereni doğrudan karşı karşıya getirir. Fon akışı şeffaf bir ortam içinde standart yöntemlerle sağlandığından, yatırımcılar çok rahat bir biçimde risk almakta bu durumda ekonominin gelişmesine katkı sağlamaktadır (Keser, 2015: <https://www.academia.edu>).

Ülkelerin gelişmelerinde menkul kıymetler borsalarının önemli katkıları vardır.

- Halkın yapmış olduğu küçük tasarruflar sermaye olarak işletme bünyesine geçmekte bu sayede kalkınma için gerekli sermaye sağlanmış olur.
- Pay senetleri ile şirket mülkiyeti geniş bir tabana yaymakla iktisadi refahı da yaymış olur, bu sayede gelir dağılımı daha dengeli hale gelir.
- Halkın küçük tasarrufları değerlendirirken faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı bir yol izlenmiş olur.
- Bankalardan yüksek riskli ve kısa vadeli alınan krediler yerine, uzun vadeli ve düşük riskli kaynak elde edilmiş olur.

- Kişilerde atıl olarak duracak olan kaynakların yatırıma dönüştürülmesiyle ulusal ekonominin de gelişmesine katkı sağlanmış olur.

Menkul kıymet borsalarında yatırımcılar yatırımlarını kolay bir şekilde nakde çevire bilmektedir. Alıcı ve satıcılar karşı karşıyadır, fiyat istenildiği zaman gelişen haberleşme tekniklerinin de etkisi ile yatırımcıların kandırılmasını önlemek ve doğru bilgilere ulaşmasını sağlamak adına, menkul kıymetler borsalarında bir şirketin borsaya dâhil edilebilmesi için çeşitli şartları taşıması gereklidir. Yatırımcıda belirli kurallar dâhilinde şirketin geçmiş dönem faaliyetlerini inceler ve bu doğrultuda karar verir. Öğrenebilen yatırımcılar yaptıkları veya yapacakları yatırımlar ile ilgili davranışlarını belirlerler. Yatırımların fazla sermaye gerektirmemesi ve halka açık olması küçük tasarrufların yatırıma kanalize edilerek mülkiyetin tabana yayılmasını sağlar (Kar ve Ağır, 2011: 15-16).

1.1.2. Pay Senedi Türleri

Pay senetleri için yapılmış birçok çalışma vardır ve bu çalışmalarda pay senetleri farklı açılardan sınıflara ayrılmışlardır. Bunlar en yaygın olarak şöyle sıralanabilir.

- Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri
- Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri
- Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri
- Primli ve Primsiz Pay Senetleri
- Kurucu ve İntifa Pay Senetleri

Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri: Şirket esas sözleşmesinde aksine bir hüküm belirtilmediği müddetçe pay senetleri nama yazılırlar. Hamiline yazılı pay senedi çıkartabilmek için ise işletme esas sözleşmesi içeriğinde konuyu hedef alan bir hüküm yer alması ve pay bedellerinin tamamının ödenmesi gerekmektedir (Köroğlu, 2009: 2). Şirket defterine yazılmış olanlar adına düzenlenmiş pay senetlerine, nama yazılı pay senetleri adı verilir. Mülkiyetin devredilmesi, ana sözleşme içeriğinde aksi hüküm bulunmadıkça, pay senedinin, satın alana teslim edilmesi ve şirket pay defterine kaydedilmesi ile gerçekleşmiş olur (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 184).

Hamiline yazılı pay senedini elinde bulunduran kişi, senedin hukuki maliki niteliğindedir. Senedi elinde bulunduran kişi, başka her hangi bir kanıtı ihtiyaç duymaksızın işletme karşısında, pay senedinin getirdiği hakların bütününe ve bu hakları kullanma yetisine sahip olmaktadır. Bu hakların hepsi, pay senedi ile ilişkili olarak zilyetlik ile birlikte gelir. Bu pay senetlerine ait devir ve temlik işlemlerinde hiçbir şekil şartı ve merasim aranmadığı gibi, bu pay senetleri bir mal niteliğinde alınıp satılabilirler. Bu alım satım işleminden işletmeyi haberdar etme zorunluluğu olmayıp tamamıyla pay sahibinin inisiyatifindedir. Nama yazılı pay senetlerin de ise devir işlemi, yazılı şekle tâbi olup esas sözleşmede aksine hüküm yer almıyorsa devrolunabilir. Ciro edilmiş olan senet, devir alana teslim edilerek, pay defterine kaydı ve senet üzerine yeni pay sahibinin, hüviyet ve adres bilgilerinin kaydedilmesi sonucu devir işlemi yapılmış olmaktadır (Karşı, 2004: 426).

Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri: Pay senetleri için sözleşme metninde aksi bir hüküm bulunmadığı sürece hepsi adi pay senedi kabul edilir. Adi pay senedine sahip olanlar eşit haklara sahiptir. İmtiyazlı pay senedine sahip olanlar ise genel kurulda oy kullanmak ve kardan pay alma konularında ayrıcalıklara sahip olurlar (Gün, 2015: 99).

Adi pay senetleri olağan ya da normal pay senedi olarak kabul edilirler. Payı elinde bulundurana; genel kurulda eşit oy hakkı, şirket karından pay alma hakkı, üçüncü şahıslara mülkiyet hakkını devretme, tasfiyenin söz konusu olduğu durumlarda borçların ödenmesinden sonra tasfiye sonucuna katılma ve yeni çıkacak pay senetlerini öncelikli satın alma (rüçhan) haklarına sahiptirler. İmtiyazlı pay senetlerinde yatırımcıya karşı şirketin kar payı ödemesi gibi bazı sabit ödeme taahhütleri bulunmaktadır. Kar payının, imtiyazlı senet sahibine ödemesi yapılmadan, adi pay senedi sahibine ödenmesi yapılamaz. Tasfiye halinde de durum değişmez, öncelikli olarak imtiyazlı pay senedi sahibi daha sonra adi pay senedi sahibi tasfiye sonucundan pay alırlar. Adi pay senedi ve imtiyazlı pay senedinin bu sağladıkları haklar bakımından farklılıklarına karşın, her ikisi de birer öz sermaye kaynağıdır (Seyidoğlu, 2003: 360). Adi pay senetleri kâr payı alma hakkı veren ve şirketin öz sermaye sahipliğini gösteren pay senetleri olup şirketin bütün finansal sorumluluklarını da bu pay senetleri taşımaktadır. Bu sebeple en fazla getiriye sağlama ihtimali ve en fazla finansal riski taşıma ihtimalide bu tür pay senetlerinin belirgin özelliklerindendir. Adi pay senetlerinin piyasa fiyatları, şirketin beklenen sermaye kazançları ve şirketin beklenen kârına

endekslidir. Eğer bunların ikisinde de düşme eğilimi söz konusu ise, piyasa fiyatları da düşmeye başlar (Civan, 2010: 97).

Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri: Bedelsiz sermaye artırımını şirketlerin yeniden değerlendirme değer atış fonu iştiraklerdeki değer artışı, yedek akçe, gayrimenkulden elde edilen kazanç ve dağıtılmamış kar gibi iç kaynakların sermayeye aktarılmasıyla çıkardıkları payların bedelsiz olarak ortaklara dağılmasıdır. Bedelsiz sermaye artırımında şirkete dışarıdan her hangi bir fon girişi olmamaktadır. Bedelli sermaye artırımında şirketler çıkardıkları pay senetlerini nominal değeri üzerinden veya daha yüksek bir değerden satış yapmaktadırlar. Bu payları mevcut ortaklar satın alabileceği gibi başka yatırımcılarda satın alabilmektedir. Bedelli sermaye artırımında şirkete yeni fon kaynağı sağlanmış olur (Gün, 2015: 99). Bedelsiz sermaye artırımında eski pay senetlerinin uzantısı hükmünde olan yeni pay senedi sahiplerinin bedelsiz pay senedi edinme hakkı yoktur. Bu hak sadece eski pay sahiplerine aittir.

Primli ve Primsiz Pay Senetleri: Üzerinde bulunan yazılı değerden ihraç edilen pay senetleri primsiz pay senedi, yazılı değer üstünde değer ile çıkarılan pay senetleri primli pay senedir. Pay senetlerinin primli olarak çıkarılabilmesi için şirketin yetkili kurulları tarafından karar alınmalı veya esas sözleşme içeriğinde hüküm bulunmalıdır. Primli pay senedi ile primsiz pay senedi arasındaki fiyat farkı emisyon (ihraç) primi olarak ifade edilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 383).

Kurucu ve İntifa Pay Senetleri: Bu senetler sermaye payının belirli bir oranını temsil etmedikleri gibi işletme yönetiminde yer alma hakkını da vermezler. “*Şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak dağıtılabilir kârdan 519 uncu maddenin birinci fıkrasında yazılı yedek akçe ile ikinci fıkra c bendinde yer alan pay sahipleri için yüzde beş kâr payı ayrıldıktan sonra kalanın en çok onda biri intifa senetleri bağlamında kuruculara ödenir. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun (TTK) yürürlüğe girmesinden sonra kurulan anonim şirketler, pay senetlerini halka arz etmeden önce kurucu intifa senetlerini, herhangi bir bedel ödemedi iptal ederler; aksi hâlde intifa senetleri kendiliğinden geçersiz sayılır. Dağıtılacak kâr mevcut ise şirket kârın dağıtılmamasını kararlaştırmış olsa bile kurucu intifa sahipleri esas sözleşmede öngörülen kâr paylarını alırlar*” (TTK, md. 348). “*Genel kurul, esas sözleşme uyarınca veya esas sözleşmeyi değiştirerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların*

sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebilir. Bu senetlere 348 inci madde uygulanır. Kurucular için çıkarılanlar da dâhil olmak üzere, intifa senetleri emre ve hamiline yazılı olabilir” (TTK, md. 502). “İntifa senedi sahiplerine pay sahipliği hakları verilemez; ancak, bu kişilere, net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabilir” (TTK, md. 503).

1.1.3. Pay Senedi Çıkarabilecek kuruluşlar

Sermaye şirketi niteliğine sahip anonim şirketler ile statü olarak anonim şirket gibi kurulmuş diğer şirketler ve özel kanunla kurulmuş bazı kuruluşlar tarafından çıkartılabilir. Türk Ticaret Kanunu ile limited şirketlere de paylarını nama yazılı senetlere bağlama imkânı getirilmiştir.

Pay senedi çıkarma hakkına sahip şirket ve kuruluşlar; (TSPAKB 2012: 11)

- Anonim Şirketler
- Limited Şirketler
- Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler
- Özel Kanunla Kurulan Kurumlar

Anonim Şirketler: *“Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir. Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur” (TTK, md. 329).*

Anonim şirketleri pay senetlerinin çıkarıldığı yöntem doğrultusunda üç guruba ayırmak mümkündür (Mumcu, 2005: 9).

- 1- Yalnızca TTK’nın hükümlerine tabi, halka açık olmayan anonim ortaklıklar.
- 2- TTK ve SPK hükümlerine tabi olan ve kayıtlı sermaye sistemi dışında kalan halka açık anonim şirketler.
- 3- Sermaye artırımını yönüyle, sadece SPK hükümlerine tabi anonim şirketler.

Limited Şirketler: Limited şirket kapsamında, esas sermaye pay senetleri, ispat senedi olarak düzenlenebilirken, 6102 sayılı TTK’de, nama yazılı olarak da

düzenlenebileceği ifade edilmiş olmasına karşın limited şirket payının devredilmesine dair TTK hükümlerinin uygulanması aşamasında herhangi bir değişiklik olmamıştır.

Limited Şirketin çıkardığı nama yazılı senetlerin kıymetli evrak sayıldığı sonucu ile ilgili şirketi değerlendirildiğinde (Sezgin Huysal, 2016: 346);

- Asıl sermaye payının devredilebilmesi için, nama yazılı pay senedinin devri de şarttır.
- Pay defterine kaydedilen ortağın, bu ortaklığın haklarından yararlanabilmesi için, nama yazılı pay senedini şirkete sunmalıdır. Sunmadığı durumda şirket ortağının pay defterine kayıttan çekinebileceği sonucuna ulaşılmıştır.
- Payın rehn edilebilmesi için devri hükümleri uygulanmaktadır, bu sebeple nama yazılı senedin zilyetliğinin devri de gerekmektedir.

Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar: Pay senedi ihraç edebilen bu şirketlerin payları teorik olarak menkul kıymet kabul edilmiş olsa da kanuni olarak menkul kıymet kabul edilmemektedir. SPK'nın 4. maddesi "*sermayesi paylara bölünmüş komandit ortakların hisse senetleri halka arz yolu ile satılamaz*" ifadesine yer vermiştir.

Özel Kanunla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, bazı bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, özel finans kuruluşları pay senedi ihraç etme yetkisine sahiptirler.

1.1.4. Pay Senedi Değer Tanımları

Pay senedini ele almış literatürlere bakıldığında, pay senedi değer kavramları birçok farklı yönden ve boyuttan ele alınmaktadır. Pay senedi verimliliğinin saptanabilmesi için yapılan ölçümler ve analizlerde kullanılan tanımlamaları pay senedi değer tanımları olarak adlandırılır (TSPAKB, 2012: 18). Pay senedi değer tanımları dokuz madde olarak aşağıda açıklanmıştır.

Gerçek Değer: Pay senedine ait gerçek değeri, pay senedini çıkaran şirkete ait varlıklar, karlılık oranı, dağıtılmış olan kar payları, mevcut sermayesi gibi faktörler tarafından belirlenen değer şeklinde tanımlamak mümkündür (Daştan, 2003: 11).

Tasfiye Değeri: işletme varlığının sonlanması durumunda varlıklarının hepsinin nakde dönüştürülmesi sonucu ortaya çıkan değerdir. Bu değer aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Sertkaya, 2018: 10).

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

Nominal Değer: Pay senedi üzerinde yazılı fiyatı gösteren değerdir. Sermaye miktarının toplamını belirleyebilmek ve ilişkili muhasebe kayıtlarını gerçekleştirebilmek adına pay senedinin ilk çıkışı esnasında yönetimdeki ortaklar tarafından uygun görülen değerdir. Nominal değerden, hisse başına kâr hesaplamaları yapılırken ve sermaye artırımları sırasında faydalanılmaktadır (Bekçi, 2012: 49).

Nominal değer, dağıtılan kar payının sermaye ile orantılı şekilde yapılması durumunda, hisse başına düşen kar payının hesap edilmesinde, muhasebe kayıtlarındaki kayıt olarak ve ortakların taahhüt ettikleri sermayenin ödenmeyerek, üçüncü kişilerin uğratılabileceği muhtemel zararlardan koruması açısından son derece önemlidir (Bolak, 2001: 132).

Alternatif Gelir Değeri: Pay senedi sahiplerinin ortak olarak işletmeye verdikleri sermayenin şirketin faaliyetleri için veya işletme sermayesi olarak kullanmadıkları ve farklı bir yatırım sahasında değerlendirerek elde ettikleri alternatif gelir sonucunda hisse başına düşen gelir tutarıdır. Ülkemizde alternatif gelir değerinin hesaplanabilmesi için genellikle banka faizi, devlet tahvil gelirleri gibi yatırım araçları kullanılmaktadır. Menkul kıymet piyasasında yer alan araç miktarı çeşitlendikçe, alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmektedir (Sakınç, 2002: 12).

Defter Değeri: Muhasebe verilerini kullanarak hesaplanan bu değer muhasebe değeri olarak adlandırmak mümkündür. İşletme bünyesinde bulunan öz kaynakların pay senedi adedine bölünmesiyle elde edilir (Bolak, 2001: 132).

Net Aktif Değer: Pay senedinin, belli bir faaliyet döneminden sonra düzenlenmiş olan bilançoda yer alan net aktif tutarı için kullanılır (Bekçi, 2012: 49).

Borsa (piyasa) Değeri: Pay senedinin sermaye piyasasında talep ve arzı bağlı olarak belirlenen fiyatıdır. Bir varlığın borsa değerinden söz edilebilmesi için borsada işlem görmeye başlamış olması piyasa tarafından rahatlıkla alım satımının yapılması gerekmektedir. Öyle ki işletmenin doğrudan bir değişiklik söz konusu olmadığı halde,

değişen piyasa koşullarına bağlı pay senedinin piyasa değerinde değişiklikler oluşabilir. Bu değişim sonucu pay senedinin piyasa değeri gerçek değerinin altında ya da üstünde olabilmektedir (Bolak, 2001: 133).

İhraç Değeri: Çıkarılan pay senedinin çıkarıldığı sırada satışa sunduğu fiyatı ifade eder (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 180).

Pay senetleri genel olarak nominal fiyattan ihraç edilirlerken, borsa değerleri yüksek seviyede olan işletmelerde pay senetlerinin ihraç fiyatları nominal fiyata oranla daha yüksek belirlenebilir. İşletmeler sermaye artırımının sebebi ile ihraç ettikleri pay senetlerinin fiyatlarını özellikle yüksek belirlerler (Ataman ve Kibar, 1999: 66). İhraç fiyatı nominal fiyata eşit olduğunda, "*Başabaş Fiyatı*" şeklinde ifade edilir. Aynı zamanda ihraç fiyatı, halka arz fiyatı veya emisyon fiyatı şeklinde de ifade edilmektedir (Koruyan, 2001: 82).

İhraç fiyatı, nominal fiyata eşit yada üzerinde olmak kaydı ile işletmenin ileri bir zamanda eline geçecek nakit akışları tahmin edilmek suretiyle uzman kuruluşlar eliyle belirlenmektedir (Karan, 2004: 309).

İşleyen Teşebbüs Değeri: Çalışır durumdaki işletmenin tamamen bütününün devredilmesi durumunda uygun olan değeri ifade eder. Bu değer belirlenirken işletmenin kazancı ve bu kazanca ulaşmak için gereken kazanç oranı dikkate alınmak zorundadır. Piyasa değeri için, alt sınır tasfiye değerinden oluşurken, üst değeri işleyen teşebbüs değeri oluşturmuş olur (Bekçi, 2012: 51).

1.1.5. Pay Senedi Getirileri

Finansal araçların çoğunda olduğu gibi, pay senedi yatırımcılarının da birincil amacı, yatırımlarından daha yüksek düzeyde kazanç elde etmektir. Bu nedenle de yatırımcılar, pay senedi yatırımlarından daha yüksek bir kazanç elde etme olanaklarını sürekli araştırmaktadırlar. Bu sebeptendir ki yatırımcılar, pay senetlerinin ait olduğu işletmelerin ve pay senetlerinin bütün özelliklerini dikkate alarak çok daha yüksek kazanç sağlamaya çalışırlar (Kara ve Sakarya, 2012: 370).

Yatırımcıların pay senedi alırken amacı ister kar payına ortak olmak, isterse de sermaye kazancı almak olsun nihai amaç kendine ait getirisine kazanç eklemek olarak ifade edilebilir. Yani her yatırımcı yatırım yaparken, uygun fiyattan pay senedini alarak

belirli bir zaman sonunda daha yüksek bir fiyattan satmak, ayrıca elinde tuttuğu süre içerisinde de kar payı geliri elde edip kazancını artırmak istemektedir.

Pay senedi getirileri, kar payı, sermaye ve rüçhan hakkı ile gelen getiri olarak aşağıda açıklanmıştır.

Kar Payı (Temettü) Getirisi: Giderlerini çıkardıktan sonra işletmeler, elde ettikleri net karı ortakları arsında dağıtırlar. Temettü adı da verilen bu kar payları; anonim işletme ortaklarının kazançları nispetinde ortaya çıkan karı, sermaye sahiplerine payları ile orantılı olarak paylaştırılması sonucu paylara düşen bölümlerdir. Bu dağıtılan kar payları pay senetlerinin fiyatlarını belirleme hususunda önem arz etmektedir. Çünkü kar elde eden ve temettü dağıtacak olan işletme paylarının fiyatında belirli bir miktar artış meydana gelir. Böylece işletmenin kara geçmiş olması yatırımcılar için önemli bir hal alır. Yani kara geçen bir şirket yatırımcılar için cezbedici bir yatırım fırsatına dönüşmüş olur (Sertkaya, 2018: 16).

Sermaye Getirisi: Pay senedi alan bir yatırımcı zaman içinde bu senedin değerleneceğini umarak, elinde bir süre tuttuktan sonra aldığı fiyata oranla daha yüksek bir fiyattan satmayı amaçlamaktadır. Sermaye getirisi de senedin alış fiyatı ile satış fiyatı arasında oluşan pozitif farkı ifade etmektedir.

Rüçhan Hakkı ile Gelen Getiri: Sermaye artırımına giden işletmenin ortakları rüçhan haklarını kullanmak istemezlerse yahut da rüçhan hakkını elde etmeye yetecek kadar fon almamış pay senedi sahibi ortaklar, rüçhan haklarını başka yatırımcılara satış yapmak suretiyle bir gelir elde etmiş olurlar. Rüçhan hakkı pay senedinden bağımsız bir halde alınıp satılabilir. Sermaye Piyasa Kurulu rüçhan hakkını kullanma isteği içinde bulunan pay senedi sahiplerine, rüçhan hakkı pazarında, rüçhan hakkı kuponunu, belirlenen süre dahilinde satabileceklerini belirtir (Aydın, 2017:10).

1.1.6. Pay Senedi Türevleri

Tam olarak pay senedi olmamakla birlikte nitelik olarak pay senedine benzeyen lakin pay senedinin sağlamış olduğu hakları sağlayamayan ya da eksik sağlayan menkul kıymetlere finans literatüründe pay senedi türevleri adı verilir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 383). Bunlar kar zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senetleri, oydan yoksun pay senetleri olarak aşağıda açıklanmıştır.

Kar Zarar Ortaklığı Belgeleri: Zarara ve kara ortak olmak üzere, faaliyet sahaları içinde yer alan bütün faaliyetlere ait finansmanı karşılayabilme adına “kar zarar ortaklığı” belgesi adıyla yurt içine ve yurt dışına satmak için menkul kıymet ihraç edebilirler, ayrıca halka arz şeklinde satış yapabilirler. Bu belgeler oy hakkından yoksun belgelerdir (Parasız, 2009: 206).

Katılma İntifa Senetleri: Nakit karşılığında satışı yapılmak üzere; tasfiye bakiyesinden yararlanma, kardan pay alma, yeni pay alma, tebliğde belirtilen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma hakkını sağlarken ortak olma hakkı vermeyen menkul kıymetlerdir. Bu Senetler hamiline yazılı olabileceği gibi nama yazılı da olabilirler (Bekçi, 2012: 44).

Oydan Yoksun Pay Senetleri: Anonim şirketlerin sermaye artırımı yoluyla ihraç yoluna gidebilecekleri bu pay senetleri, sahiplerine oy hakkı olmaksızın kar payı ve istenilmesi halinde tasfiye bakiyesinden ayrıcalıklı bir şekilde faydalanma hakkı ve ortaklığa ait başka hakları sağlayan, Sermaye Piyasası Kanununda da yerini almış olan bir menkul kıymet türüdür. Nama yazılı olma zorunluluğu bulunan oydan yoksun pay senetlerine verilen imtiyazlar ve oy hakkı doğma şartları senedin üzerinde belirtilmelidir. İşletme üç yıl kar dağıtmadığında oydan yoksun pay senedi sahipleri bu durumların netlik kazandığı genel kurul toplantısı sonrasında geçerli bir yıl sonra esas sermayeye katılımları ile orantılı bir biçimde oy hakkı elde ederken, ellerindeki oydan yoksun pay senetleri de adi pay senedine dönüşür. Oydan yoksun pay senedi sahibi olanlar sermaye payları oranında yeni pay alma hakkına ve yine payları oranında bedelsiz oydan yoksun pay senedi alma haklarının yanında oy hakkı olan ortaklar gibi bilgi alma hakları da vardır. Fiyatları genel olarak adi pay senedine oranla düşük kaldığından beklenen sermaye kazancı az ve dağıtılabılır kardan aldıkları pay ise tasfiye değerinin belli bir yüzde oranı ile sınırlıdır. Oydan yoksun pay senedi ihraç eden kuruluşlar kar payı ödemelerini vergi matrahından düşemezken, faiz ödemeleri indirilebildiği için senedin maliyeti borç maliyetinden yüksek kalmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 201).

2.1. DÖVİZ KURU

Birbirleri ile ticaret ilişkisi bulunan işletmeler için döviz kuru çok önemli bir yere sahiptir. Dış ticarete de ulusal paranın işlem yapılan yabancı ulusal para cinsinden

değerinin bilinmesi işletmenin kazanç ve maliyetini hesaplama kabiliyeti yönünden büyük önem taşımaktadır. Aynı zamanda döviz kuru ülke ekonomisi açısından da önemli bir yere sahiptir. Bu sebeptir ki ekonomi üzerinde bu derece etkili olan döviz kuru birçok bilimsel araştırmaya konu olmuştur.

1.2.1. Döviz Kuru Kavramı

Döviz kelimesi dilimize, Fransızcada yer alan “devise” sözcüğünden gelmiş, anlamı da yabancı ülkeye ait para birimi demektir. Döviz dar anlamda bir ülkenin kendi para birimi dışında kalan başka ülkelere ait para birimi ile ödeme yapabilmeyi sağlayan her türlü belge şeklinde ifade edilir. Geniş anlamda uluslararası ödeme yapmayı sağlayan ödeme araçlarının bütününe ifade etmektedir. Bir ülkenin kullandığı kendi para birimi dışında kalan nakde dönüştürülmesi mümkün olan araçlar bütününe döviz adı verilir (Ortakarpuz ve Ceran, 2013: 67).

Ekonomik olarak ele aldığımızda döviz; iktisadi bir mal niteliğinde olup, arz ve talebi mevcuttur, kısacası bir döviz piyasası var olmaktadır (Erdoğan, 1993: 19). Ödeme aracı niteliğinde olan dövize ait, arz ve talep doğrultusunda işleyen bir piyasa ile bu doğrultuda farklı türev ürünleri yer almaktadır. Bu türev ürünlerin uluslararası para sistemindeki işlem hacmi oldukça büyüktür. Ayrıca literatürde döviz kurunun iki farklı para biriminin birbirlerine olan oranı şeklinde tarif edilen tanımlamaları da yer almaktadır. Bu bağlamda ekonomik bir değişken olan döviz kuru, ekonomik değişkenler üzerine etkisini gösterirken, kendisi de diğer değişkenlerdeki hareketlerden etkilenmektedir (Su, 2015: 5).

Döviz, efektif döviz (hemen kullanılabilecek) yahut da kaydi döviz olarak kullanılabilmektedir. Efektif döviz, nakit olan yabancı paraları ifade ederken, uluslararası şirketlerde kaydi döviz kullanılmaktadır. Bir ülkenin kendi parasının bir başka ülkenin milli parasına çevrilmesiyle alakalı işlemlere “döviz işlemi” adı verilmektedir. Uluslararası kaynak hareketleri döviz işlemlerinin varoluşunda en büyük etkendir (Yetiz, 2015: 5).

Yabancı ülkelere yapılan ödeme işlemlerinde kullanılan her tür araç döviz kavramı kapsamı içinde yer almaktadır. Bunlar arasında uluslararası geçerlilikte olan, emre yazılı senet, çek, poliçe, hazine bonosu ile tahvil gibi değerli evraklar da sayılabilir. Türkiye’de efektif döviz, nakit yabancı para anlamı taşır ve efektif

kapsamına, hazine bonosu, emre yazılı senet, çek, tahvil ve poliçe girmemektedir. Örnek olarak, satılmak üzere olan bir döviz efektif olarak tanımlanırken, hesabında daha Türk Lirasına (TL) dönüştürülmemiş döviz yer alan bir ihracatçıya ait ihracat gelirleri, efektif olarak sayılmamaktadır (Bağrıaçık, 2002: 7).

Yerli para biriminin, yabancı ülkelerin para birimi karşısındaki değerine döviz kuru adı verilir.

Döviz kurları ülkelerin ulusal para birimlerinin diğer ülkelere ait Ulusal para birimleri karşısında değer kazanması ya da değer kaybetmesi sonucu değişiklik göstermektedir. Örneğin; bir birim ulusal paraya karşılık gelecek şekilde belirlenen bir döviz kurunda kurun yükselmesi demek yabancı para birimi karşısında ulusal paranın değer kaybetmesi anlamına gelirken kurun düşmesi birim para açısından değer artması yabancı paraya karşı ulusal paranın değer kazanması anlamına gelmektedir (Yıldırım vd., 2014: 78).

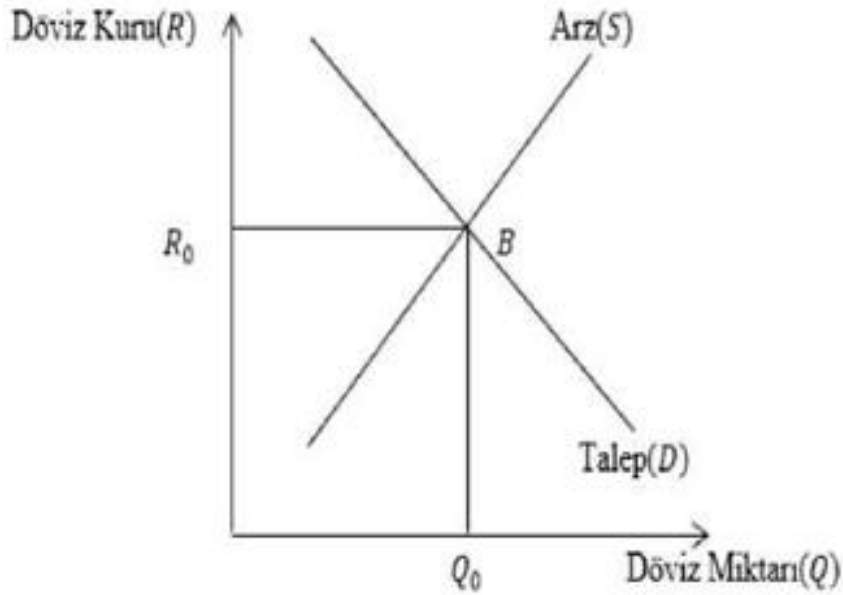
Döviz kurlarında düşme ve yükselmeler ortaya çıkabilmektedir. Bu şekilde değişimlere döviz arz ve talebindeki artma ve eksilmeler neden olmaktadır. Bu artma ve eksilmelerin birçok nedeni vardır. Bunlardan en önemlileri şunlardır (Yetiz, 2015: 5);

- İthal malların fiyatında meydana gelen değişiklikler,
- Tüm malların fiyatında oluşan değişiklikler,
- Sermaye hareketleri,
- Yapısal farklılaşmalar,
- Rezerv para birimi olarak dolara olan güvende eksilme olması.

Yabancı ülkelerin paralarını genel bir ifade ile döviz olarak tanımlıyoruz. Yabancı ülkeye ait para birimi ile o ülkenin veya başka yabancı ülkenin para birimi arasında oluşan değişim oranından faydalanarak, döviz ticareti yapıldığı, yabancı paraların alınıp satıldığı yahut ülkenin kendi ulusal parasını başka bir ülke parasına dönüştürdüğü uluslararası piyasalar da döviz piyasasını ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2003: 78).

Döviz kurunun arz, talep ve fiyatı bulunmakta ve döviz piyasasını oluşturmaktadır. Çünkü döviz piyasası, döviz talep edenlerin ve döviz arz edenlerin bir araya geldiği yani değişik ülkelere ait paraların alım satım işleminin gerçekleştiği piyasalardır. Döviz talebi bir ülkenin kendi ulusal parası ile satın aldığı yabancı para miktarını verirken, döviz arzı ise bir ülkenin eline geçen döviz gelirlerini gösterir.

Şekil 1. Döviz Arzı, Döviz Talebi ve Döviz Kuru Dengesi



Kaynak: Benan Büyükmumcu, Denge Döviz Kuru Modelleri Ve Türkiye Uygulaması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2015, s.5

Şekil 1 'den de anlaşılacağı gibi, (D) döviz talebi ve (S) döviz arzının kesişim noktası (B) piyasa dengesini göstermektedir. R_0 denge döviz kurunu ve Q_0 denge döviz miktarını gösterir. Döviz kuru arttığı zamanlarda ithal malların ülkedeki ulusal para cinsinden fiyatı yükselir, o ülkede yabancı mallara olan talep düşer böylece döviz talebi azalır. Aynı şekilde döviz kuru arttığında ihraç edilen malın yabancı para cinsinden fiyatı düşer bu durum malın yabancılar tarafından talebinde artışa sebep olur ve ihracatçı ülkenin döviz arzı artar (Büyükmumcu, 2015: 5).

ABD Doları (\$) ve Avro (€) uluslararası işlemlerde en çok işlem gören para birimi olup, zaman zaman yurt içi işlemlerde de kendi para birimleri olmasına rağmen bu para birimlerini kullanan ülkeler de bulunmaktadır (Ayhan, 2016: 4).

1.2.2. D v z Kuru  e itleri

 lkeye ait yerli paranın başka ülkelerin paraları karşısında değerine d v z kuru adı verilir. Diğer mallarda olduğu üzere dövizin de bir fiyat değeri bulunmaktadır. Kısacası d v z kuru, yerli olmayan bir paranın yerli para türünden fiyatı şeklinde adlandırılabilir (Karagöz, 2009: 8).

D v z kuru kavramını ifade ederken dolaylı ve doğrudan kotasyon şeklinde iki ifade kullanmak mümkündür. Yabancı paranın bir biriminin ulusal para karşılığı dolaysız kotasyon (directquotation) yöntemi olarak ifade edilirken; Bu yöntemin tam tersi gibi d   nebileceğimiz dolaylı kotasyonu (indirectquotation) ulusal paranın bir biriminin yabancı para karşılığı olarak ifade etmek mümkündür. Bir örnekle açıklamak istersek; Dolaysız Kotasyonda d v z kuru, 1\$ = 5.84 TL şeklinde gösterilirken aynı değer bazında Dolaylı Kotasyon 1TL = 0.17\$ olarak gösterilmektedir (Ertürk, 2001: 329).

1.2.2.1. Döviz Alış Kuru ve Döviz Satış Kuru

Aracı kurumların döviz yahut efektif üzerinden satış işlemi yaparken milli para olarak belirttikleri fiyata satış kuru denilmektedir. Yine aracı kurumlar kendilerinde bulunan dövizi her zaman yüksek fiyatlı olarak satmak hedefindedirler. Her piyasada olduğu üzere burada da alıcı ve satıcının bir araya geldiği bir piyasa ile bu piyasanın içinde alıcı ve satıcıları bir araya getiren aracılar bulunmaktadır. Döviz almak isteyen döviz alış kuru, döviz satmak isteyen de döviz satış kuru doğrultusunda işlem yapar. Alı  kuru ile satış kuru için oluşan fiyat değişikliği söz konusudur. Alı  kuru döviz satış kuruna kıyasla daha düşük fiyattadır ve bu oluşan fark aracıların kar marjını gösterir.

Döviz alı  ve satış kurları kur marjı, spot kur ve forward kur başlıkları altında incelenmiştir

Kur Marjı: Döviz alım satım işlemleri yapılan diğer kuruluşlar ile bankalar döviz kurlarını iki ayrı şekilde ilana çıkmaktadır. Bu ilan şekli döviz alı  ve satış kuru olarak adlandırılır. Alı  kuru, döviz satış kurundan her zaman bir miktar daha düşüktür çünkü aradaki fark döviz alım satım işlemi yapan kuruluşun karını ve işlem giderlerini kapsamaktadır. Kur marjı (spread) ise bu döviz alış kuru ile döviz satış kuru arasında oluşan farka denilir. Piyasada işlem hacmi yüksek olan dövizlerin kur marjı işlem hacmi düşük olan dövizlerin kur marjından düşük olmasının sebebi işlem giderlerinin sabit

olmasından kaynaklanmaktadır. İşlem giderlerinin sabit olması yapılan alım satım işleminde tutar arttıkça kur marjının azalmasına olanak vermektedir. Döviz piyasasında yaşanan kurlardaki aşırı yükseliş ve düşüşlerde kur marjını etkileyen bir başka sebeptir (Erçevik, 2011: 6). Efektif kurlarda ki marjın döviz marjına göre daha geniş esnekliğe sahip olması da kur marjını etkilemektedir. Döviz alım satım işlemleri yapılan diğer kuruluşlar ile bankaların hepsinin mali durumunun aynı olmaması da bir diğer etkidir. Fazla dolar rezervi bulunan bir kuruluş bu rezervi eritmek için daha düşük bir kar ile düşük satış fiyatı belirlerken tam tersi olan rezervi az bir kuruluş daha yüksek bir satış fiyatı belirleyebilir (Seyidoğlu, 2003: 88).

Spot Kur: Döviz piyasasında dövizin anında piyasa fiyatına alınıp satılması işlemine spot kur denilmektedir. Spot işlem piyasalarda genellikle dövizin işlem yapıldığı tarihte belirlenmiş olan kur fiyatı üzerinden, alış yahut satış işleminin iki iş günü sonrasında gerçekleştirilmektedir. Spot işlemler sonucunda oluşan kura spot kur adı verilir (Ulutürk, 2009: 52) .

Döviz piyasalarında para türleri fiziksel olarak el değıştirmezken, muhabir hesaplarda anlaşma şeklinde gerçekleştirilmektedir. Bu sebepten işlem ve teslim tarihi (valör) birbirinden farklı olabilmektedir (Uzunoğlu, 1997: 65).

Telefon veya teleks aracılığı ile bir dövize ait spot alış yahut spot satış anlaşmasının ayrıntılarının iki taraf arasında belirlenip sonuçlanmasını anlatan işleme spot işlem denir. Bu işlemde tarafların hesabına döviz girişı, anlaşma tarihini izleyen iki işgünü sonrası yapılmaktadır. Döviz kuru ise, anlaşmanın yapılma tarihindeki kuru ifade etmektedir. İşleme koyma tarihinin iki iş günü sonra olmasındaki sebep tarafların, parayı devretmeye hazır hale getirmesi ve karşılıklı ödeme kolaylığı olmasını sağlamak içindir (Çufadar, 2010: 37). Spot kur ile yapılan anlaşmalarda fiyat, miktar, vade kesinlikle belirlenmiş durumdadır ve değıştirilmemektedir (Uludağ ve Arıcan, 2001: 381). Bu sebeple risk oldukça düşüktür.

Forward Kur: Döviz piyasaları vadeli piyasa ve vadesiz piyasa olarak ikiye ayrılmaktadır. Vadesiz piyasa dediğimiz spot piyasada işlem bu günkü döviz kuru üzerinden gelecekteki takip eden iki iş günü içinde sonuçlandırılmak zorundadır. Vadeli (forward) piyasada işlemin ne zaman olacağını taraflar gelecekteki bir gün ve kur üzerinden sözleşme yaparak anlaşma sağlarlar (Erdoğan, 1995: 36). Örneğin 120 gün

sonra için Avro karşılığı Türk Lirası alış satışı yapmak üzere bir Türk ihracatçısı ve bir banka aralarında anlaşarak bir sözleşme yapabilirler. Gelecek adına yapılan bu sözleşmede üç esasın bulunması mutlak şarttır (Yıldız,1988: 68).

- Alım satımı yapılacak dövizin tutarı;
- Alım satım işleminin yapılacağı zaman;
- Dövizin karşılıklı değişim oranı, döviz kuru

Forward sözleşmesi tamamıyla tarafların kendi istek ve iradeleri ile oluşturulan özel bir sözleşmedir, bu sebeptendir ki vadeli sözleşmelerinde piyasa tarafından önceden belirlenmiş bir standart söz konusu değildir (Tunaboğlu, 2008: 105).

1.2.2.2. Direkt Kur ve Çapraz Döviz Kuru

Yabancı bir paranın başka bir yabancı ulusal para türünden değerine, yani bir dövizin başka bir dövizle dönüşmesindeki orana çapraz kur denir. Diğer bir ifadeyle birçok ulusal paranın arasındaki kurların tek bir para cinsi üzerinden hesaplanmasıdır. Bizim ülkemizde bu işlem Merkez Bankası tarafından yürütülmekte ve dolar tabanlı çapraz kur uygulanmaktadır (Ulutürk, 2009: 50).

Uluslararası piyasa ABD Dolarını içermeyen kurları “çapraz kur” olarak tanımlarken, yurtiçi piyasa yerli para ile temsil edilmeyen kurları çapraz kur olarak tanımlamaktadır. Uluslararası piyasa kurları genel olarak dolara kote edilmiştir. Buna binaen diyebiliriz ki şayet bütün paraların birim değeri dolara karşı bilinmek şartıyla birbirinden farklı iki para biriminin kendi aralarındaki değişim oranları kolaylıkla belirlenebilir. Bu işlemi “çapraz kur” hesaplaması şeklinde ifade edebiliriz (Çufadar, 2010: 11).

Dünyanın birçok yerinde döviz alım satımı yapan mali kurumlar veya bankalar döviz kurlarını belirlerken kendi ulusal paraları ile Amerikan Doları arasındaki değişim oranını temel almaktadırlar. Bu durum dünya üzerindeki döviz piyasalarında doları, “değer standardı” haline getirmektedir. Diğer bir deyişle dolar, diğer ülke paralarının fiyatlarını belirlemekte dönüşüm aracı olarak kullanılmaktadır. Ülkelerin döviz piyasasında kurlar ulusal para ile Amerikan doları arasındaki değişim oranı olarak tanımlandığında, dolar dışında iki ulusal paranın aralarındaki değişim oranları otomatik bir şekilde hesaplanabilmektedir. Kurların her ülke için dolar türünden ifadesi, kurlar

hesaplanırken çok büyük kolaylık sağlamaktadır. Çünkü ülkelerin döviz piyasalarında kurlar ABD doları ile yerli para arasındaki değişim oranı şeklinde tanımlandığında, buradan dolar dışında kalan milli paraların aralarındaki değişim oranı kolay bir biçimde hesaplanabilir. Örnek verecek olursak İstanbul piyasasında geçerli kur 1 \$: 5.82 TL olsun. Aynı tarihte Frankfurt piyasasındaki kurun da 1 \$: 0.90 € kabul edelim. Böylece avronun TL kurunun 1 €: 6,5 TL olması gerekir. Çapraz kur yöntemi; kurların dolar üzerinden bu şekilde hesaplanması yöntemidir. İşlem giderleri sıfır olduğu kabul edildiğinde, döviz ticareti yapan mali kurumlar ile bankaların ulusal para karşılığı ile dolar dışı döviz ile kote edecekleri kurlar, çapraz kurdan hesaplanan dolaylı kurdan farklı olamamaktadır (Koçak, 2006: 10).

En basit haliyle direkt kuru iki ulusal paranın birbirlerine karşı ifade etmiş oldukları değer olarak tanımlamak mümkündür. Örneğin; 1 ABD dolarının 5,82 Türk Lirasına eşit olması düz bir kurdur ve ABD dolarından 1 birim satın alabilmek için 5,82 Türk Lirası gerekmektedir. Türk Lirası ile ABD Dolarını alalım, daha sonra bu ABD Doları ile de Avro satın almamız durumunda TL ve Avro ile aralarında çapraz kur oluşmaktadır (Yılmaz, 2018:4).

Tablo 1: Alış ve Satış Kurları

01.10.2019 tarihli Alış/Satış kurları	Alış		Satış	
AVRO	EUR/TRY	6,1817	EUR/TRY	6,1928
USD	USD/TRY	5,6752	USD/TRY	5,6855

Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr>, 01 Ekim 2019

Tabloda yer alan bilgiler baz alınarak çapraz kur hesaplaması aşağıdaki gibi yapılabilir (Uzunoglu, 2000: 57).

$$\text{Alış Kuru EUR/USD} = \frac{6,1817}{5,6855} = 1,0873$$

$$\text{Satış Kuru EUR/USD} = \frac{6,1928}{5,6752} = 1,0912.$$

$$\text{Çapraz kur EUR/USD} = \frac{6,1817}{5,6752} = 1,08992$$

1.2.2.3. Efektif Döviz Kuru

Bazı zamanlarda bir ulusal para belirli yabancı paralar karşısında değer düşüklüğü yaşarken, bazılarına karşıda değer kazanıyor olabilir. Bir ülkeye ait paranın nominal değerini ölçmeye yarayan çok taraflı döviz kuruna efektif döviz kuru olarak adlandırabiliriz. Bir ülkenin ticaret ortaklarının para birimleriyle o ülkenin ulusal parasının kurlarının ağırlıklı ortalamasından oluşan kura nominal efektif döviz kuru adı verilir. Bir diğer deyişle nominal ticaret ağırlıklı döviz kuru olarak adlandırılan bütün nominal döviz kurları yerine ülke ticaretinde önem derecesi yüksek olan ülkelerin döviz kurları hesaba katılarak hesaplanır. İki yanlı kur, iki para birimi arasındaki kuru ifade ederken; efektif kur ise, nominal döviz kurlarının ağırlıklı ortalamasıdır (Bulut, 2005:36).

Başka bir ifadeyle efektif kur, ticaret ilişkisi içinde bulunan ülkeler içinde ağırlığı bulunan ülkelerin paraları cinsinden ulusal paranın ortalama fiyatını belirten, ticarete dayalı bir endeks şeklinde tanımlamak mümkündür. Buradaki ticaret ağırlıkları, ikili ticaret ağırlıkları ya da çok taraflı ticaret ağırlıkları da olabilir. İkili ticaret ağırlıklarında ülkelerin yapmış olduğu ithalat ile ihracat ağırlıkları kullanılır. Çoklu ticaret ağırlıklarında endeks içinde olan yabancı ülkelerin hepsinin toplam ticaretinde ülkelerin payları kullanılmaktadır. Bu sebeple nominal efektif kur hesaplanırken öne çıkan iki temel unsur; ticaret ilişkisinde bulunan ülkenin döviz kuru değişimi ve ülkenin nispi önemini gösteren ticaret paylarına göre düzenlenmiş tartılardır. Reel efektif kurlarda bu unsurlara, ülkenin nispi fiyat değişimlerini üçüncü bir unsur olarak eklemek mümkündür (Karluk, 1998: 309). Bu ikisi arasındaki fark ise; birincisi üçüncü piyasalarda rekabet işareti vermezken, çok taraflı döviz kurlarının vermesidir. İkili, çapraz kur ve efektif kur parasal ifade almaktadır ve enflasyon etkisi bu tanımlarda yer almamaktadır.

1.2.2.4. Nominal Döviz Kuru

Bir ülke parasının farklı bir ülke parası cinsinden fiyatı diye tanımlayabileceğimiz nominal döviz kuru, birbirinden farklı ülkelerin paralarını birbirine bağlar ve fiyatları doğrudan karşılaştırma olanağı sunar. Doğrudan gözlemlenebilen ve bütün mal fiyatlarını doğrudan karşılaştırma imkanı sağlayan nominal döviz kuru diğer döviz kurlarını alt düzeyde bırakmaktadır. Nominal döviz kuru enflasyon farklarını gözetmediği için para birimlerinin zaman içindeki rekabet gücünü tam olarak yansıtmamaktadır. Bu nedenledir ki reel döviz kurunun hesaplanmasına gerek duyulmaktadır. Nominal döviz kurunun göreceli enflasyon farklarından arındırılmış haline yani nominal kurun iç ve dış enflasyon oranına bağlı olarak ayarlanmış hali bize reel döviz kurunu vermektedir. Diğer bir ifade ile reel kur; ülkelerdeki enflasyon farklılıklarının dikkate alınmasıyla hesaplanan döviz kuru olarak tanımlanır (Akgül, 2010: 4).

Nominal döviz kurunu, bir birim ulusal paranın bir birim ulusal olmayan para cinsinden ifadesi olarak değerlendirdiğimizde ($ER = \text{Ulusal para} / \text{ulusal olmayan Para}$), karşımıza nominal kur parasal ifadeyle çıkar. Milli paranın değer kazanıyor olması, milli paranın değerinin yabancı paranın değerine kıyasla yükselişini ifade ederken, milli paranın değerinde düşme olması, milli paranın değerinin yabancı paranın değerine kıyasla düşüşünü ifade eder (Akçacı, 2006: 5).

1.2.2.5. Reel Döviz Kuru

Nominal döviz kurunu değiştirmek için bazı parasal politikalar kullanılmaktadır. Ülkemizde bu işlevi Merkez Bankası üstlenmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması, faiz oranlarının belirlenmesi, döviz değerinin değişmesi için Merkez Bankası parasal politikalar uygulamaktadır. Dövizde ait değer, uygulanan para politikaları sonucunda kişilerin beklentilerine göre değişir. Nominal döviz kurunda değişiklik yapmak için parasal politikalar kullanılırken, reel döviz kurunda parasal politikalardan ziyade reel ekonomik değişkenler etkilidir. Reel döviz kuru fiyatlar genel düzeyindeki değişimler dikkate alınarak belirlenir (Çiçek, 2006: 8).

Bu hesaplamayı $R = E \cdot P^* / P$ formülü yardımıyla yapmak mümkündür. Burada “R”, reel döviz kurunu; “E” nominal döviz kurunu; “P”, yurt içi fiyat endeksini; “P*”, yabancı fiyat endeksi değerini göstermek için kullanılmaktadır (Koçak, 2006: 6).

Reel döviz kuru 1'e eşit olması durumunda ulusal paranın yurt dışı ve yurt içi fiyat düzeylerinin eşit olduğu anlamına gelir ve haliyle bir birimlik yerli paranın yurtiçi ve yurt dışındaki satın alma güçlerinin eşit olması anlamını taşır. Yani yurt içi fiyatları ile yurtdışı fiyatının birbirlerine eşitlenmesini sağlayan bir birimlik yerli paranın, yurt içi ile yurt dışı satın alım gücünü eşit kılan nominal döviz kuru, satın alma gücü paritesi olarak ifade edilir (Ünsal, 1999: 293).

Ülke içindeki malların fiyatının, ülke dışında ticareti yapılan malların fiyatına oranını reel döviz kuru verdiğinden kaynak tahsisi için Reel döviz kurlarının yüksek olması büyük önem arz etmektedir. Reel döviz kuru, iki ülkeye ait mallarının göreceli fiyatını gösterdiği için ihracatın ve ithalatın en önemli belirleyicilerinden birisi konumundadır.

Reel kurun değerinin yüksek olduğunu aşırı değerlendirildiğini varsayacak olursak; ithalat ucuzlar ihracat ise pahalılaşır, ülke içinde üretimi yapılan mallar ticareti yapılan mallardan daha pahalı konuma gelir. Bu durum ticareti yapılan malların üretiminin azalmasına olanak sağlar (Ertürk, 1994: 34-35).

Reel döviz kuru ülkenin ekonomisi hakkında birçok bilgi vermektedir. Bir ülkenin enflasyon oranının diğer ülkelerin enflasyon oranından yüksek olması demek, reel kurun nominal kurdan düşük olmasına sebebiyet verirken, yerel para değer kaybına uğrar uluslararası rekabet gücü olumsuz etkilenir. Aksine durum söz konusu olduğunda ise, reel kur yükselir ve böylece rekabet gücünde artış olur. Kısaca özetlemek gerekirse reel döviz kurunun avantajı; aynı para birimini kullanarak yurtiçinde ya da yurtdışında satın alınabilecek mal miktarını hemen kıyaslamaya imkan vermesidir. Reel döviz kurunun düşük oranda olması, ülke ulusal parasının değerinin artması ve ülke mallarının yurtdışı için nispeten pahalı hale gelmesi anlamına geleceğinden, ihracatı azaltıp ithalatı artıracaktır. Reel döviz kurunun yükselmesi söz konusu ise tam tersi etkiler oluşturacaktır. Ülkelerarası enflasyonun farklılık göstermesi sebebiyle, reel kurları kullanmak dışa açık durumda olan ekonomilerin analizi açısından daha elverişli olacaktır (Kızıldere, 2012: 20).

1.2.3. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kurlarını belirlemek maksatlı kullanılan sistemleri döviz kuru sistemleri olarak isimlendirmekteyiz. Ekonomide döviz kuru sisteminin seçimi çok büyük öneme

sahiptir çünkü bir ülke parasının gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılan kur sistemi belirleyicidir. Bu sebeptendir ki, döviz kuru politikası 1970’lerin başından bu yana, özellikle gelişme çabasındaki ülkelerin politika yapıcılarını meşgul eden bir konu haline gelmiştir (Kızıldere, 2012:21).

Ülkeler arasındaki ticari ilişkilerde ülkelerin uyguladıkları ekonomik politikalar, üretim yapıları, faktör donanımları, kültürel yapıları ve hatta siyasal yapılarının birbirlerinden farklılık gösteriyor olması parasal birimlerde çeşitliliğe yol açmakta ve ülkeler faaliyetlerini düzenleyecek bir sisteme ihtiyaç duymaktadır. Bu sisteme uluslararası para sistemi denir (Oksay, 2001: 21).

Döviz kuru sistemi üzerindeki nominal etkileri net olarak analiz eden ya da döviz kuru belirlemesine dair genel kabul görmüş bir teoriden söz edilememektedir. Bazı araştırmacılar ülkenin döviz kuru rejimine, ülkenin özelliklerine göre “optimal” sınıflandırmalar yapmaya çalışmışlardır (Akan, 2010:114).

Döviz kuru sistemleri sabit (fixed) kur sistemi ve esnek (freelyfluctuating) kur sistemi olarak iki uç döviz kuru sistemi uygulamasından oluşmakta, bu iki uç sistem arasında da üçüncü bir sistem diyebileceğimiz karma sistemler bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 14). Sistemin özelliğine göre, döviz kurlarının belirlenmesi döviz piyasasına veya hükümet politikasına bağlı olmaktadır.

Şekil 2. Döviz Kuru Sistemleri



Kaynak: Yusuf Aygören Döviz Kuru-Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği, Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans tezi, 2014, s.14.

1.2.3.1. Sabit Kur Sistemleri

Sabit döviz kuru sisteminin dayandığı esas, kambiyo kontrolü uygulayan ülkelerde döviz kurlarını resmi birimlerin belirliyor olmasıdır (Akdiş, 2006: 20). Merkez bankasının ulusal paranın değerini korumak için açıkladığı ve işlemlerin bu açıklanan merkezi değer üzerinden yapılacağı döviz kuru sistemine sabit döviz kuru sistemi adı verilir (Parasız, 1993: 410). Sistematik olarak en eski uygulama alanı altın standardına kadar uzanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 14).

Bu sistemin en göze çarpan özelliği döviz kurlarının piyasa gelişmelerine göre değişmeyerek aynı düzeyde sürdürülmesidir. Bu sistem üzerinden işlem yapan ülkeler, paralarını sabit kur üzerinden bir değer standardına bağlarlar ve parite kuru oluşturmuş olurlar. Böylece piyasa döviz kurunun bu pariteye ait daralmış sınırlar çerçevesinde değişiklik göstermesine izin verilir. Bu pariteye ait çerçeve (alt ve üst sınır dalgalanma) ne ölçüde geniş olursa sistem de o derece esneklik kazanmış olur (Karagöz 2009: 9). Sabit kur sisteminde hem ihracatçı hem de ithalatçı (piyasa) kendisini kur konusunda güvende hisseder ve tereddüt yaşamadığı için bu sistemi, dış ticaretin gelişmesine yardımcı bir etken olarak görmek mümkündür (Kumbaracıbaşı, 1973: 92).

Parasal otorite (genelde merkez bankasıdır) döviz piyasasında alıcı ya da satıcı rolü oynayarak müdahalede bulunur, böylece kuru belirlediği bir seviyede sabit tutarak döviz kurunun istikrarını sağlar. Parasal otoritenin döviz kurunu neye göre sabitlediği önemlidir. Bu konuda çeşitli alternatifler öne çıkmaktadır. Birincisi ulusal paranın altına sabitlenmesidir ki sabit kur sisteminin en iyi işlediği yaklaşımdır (İyiboçkurt, 1999: 238). Bretton-Woods sistemi adı verilen döviz kurunun Amerikan Dolarına sabitlenmesi de bir diğer alternatiftir. Sabit döviz kuru uygulayan ülkeler genel olarak ulusal paralarını “para sepeti” adı verilen çeşitli yabancı para birimi ile oluşturulan sepete bağlayarak sabitlerler (Seyidoğlu, 2003: 15).

Döviz kuru sabitlemesi, yüksek enflasyondan dolayı çeşitli sıkıntılar yaşamaya başlayan bir ülkenin, enflasyon oranını düşürmek için kullandığı bir sistemdir. Burada amaç döviz kuruna karşı oluşan değer kaybı beklentisini azaltarak enflasyonu kontrol altında tutmaktır. Fakat bu uygulamanın işleyebilir olması mali politikaların tutarlı

olması ile mümkündür (Gök, 2006: 132). Döviz kuru sabitlemesini, bir ülkenin enflasyon karşısında yaşadığı sıkıntılara karşı sığındığı bir liman olarak görebiliriz.

Sabit döviz kuru sistemlerini iki başlık altında inceleyebiliriz. Bunlardan birincisi geleneksel diye de ifade edilen sabit ayarlanabilir döviz kuru yabancı ülke parasına sabitlenir, ikincisi katı sabit dediğimiz kurdur ki bu kur da döviz kuru ayarlamaları tamamen saf dışı bırakılır. Para politikası güvenilirliği yönünden avantajlı olan bu sistemler bir o kadar da maliyetlidir. Sabit kur rejiminde, yerli ülke paralarının başka ülke paralarıyla değer oranlarını resmi otoriteler belirler, böylece ödemelerde bu oranlar esastır. Serbest bir döviz piyasasından bahsedemediğimiz bu sistemde, döviz üzerinde gerçekleşen arz talep ilişkisinin artıp azalması döviz kuru oranını etkilememektedir. Döviz kurlarının düşmesi ya da yükselmesi karar vericilerin yetkisi dâhilindedir (Oksay, 2001: 10).

Sabit kur sistemleri dolarizasyon, para kurulu ve parasal birlik başlıkları altında incelenmiştir.

Dolarizasyon: Dolarizasyon, yetkililerin ulusal para yerine bir başka ülkenin para birimi olan para birimini, kanuni para birimi olarak kabul etmeleridir. Para kurulu düzenlemelerinin tam aksine bir uygulama ile kabul edilen yabancı para birimi tamamen ulusal para biriminin yerine geçer (Akan, 2010: 111).

Dolarizasyon enflasyonla mücadelede son çözüm noktasıdır. Çünkü düşük enflasyon oranına sahip ve para birimi uluslararası rezerv düzeyinde olan ülkenin para birimini benimseyerek o ülkenin para ve kur politikalarını da benimsemiş olduğu anlamına gelmektedir. Dolarizasyon ile ekonomik büyüme artar, ulusal para birimi kullanılmadığı için spekülasyon atakları bir tehdit unsuru olmaktan çıkar, Finansal kırılganlığın azaldığı bir ortam oluşur, ulusal para birimi olmadığı için döviz rezervi tutma zorunluluğu merkez bankalarının üzerinden kalkmış olur. Dolarizasyonun, para kuruluna göre önemli bir dezavantajı vardır. Bu da temel amacı olan enflasyonu düşürmek ve parasal disiplini sağlama hedefi gerçekleştirildiğinde tekrar para politikasının denetimini sağlamak çok büyük güçlükler içermektedir. Gayri resmi olarak uygulanan dolarizasyon; “kısmi dolarizasyon” ya da “para ikamesi” yabancı para birimi cinsinden elde tutulan varlıklar veya dış borçlanma etkili olurken para ikamesinde ekonomik birimler, yüksek oranlı enflasyonun etkisinden korunarak varlıklarını idame

ettirmek veya menfaatleri için döviz cinsinden varlıkları ödeme aracı yahut değer biriktirme aracı olarak tercih etmeleridir (Unutmaz, 2011: 29-30).

Dolarizasyon uygulamasını çift yönlü bir anlaşma yaparak yahut tek taraflı alınacak karar dâhilinde gerçekleştirmek mümkündür. Tek taraflı kararlar uygulamaya konulan Dolarizasyonun senyoraj gelirinin ve merkez bankasının son borç mercii fonksiyonunun tamamen kaybedilmesi gibi iki önemli sakıncası bulunmaktadır (Güçlü ve Kaya, 2005: 10).

Para Kurulu: Döviz rezervi karşılığında sabit kur ile piyasaya ulusal para çıkartan kurumsal düzenlemeye “Para Kurulu” denir. Bu işlemi döviz ve döviz cinsi varlıklar için sabit kur üzerinden piyasaya para arz edebilir. Bu işlemi Merkez Bankası dahi gerçekleştiriyor olsa, bir takım ön koşulların sağlanması gereklidir ki, ön koşullar sağlansa da enflasyonun kontrol altına alınmasında tek başına yeterli olamayacaktır. Makroekonomik piyasaların para kurulu mekanizmasından faydalanıp faizleri yukarı doğru iterek veya düşürerek enflasyona sebep olacak ortamın olmaması gereklidir. Çünkü sistem para otoritesinin, para arzı üzerinde bulunan kontrolünü elinden alır (Özel, 2000:92).

Paritenin sabitlenerek yerli para basımı ile yerli olmayan rezerv bağlantılarının yer aldığı döviz kuru sistemi, para kurulu şeklinde isimlendirilmektedir. Sabit kur ile sabitlenmiş olan ulusal para “rezerv para” olarak ifade edilirken, rezerv paranın diğer ülkelerde tamamen kabul edilen değiştirilebilir niteliğe sahip bulunması önem arz eden bir durumdur. Bu sebeptir ki bugün dünyada para kurullarının birçoğunun ABD doları ve avroyu daha çok kullandığı gözlenmektedir (Alacahan, 2011: 70).

Özetle ifade edecek olursak para kuruluna ait temel öğeler şu şekilde sıralanır:

- Yasalar ile sabitlenmiş olan döviz kuru oranı,
- Rezerv gerekliliği,
- Özdenetim sağlanan ödemeler dengesi mekanizması.

Bu sistemin sakıncaları: Para kurulu, paracı bir yaklaşımla hareket eder ve ödemeler bilançosundaki bir dengesizliğin para arz ve talebindeki başka bir dengesizliğin varoluşundan kaynaklandığı görüşüne dayanmaktadır. Bu görüşe göre,

para arzı yeterince olmazsa enflasyon ve ödemeler bilançosu açığı da ortaya çıkmayacaktır (Çağlar, 2003: 79).

Para biriminin para kurulunda, güçlü güven veren bir dövize ya da güven veren dövizlerden oluşmuş bir döviz sepetine sabitlenmesi söz konusudur. Bu yönü ile sabit kur sistemine benzemeyen para kurulunun farkı ise, yerli ve yabancı sermayenin yurt dışına gitmesini önlemek hatta güven vererek yurtdışından daha fazla sermaye çekebilmektir. Para kurulunda merkez bankasının rezervlerinde piyasada mevcut yerli para miktarınca, sabit kur üzerinden döviz bulundurma zorunluluğu ve mevcut döviz rezervinden fazla yerli para basıp piyasaya sunmama zorunluluğu vardır. Para kurulu sisteminin döviz kuruna stabilizasyon sağlamak gibi getirdiği avantajlarının yanında, kur riskine karşı bankacılık sisteminin hassas bir pozisyon alması, Merkez Bankasının işleyişinin azalması, mali içerikli politikalara getirilen sınırlamalar ile esnekliğini kaybeden normal kur gibi maliyetler söz konusudur. Bu sistemin uygulanabilmesi için kamu finansmanının güçlü, finansal yapının sağlıklı ve döviz kaynaklarının yeterli olduğu bir ekonomiye sahip olmak gereklidir (Akgül, 2010: 23).

Ülke parasının belirli yasal düzenlemeler ile sabit kurdan, yerli olmayan bir para birimine dönüşümünü sağlayan sistem içinde, para otoritesi milli parayı sadece milli olmayan para girdisi karşılığı kadar basmakta Merkez Bankasının son kredi mercii ve parasal düzenlemeler gibi bazı işlevlerini sonlandırmaktadır. Sistemin uygulama açısından kolay olmasının yanında, para ve maliye politikalarında güvenilirliği artırması, faiz oranlarını birleştirmesi, döviz kurunda istikrar sağlaması gibi yararlarından söz edilebilirken bazı maliyetler getirdiğini de unutmamak gerekir. Merkez Bankası fonksiyonelliğini kaybederken, bankalar daha duyarlı hale gelmekte, mali politikalara sınırlamalarla karşılaşmakta ve nominal kurlarda esnek olamamaktadır. Para kurulunu uygulayacak olan ekonomilerin kamu finansmanlarının güçlü, finansal yapılarının sağlıklı ve döviz kaynaklarının yeterli miktarda olması gerekli görülmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 5-6).

Parasal Birlik: Aynı coğrafya üzerinde yer alan birbirine yakın ülkelerin kendi ulusal para değerlerini belirleyici sabit bir kur ile birbirine bağlayarak bu sistem içinde olmayan diğer ülke ulusal paraları karşısında dalgalanmaya bıraktıkları sisteme “ortak para alanı” ya da “parasal birlik” adı verilmektedir. Bu uygulama şekli sabit ve değişken

kur sisteminin uzlaşma noktasıdır (Aral, 2015: 21). Kurulan bu parasal birlikte para otoritesi, birlik içinde yer alan her ülkenin kendi ülkesi içinde uyguladığı para politikasından bağımsız olmalı, hiçbir ülkenin etkisi altına girmemelidir. Parasal birlik sisteminin korunacağı konusunda ülkeler arasındaki güvencenin tam olarak sağlanmış olması, üye ülkelerin sermaye hareketlerinde sınırlama olmaması birlik içindeki üye ülkeler arasında değişimin gerçekleştirilmesi gerekir.

Ekonominin büyüklüğü, ülkeler arasındaki şokların benzerliği, dışa açıklık derecesi bu kuramın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Buna göre, işlem maliyetlerinde oluşan düşmeler sebebiyle küçük ülkeler ile dışa açık ülkelerde sabit kur rejimi daha yararlıdır. Para birliğinde ulusal para birimlerinin kaldırılması ile dış ticarete kur riski ortadan kalkmakta, işlem maliyetleri düşmekte ve ticaret gelişmekte olduğu için finansal piyasalarda da gelişme görülmektedir. Ekonomik entegrasyon seviyesine göre sabit kur rejiminin yararları farklılık göstermektedir (Unutmaz, 2011: 29).

1.2.3.2. Esnek Kur Sistemleri

Esnek Kur Sistemleri döviz piyasasında, döviz kurunun serbestçe arz ve talep doğrultusunda siyasi otorite veya başka herhangi bir grubun baskısına maruz kalmadan ortaya çıkmasına denir (Şaşmaz, 2011: 37).

Esnek döviz kuru sisteminde para otoritesinin herhangi bir müdahalesi olmaksızın ülkeye ait paranın değeri, günlük olarak piyasa döviz arz ve döviz talep mekanizması tarafından belirlenir. Ekonomide denge söz konusu olduğunda döviz kurundaki artış milli paranın değerinin düşmesine sebep olur. Bu da ithal edilen malların ülke içinde fiyatının artması ihraç edilen malların ise fiyatının düşmesi anlamına gelir. Döviz kurundaki düşüş ise tersi bir durum oluşturarak ulusal paranın değer kazanmasına buna karşılık ihraç edilen malların fiyatının artması, ithal malların fiyatında ise bir düşüşe sebep olur. Sonuç olarak döviz kuru yükseldiğinde ihracat artarken ithalat düşer, kur düştüğünde ise ihracat azalırken ithalat artar. Bu sebeple arz ve talep koşullarına göre ekonomik dış denge değişkenlik gösterebilmekte fakat ihracat için arz, ithalat için talepte esnekliklerin yüksek olması denge sağlanmasına etki eder (Erçevik, 2011: 15-16)

Esnek kur sistemi ülke içi politikaların izlenmesine katkıda bulunurken döviz kontrol mekanizmalarına ihtiyaç duymaz. Dış dengenin sağlanmasında ticari

kısıtlamalara gitmez fakat döviz arz ve talep esneklikleri düşük olduğunda dış dengenin sağlanmasında tam başarı sağlanamaz. Kurlarda oluşan aşırı dalgalanmalar dış ticaret hacmini ve dış yatırımları engelleyebilir ve spekülatif sermaye hareketlerine yol açarak dış açık vermeye yada oluşan dış açıkların büyümesine sebep olur (Yaşar, 2009: 18).

Esnek döviz kuru rejimleri, serbest dalgalanma ve gözetimli (yönetimli) dalgalanma başlıkları altında incelenmiştir.

Serbest Dalgalanma: Hiçbir müdahalenin söz konusu olmadığı, döviz kurunun belirlenmesinde yalnızca döviz arz ve talebinin etkili olduğu rejim; serbest dalgalanma olmaktadır (Karluk, 1996:338).

Kur rejimlerinde üç tür olarak görülen serbest dalgalanma, dünya üzerindeki ekonomilerde az rastlanılan bir sistemdir. Müdahaleye maruz kalmadan döviz kurlarının arz ve talep koşulları doğrultusunda serbest bir biçimde değişkenlik gösterebildiği sisteme serbest dalgalanan kur yahut değişken kur denilir (Seyidoğlu, 2007: 735).

Sistemin yapısından kaynaklı olarak bazı avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlara kısaca değinelim (İnan, 2002: 38).

Sistemin Avantajları

- **Dışsal Reel Şoklara Karşı Direnç:** Bu direnç dalgalı kur rejiminin en önemli özelliğini oluşturmaktadır diyebiliriz. Kur tamamıyla serbest olduğundan etkin bir şekilde işleyen döviz piyasalarında kurlar yeni oluşacak olan durumlara ve şoklara hızlı ve etkili uyum sağlamakta zorlanmazlar.
- **Dış Ticarete Rekabet:** Dalgalı kur rejiminde dış ticarete kurun değerlendirilmesine ilişkin olarak bir rekabet kaybı olmamakla birlikte ödemeler dengesi bakımından da bir sorun oluşmamaktadır.
- **Bağımsız Para Politikası:** Dalgalı kur rejiminde hedef kurun istikrarlı olmasıdır. Buda parasal otoriteye daha işlevsel bir politika yürütme şansı tanımaktadır.

Sistemin Dezavantajları

- **İthal Enflasyon:** Esnek döviz kurunun uygulandığı ülkelerde döviz kurlarındaki değişimden kaynaklanan enflasyona denir.

- Kur Riskine Bağlı Tahribat: Açık pozisyon da yer alan banka veya işletmelerin serbest kura geçildiğinde kurun yükselmesi durumunda büyük ölçüde zarar görmesi söz konusudur.
- Ticari Ve Finansal İşlemlerin Azalması: serbest kurla bağlantılı olarak hem riskte hem de ekonomideki risk algısında artış olacaktır. Buna göre risk primlerinde yükselme olurken, ticari ve finansal işlemlerde bir azalış olabilir.

Yukarıda da ifade edildiği gibi esnek kur sisteminde dış ödemeler dengesini sağlamanın en etkili yolu dövizin arz ve talebine göre kurun oluşturulmasıdır. Fakat sistemin günümüzde uygulama alanı bulması pek mümkün değildir. Çünkü gerçek ekonomik süreçte hükümetler ve para otoriteleri döviz kurlarında aşırı dalgalanmaya izin vermeyerek, önlemek için döviz piyasalarına çeşitli ölçülerde müdahalede bulunurlar. Bu sebeple, kamunun çeşitli araçlarla kur hareketlerini düzenlediği gözetimli dalgalanma uygulamada geçerli olan sistem olarak görünmektedir (Karluk, 1996:3).

Gözetimli Dalgalanma: Gözetimli dalgalanma sisteminde parasal otoritenin döviz kuruna müdahalesi söz konusu olmakla birlikte bu müdahaleyi önceden belirlenmiş kurallar doğrultusunda değil o an için piyasanın müdahaleye ihtiyacı olduğu inancı oluştuğunda bazı ekonomik göstergelerde oluşan gelişmeler ışığında piyasaya müdahalenin iyi olacağı görüşü oluşur ve müdahale edilir (Yalçiner, 2012: 81). Bu tür müdahaleler, serbest kur sisteminin sebep olduğu bazı risk ve belirsizlikleri azaltabilir ve ülke ekonomisinin hareket alanını genişletmiş olur. Kuralları olmayan bu müdahalelerin genel ekonomi açısından düşünüldüğü zaman çelişkili yönleri mevcuttur.

Gözetimli dalgalanma da temiz dalgalanma ve kirli dalgalanma olmak üzere iki tür dalgalanmadan söz etmek mümkündür. Temiz dalgalanma da kısa dönem bazında ve düzensiz dalgalanmaların engellenmesine yönelik döviz kuruna bir müdahale söz konusu iken kirli dalgalanma da ülkenin rekabet gücünün korunması için yapılmaktadır. Gözetimin kaynağı açısından dalgalanmayı üçe ayırmak mümkündür. Bunlar uluslararası anlaşma, uluslararası otorite kararı ve kamu otoritesinin kararı şeklindedir (Karluk, 1996: 338).

1.2.3.3. Karma Kur Sistemleri

Bu sistemde sabit kur ile esnek kur sistemlerinin avantaj ve dezavantajları mevcuttur. Ülkelerin, dezavantajları minimize ederken avantajları artırma çabası karma döviz kuru sistemlerinin uygulanmasına yönlendirmiştir. Karma sistemde her iki sisteme ait bazı temel özellikler belli bir oranda bir araya gelmektedir. Döviz kuru ayarlamalarına imkân veren karma sistemler sabit sistemin esnetilmesiyle oluşmasına karşın bu ayarlamaların ne ölçüde büyük olduğu ve sık olduğu yönüyle birbirinden ayrılmaktadır. Sabit kur sisteminde yer alan alt ve üst destekleme noktası arasındaki bandın genişletilmesi yoluyla oluşan karma sistemde bir diğer örnek olabilir. Döviz kurlarının arz ve talebe göre piyasada belirlenmesine karşın ülkelerin müdahalesini konu olan karma sistemlere, managedfloating (kontrollü dalgalanma) sistemleri adı verilmektedir. Bu sistemde esas olan, kurun piyasa tarafından belirlenmesi olmasına karşın ticaret, finans ve yatırım faaliyetlerinin bu dalgalanmadan olumsuz etkilenmesinin ortaya çıkaracağı olumsuzlukların önüne geçmek açısından piyasaya müdahale edilebilmektedir (Tuncay 2010: 99)

Karma sistem döviz kuru bantları, ayarlanabilir kur sistemleri ve kayan parite olmak üzere üç başlık altında incelenmiştir.

Döviz Kuru Bantları: Kurların bu sistemde, belirlenmiş bir aralık dâhilinde serbestçe dalgalanmasına müsaade edilmektedir. Nominal döviz kuru sabit olmakla birlikte merkez bankasının müdahalelerine kurallarla sınır konulmuştur. Sadece önceden belirlenmiş olması şartıyla kimi durumlarda piyasaya müdahale söz konusudur. Kısaca devalüasyon olanağı ekonomide esneklik anlamına gelmekte, merkez bankası, piyasaya müdahalede bulunurken piyasada mevcut olan arz ve talebi dikkate almalıdır. Serbest dalgalanmasına karşın, sabit kurun birleşimi niteliğinde algılanabilecek olan bu kur sistemi, istikrar ve esnekliği beraberinde getirmektedir. Merkez parite olarak belirlenmiş aralığın değer ortalaması, kura belirlilik kazandırdığından kurun mevcut aralık dahilinde dalgalanması dışsal şokların etkisinde azalma oluştururken, aralığın belirlenmesi bazı problemleri de barındırmaktadır. Mesela dar belirlenmiş olan bir aralık istikrarsızlık ve spekülasyonlara sebep oluşturabilmektedir. Ayrıca sistemin güven verebilmesi için bu aralığın sürdürülebilir olması şarttır. Çünkü sürekli ayarlanan bir

aralık beklenen faydaları vermemekle birlikte zarara sebep olabilecektir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 3).

Ayarlanabilir Kur Sistemleri: Bu sistem Bretton Woods sistemi şeklinde de adlandırılan bir sistemdir. Sabit kur sistemi gibidir. Farkı ise kur sabit olmasına karşın parasal otoritenin bu sabitliği süresiz bir şekilde sürdürme zorunluluğu yoktur. Belirlenen kur ile uygulanmakta olan ekonomik politikalar birbirleri ile tutarsız olması durumunda istenilen yönde değişiklikler yapılabilmektedir. Bu sistemle dış ticareti etkileyen kur belirsizliği azaltılarak ekonomik istikrara katkı sağlanırken, devalüasyon beklentisi spekülasyonlara yol açabildiğinden ekonomide bir kriz ortamı oluşturmaya müsait bir sistemdir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 5).

Bir ülkenin ulusal parası başka bir ülke parasına veya sepete bağlanır. Bu döviz kuru sisteminde para birimlerinin birbirine oranında (parite) zaman zaman ayarlama yapılabilmektedir.

Bu sistem dâhilinde kurun gerekli görülen ekonomik politikalarla istenilen yönde değiştirilebilmesi; dış ticaret açısından belirsizliği minimize ettiği için ekonomik istikrarı sağlarken, müdahale (devalüasyon) beklentisi istenmeyen spekülasyonlara yol açabileceğinden ekonomik bir krize sebebiyet verebilecek bir sistemdir. Bu sistem uygulanırken karşılaşılan bir takım sorunlar mevcuttur (Mutlu, 2004: 11-12).

- Dış Denkleşme Sorunu: Açık veren ülkeler dış denkleşmenin yükünü üstlenirler.
- Likidite Sorunu: Dış açık veren ülkeler de oluşur.
- Güven Sorunu: Ülke de spekülâtörlerin devalüasyon yapma eğilimidir.
- Emisyon kazançları Sorunu: Dövizin uluslararası rezerv aracı olarak tutulması sonucu ortaya çıkar.

Kayan Parite Sistemi: Bu sistemde ayarlanabilir kur sistemine ek olarak, döviz kurları baştan belirlenen tutarda, sıklıkla belirlenmiş olan denge döviz kuruna erişene kadar değişiklik yapılmaktadır. Bu sistemin uygulandığı ülkelerde, döviz kurunda olabilecek değişmelere, ne miktarda ve hangi sıklıkla izin verileceği ile dalgalanmaya izin verilecek aralığın genişliğini kural koyucular belirlemektedir (Oksay, 2001: 14-15).

Bu sistemde alt ve üst değerler bellidir ve döviz kuru bu değerler arasında dalgalanır. Bu dalgalanma aralık içinde dalgalanma ile benzese de aralığın ortalama

değeri kaygan aralıkta sabitlenmemiş bir durumda bulunmaktadır. Aralık tayini aralık içinde dalgalanma sisteminde nasıl önemliyse bu sistemde de büyük önem taşımaktadır. Ortalama değer çeşitli göstergeler ışığında ayarlanır. Bu sistem genelde yüksek enflasyon olan ülkeler de uygulanır. Kurun aşırı değerlendirilmesi de ayarlanabilir merkez kur sayesinde engellenmektedir. Merkez paritenin döneminin ve ayarlanma oranının bilinmemesi piyasaların belirsizleşmesine sebep olur ve faiz oranlarında hareketliliğe sebebiyet verebilir. İsrail 1991 yılı sonuna kadar benzer bir sistem kullanmıştır (Özkök, 2003: 68).

1.2.4. Döviz Kuru Sisteminin Belirlenmesinde Etkili Olan Unsurlar

Döviz kuru sistemi tercihi gelişmekte ve az gelişmiş ülkeler açısından çok daha önemlidir. Gelişmiş ülkelerde durum farklıdır. Bu ülkelerin ulusal paralarının uluslararası alanda geçerliliği güçlü durumda ve ekonomik güçleri çok iyi düzeydedir. Gözden kaçırılmaması gereken noktalardan biri de tek bir kur sisteminin uzun yıllar boyunca ülkede uygulanabilir olmasının mümkün olamayacağıdır. Tercih başlangıçta doğru sonuçlar getirirse de ilerleyen zamanda değişen ekonomik koşullarda aynı etki olmayabilir. Diğer bir ifadeyle uygulanan kur sistemiyle uyumluluğunu yitiren ekonomik politikalar krize yol açarak kur sisteminde değişiklik yapılmasını zorunlu kılabilir. Buna sebep vermemek için zamanla ortaya çıkan gelişmeler dikkate alınarak kur sisteminden en uygun zamanda çıkılması oluşacak bir krizi önleyebilir. Bu nedenle, doğru kur sistemi tercihi yapılmasının yanında değişimin zamanında gerçekleştirilmesi de önem taşımaktadır (Yetiz, 2015: 25).

Döviz kuru sistemine karar verilirken göz önünde bulundurulması gereken faktörlerin ülke yapılarına uygun olup olmadığının çok iyi bir şekilde analiz edilmesi büyük önem taşımaktadır. Çünkü yanlış karar verilen bir tercih, olagelmüş ekonomik sorunları düzeltmek yerine daha da kötüleşmesine sebep olabilmekte, hatta krize yol açabilmektedir. Uygulanan kur sisteminde sonradan değişiklik yapmak ise ülkeye ekonomik olarak çok büyük maliyetler getirebildiği gibi güven konusunda da içte ve dışta onarılması güç sorunlar oluşturabilir (Çağlar, 2003: 83).

Büyük ölçüde arz ve talep mekanizması ekonomide çok fazla ürünün fiyatlandırmalarında önem taşıyor olsa da, döviz kuru söz konusu olduğu zaman arz ve talep mekanizması tek başına belirleyici etken olamamaktadır (İldokuz, 2015: 125).

Döviz kuru sisteminin seçiminde rol oynayan faktör de oldukça fazladır. Finansal piyasaların yapısı, iç ve dış şoklardan etkilenme düzeyi, cari ve önceki yıllardaki enflasyon düzeyi, ülkenin üretim yapısı ve ihracat çeşitliliği, sermaye hareketlerinin eğilimi, rezerv düzeyi, ülkenin dışa açık durumu ve ülke içi güven durumu seviyesi, spekülâtörler, ekonomik ve politik istikrar döviz kuru sistemi seçiminde önemli etkisi olan faktörlerdir.

Döviz kurlarının belirlenmesinde uluslararası piyasalar ve finansal değişkenler etkili olmaktadır. Finansal piyasalar ile reel ekonomi arasında yeterince bağ kurulamadığından döviz kurunun reel faktörden ziyade finansal faktörlerden etkilendiğini söyleyebiliriz. Finansal piyasalardan etkilendiği gözlenen döviz kurunun istikrarlı bir düzeyde olması için bu piyasalarda etkinlik ve derinliğin artırılması gereklidir (Uçan, 2014: 204).

Döviz kuru sisteminin belirlenmesinde etkili olan unsurları; finansal sistem, şoklara karşı kırılganlık düzeyi, Sermaye Hareketleri, Enflasyon Düzeyi, Üretim Yapısı ve İhracat Çeşitliliği, Para İkamesi, Rezerv Düzeyi, Ödemeler Dengesi ve Faiz Oranları başlıkları altında inceleyeceğiz.

Finansal Sistem: Ekonomik büyümenin kaynağı bilinirse büyümenin döviz kuru üzerindeki etkisini belirlemek daha kolay olacaktır. İç tüketim ve bütçe açıkları sebebiyle gerçekleşen büyümede ithalatta bir atış oluşur ve dövizde duyulan ihtiyaç artar bu da milli para değerinde bir kayıp oluşturur. Şayet yabancı yatırımlar sebebiyle bir büyüme gerçekleşmiş ise ihracat artışı söz konusudur. Bu da ülkenin milli parasının değer kazandığı anlamına gelir (Çufadar, 2010: 23).

Ekonomik yapıları, ekonomik bütünleşme ve temel ekonomi politikası hedefleri doğrultusunda, her ülke uygulayacakları kur sistemi ve politikasına kendisi karar verir. Kur sistemi tercihi yapılırken finansal piyasaların rolü yadsınamayacak seviyededir. Makroekonomik istikrarın; sağlanması, sürdürülebilmesi ve böylece iç ve dış dengenin sağlanabilmesi açısından, uygulanan döviz kuru sisteminin enflasyona yahut makroekonomik dalgalanmalara sebep vermemesi, kurları sürdürülebilir bir seviyede tutarak uluslararası dengelenmeye katkıda bulunması, yapılacak olan uluslararası ticaret ve yabancı yatırımları caydırmaması önem taşır (Tuncay, 2010: 5-6).

Şoklara Karşı Kırılganlık Düzeyi: Yapılacak olan kur tercihinde dikkat edilecek diğer bir husus da ülke ekonomisinin şoklara karşı vereceği tepkinin nasıl olduğunun bilinmesi gerektiğidir. Kur rejimlerinin bazıları dışsal (mali), bazıları da içsel (reel) şoklar karşısında ülke ekonomisini daha kırılgan düzeye getirebilirken tersi bir uygulama ile gelen şoklara karşı koruma sağlanabilmektedir. Kur rejimi tercihi yapılırken ekonomiyi çok iyi analiz etmek gerekir. Ekonominin hangi şok türüne yakalanma ihtimalinin daha yüksek, hangi şoklara karşı dirençli, hangi şoklar karşısında ne derece açık olduğu iyi belirlenmelidir. Ekonominin şoklara karşı durumunu öznel koşulları etkilemektedir. Bu koşullar; milli gelirinin ne ölçüde büyük olduğu, ülkenin coğrafi konum, politik yapısı dış ticaret ortakları ve ticari mal çeşitliliği vb. faktörlere bağlıdır. Ekonominin durumuna göre; dışsal şoklara açık ise serbest kur, içsel şoklara açık ise sabit kur tercihi yapılmalıdır. Ayarlanabilir sabit kur gibi esnek uygulamaların içsel ve dışsal şoklara karşı direnci yoktur. Çünkü dışsal şoklar karşısında serbest kur rejimleri nispeten daha fazla direnç gösterirler. Bu durumun sebebi ise kur istikrarının hedef olarak belirlenmediği durumlarda kurda meydana gelen yükselmenin dışsal şokları indirgeyerek iktisadi birimler üzerinde oluşması muhtemel tahribatı önlemesidir (İnan, 2002: 7-8).

Sermaye Hareketleri: Ulusal piyasaların birleşmesiyle yoğunlaşan ve birbiriyle etkileşen finans piyasaları, küresel sermaye hareketlerinin kanal ve kaynaklarının yanında hacminde de değişime sebep olmuştur. (İnandım, 2005: 8). Bu değişim aşamasında toplam sermaye hareketleri fazlalaşırken reel getirisini yükseltmek amacıyla bir ülkeden ülkeye kolaylıkla kayma gösteren sermaye hareketlerinin oranı da giderek artmıştır (İnandım, 2005: 94).

1973 yılında çöken Bretton-Woods sisteminin ardından sabit kur sistemi geride bırakılarak dalgalı kur sistemine geçilmiş ve ülkeler paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. Yatırım yapacakların bu yatırım kararlarında net ve emin olmalarında kur düzeyinin öngörülebiliyor ve istikrarlı olması etki sağlamaktadır. Sabit kur rejiminin terk edilip dalgalı kur rejimine geçilmesi ile döviz kurunun gelecekteki değeri belirsizleştiği için, dış ticarete daralmalara yol açmıştır. Çünkü riskten hoşlanmayan yatırımcılar ve üreticiler döviz kurundaki belirsizliğin artması sonucu kendilerini garanti altına almak adına dış ticaretten kaçınmakta veya bu kararlarını erteleme yoluna gitmektedirler. Bu durum ekonominin genel durumunu etkilemekte, dış ticaret

hacminden, istihdam düzeyine kadar tüm piyasaları etkisi altına alması söz konusu olabilmektedir. Politika yapıcılarının ise küresel dünyadaki gelişmeleri görmezden gelmesi durumu imkânsızlaştırmıştır. Sermaye sıkıntısı çeken ve tasarruf açığı bulunan ülkelerin finansal serbestliğe gitme sebeplerinin altında yabancı sermaye ihtiyaçları sebebiyle, bu sermayeyi ülkelere çekme isteği bulunur. Her ne kadar yabancı sermaye ülkeye çekilse de kriz dönemlerinde yabancı sermayenin çıkışına engel olunamamakta ve bu, ülkelerin derin krizler yaşamalarına sebep olmaktadır (Ayhan 2016: 11).

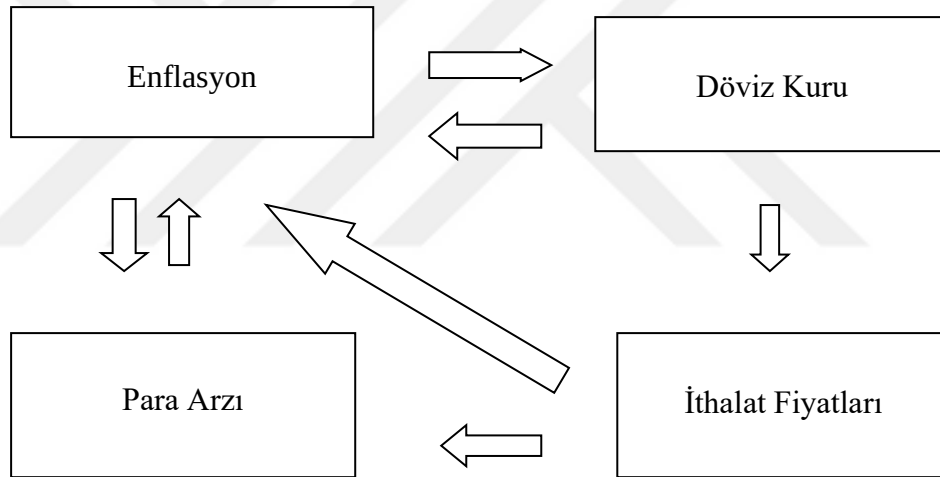
Uygulanacak olan döviz kuru sistemine bağlı olarak sermaye hareketleri ülkelerin ulusal paralarının değerini artırmaktadır. Esnek kur sisteminin uygulandığı durumlarda sermaye girişleri ulusal paranın değer kazanmasını sağlamakta iken, sabit kur sistemi uygulandığında sermaye hareketleri uluslararası rezervlerin artırmasında etkili olmaktadır (Yeldan, 2006: 50).

Sermaye miktarındaki artış, sabit döviz kuru sistemine olan tercihi artırmakla birlikte bu değişkenin katsayısını da istatistiksel olarak anlamsız kılar. Büyüme oranındaki artış, beklentilerle uyumluluk gösterir ve sabit döviz kuru aleyhinde bir tercihe neden olur (Kılavuz vd. 2011: 83). Tahmini olarak sermaye hareketlerinin hacmi, dış ticaret işlemleri hacminin 100 katı civarında olduğu yönündedir. Sermayede oluşan giriş ve çıkışlar, ülkenin sahip olduğu döviz önemli ölçüde değiştirmekte ve bu sebepten döviz kurları üzerinde de büyük etkiye sahiptir diyebiliriz. Bu durum, döviz kurları ve dış ticaret arasında ki bağı zayıflatmakta, kısa vadede döviz kurlarında ortaya çıkan değişimlerin etken sebebi sermaye hareketleri olarak kabul edilir (Çağlar, 2003: 80).

Enflasyon Düzeyi: Döviz alım satım işlemlerinde nominal kurlar kullanılmakta ve nominal kurların uluslararası enflasyon farklılıkları gözetilerek hesaplanması ile de reel kurlar elde edilmektedir. Döviz kurlarındaki bu değişim, enflasyon oranı kadar yapıldığında nominal kur ve reel kur eşit olacaktır. Şayet bu fark enflasyon oranının altında bir oranda olursa, nominal kur reel kurdan yüksek olacak ve yerli para aşırı olarak değer kazanacak, enflasyon oranının üstünde bir oranda yapılacak olursa, reel kur nominal kurdan yüksek olacak ve yerli para değer kaybına uğrayacaktır (Oksay, 2001: 42). Ülkeler arasındaki enflasyon farkında artış oldukça, sabit kur tercihi ihtimali de artar (Kılavuz vd., 2011: 83).

Döviz kuru, enflasyon ilişkisi kısır döngü hipotezi ile açıklanabilir. Öncellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan hipoteze göre farklı etkileşim kanalları mevcuttur. Bu hipotez dâhilinde döviz kurunda meydana gelmiş olan bir artış, ithal malların fiyatlarını arttırmakta böylece fiyatlar genel seviyesinde de bir artışa sebep olmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki artış ise tekrar döviz kurunda artışa sebep olurken bu durum, yurtiçinde üretilen malların maliyetini ve dolaylı olarak fiyatını arttıracığından, yurt içinde üretilen mallarda uzun dönemde azalmaya sebep olacaktır. Parasal otoriteler, enflasyon ve işsizlik oranının düşmesi ve piyasanın likidite problemini azaltıp piyasayı canlandırmak için, para arzını arttırmaları durumunda, ekonomide hem enflasyon hem de döviz kurunda artışa sebep olacaktır (Terzi ve Kurt, 2007: 3). Bu hipotezi şekil yardımı ile gösterecek olursak;

Şekil 3: Kısır Döngü Hipotezi Etkileşim Mekanizması



Kaynak: Harun Terzi, Serdar Kurt, Türkiye'de Dolarizasyon Sürecinde Döviz Kuru ve Enflasyon İlişkisi. Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 2007, C.18, S.64, (s.3).

Enflasyon oranında meydana gelen yükselmelerin en önemli nedenlerinden birini döviz kurundaki yükselmeler oluşturmaktadır. Döviz kurlarındaki yükselmeler ise birçok makroekonomik göstergede bozulmalara neden olduğundan, döviz kurlarının istikrarlı bir biçimde dalgalanmasını sağlayacak ekonomi politikaları uygulanması gerekmektedir (Karakış, 2019: 90).

Az gelişmiş olan ülkelerin işleyişinde döviz kuru ve enflasyon ilişkisi önem arz etmektedir. Çünkü böyle ekonomilerde döviz kurunda ortaya çıkan değişimler, fiyatları önemli ölçüde etkilediğinden, fiyatlar genel seviyesi de bu durumdan etkilenir. Az

gelişmiş ülkelerde üretimin büyük ölçüde ithalata bağımlı olması, dövizde ortaya çıkan değişiklik ile ithal olan tüketim mallarının fiyatları etkilendiği gibi üretimdeki maliyetler de etkilenmektedir. Bu türden ekonomilerde döviz sıkıntısına girmeden önce yerli üretimi istikrarlı kılmak ve küresel rekabetin devamlılığını sağlamak adına yurtiçi enflasyonu önemseyen reel döviz kuru politikalarının yürürlüğe konulması gerekmektedir (Gül ve Ekinci, 2006: 93).

Üretim Yapısı ve İhracat Çeşitliliği: Ulusal para değer yitirmesiyle ihracat fiyatları düşer, ithalata olan talep düşer, dış ticaret açığı kapanmış olur. Kur arttığında ihracatı artırmak için üretimin iç piyasadan dış piyasalara kaydırmak gerekir. Üretimin iç talebi karşılayamadığı durumlarda bu etkisiz kalır ve ithalat her şeye rağmen artar. Ayrıca fiyat düşüklüğüne rağmen dış ülkeden olan alıcı taleplerinde artış olmaması da aynı etkiyi yapar. Döviz kuru yüksekliği enflasyonun yükselmesine de sebep olabilir. Ulusal para değer kazandığında döviz kuru düşer, bu durum ihracatı azaltırken yabancı paranın düşük kalması ithalatı artırır. Artan ithalata rağmen mallarda göreceli bir ucuzluk sağlamak ve enflasyonu düşük tutmak için kur artışı kontrol altına alınmak istenmektedir (Coşkun ve Taylan, 2009:160).

Bazı zamanlarda, tercih edilen döviz kuru sistemleri ve kur ayarlamaları yapılarak dış ticaret dengesi sağlanma yoluna gidilmektedir. Devalüasyon yoluyla sağlanmaya çalışılan dış ticaret dengesinde kısa süreli bir ihracat artışı söz konusu olsa bile ilerleyen dönemlerde ithalatta oluşacak artış sebebiyle dış ticaret açığında artış devam eder (Hepaktan vd., 2011: 62).

Dış ticaret dengesinin olumlu yönde olması için ulusal paranın reel değerinde kayba uğraması, sermaye mallarının dış ticaret açığını azaltır. Kısa dönemde ekonomik büyüme hedefinden vazgeçilerek yapılan dış ticaret açığını küçültme tedbiri ile sermaye malları dış ticaretindeki açık azalırken ekonomik büyümede azalmaktadır (Yamak ve Korkmaz, 2005: 27).

İthalat fiyatları ve ihracat fiyatları arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Bu ilişki, reel kur değişiminin ithalat fiyatı üzerinde meydana getireceği değişimi hemen ihracat fiyatlarına da yansıtmasına sebep olur. Dış ticaret fiyatları reel döviz kurunu doğrudan etkilerken, reel döviz kuru dış ticaret fiyatlarını dolaylı olarak etkilemektedir. Reel döviz kuru ithalat fiyatlarını direkt olarak etkiler ama ihracat fiyatlarını ithalat

fiyatları kanalıyla endirekt olarak etkilemektedir. Kur hareketleri ile dış ticaret arasındaki bu kuvvetli ilişki, kur hareketi ile dış ticaretten sağlanacak karlılığı zayıflatır. Diyebiliriz ki elde edilen fiyat avantajı bu ilişki ile dış piyasalar tarafından emilir. Bu emilim sayesinde kur politikası ile dış ticaret üzerinde beklenen olumlu etkiyi zayıflatır ve kur politikasını etkisiz kılar (Zengin 2001: 39).

Ekonomilerdeki belirsizliklerle yatırımlar arasındaki ilişki incelenirken iki görüş dikkat çekiyor. Bir kısım araştırmacı, yatırım ile riskten hoşlanmayan yatırımcı arasında “geri döndürülemezliği” özelliğini savunarak, belirsizliklerin yatırımcıların yapacağı yatırımı olumsuz etkilediğini ifade eder. Bir kısım araştırmacı ise riski seven yatırımcılara dikkat çekerek belirsizliklerin olumlu etkini işaret ederler. Yapılan araştırmalar ve testler bize, döviz kuru istikrarının yapılan yatırımlar da dikkate alınan önemli bir değişken olduğu gösterir (Koç ve Değer, 2010: 91).

Ülkelerarası ekonomik ilişkilerin temel belirleyicisi durumunda olan döviz kurunun çöken BrettonWoods sisteminin ardından uzun vadeli tahmini güçleşmiştir. Döviz kurunun bu belirsizliği işletmelerin ve bireylerin ekonomik kararlarını verirken huzursuz olmasına sebep olurken, ithalat ve ihracat yapan ülkeler açısından bir risk oluşturmaktadır. Kur belirsizliğinin olumsuz etkilerinden korunmak için devletin döviz kuru istikrarsızlığını önleyici önlemler alması gereklidir. İşletmeler da esnek döviz kur rejimini kullanan ülkelerde portföylerini çeşitlendirerek döviz kuru belirsizliğinden en az zararla kurtulabilirler. Dış ticaretin istikrarlı oluşu döviz kurunun istikrarına bağlıdır. Döviz kurunda yaşanan istikrar yatırımcıları olumlu etkiler bu da yatırımların artması ve buna bağlı olarak ülkenin büyümesi gelişmesi anlamına gelir. Buna bağlı olarak yatırımlarla döviz kuru belirsizliği arasında ters yönlü bir ilişki vardır diyebiliriz (Alacahan ve Akarsu, 2017: 345).

Döviz kurlarının dış ticaret açısından önemi oldukça büyük olmakla birlikte, milli para birimlerinin değer kazanması sonucunda, o ülkenin malları uluslararası piyasada daha yüksek değere sahipken; değerinde azalma yaşanması durumunda, o ülkenin ihraç malları ucuz hale gelmektedir. Bu durum sonucu rekabet gücünde artma yaşanır. Diğer ekonomik değişkenler gibi yerel ekonomiyi döviz kurları da çok yönlü olarak etkilemektedir.

Para İkamesi: Dolarizasyonun bir ileri aşaması olan para ikamesi; yerel paranın değer düşüklüğü yaşadığı bir durum olup, kronik enflasyon ya da hiper enflasyon yaşamış ülkelerde görülür. Ülke parası yabancı bir paraya endekslenmiş durumdadır. Bu tür para ikamesinin güçlü olduğu ekonomiler istikrarlı bir kur sağlayan kur rejimlerini tercih etmedirler. Bunun sebebi hem dalgalı kur hem de para ikamesi görülen bir ülke ekonomisinde döviz kurları milli para azındaki değişime karşı oldukça duyarlı bir hal alacaklar, bunun sonucunda da kurda çok ciddi oynaklıklar oluşabilecektir. Para ikamesi kullanan ekonomilerin kur istikrarını öncelikli kılan kur rejimlerini kullanması kurdaki oynaklığın ekonomiye vereceği zararları indirgemesine yardımcı olacaktır (Gök, 2006:142).

Taşçı vd. (2009) yaptıkları çalışma sonucu kur oynaklığı ile para talebi değişkeni ilişkisinde uzun dönem için de kısa dönem için de negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlar. Kur belirsizliğinde yaşanan eksilme sayesinde para talebine olan artış yükselmiş, böylece para ikamesinde doğrudan bir azalma meydana gelmiştir. Fakat dolaylı para ikamesinde bu sonuç sadece kısa dönem için geçerlilik sağlamaktadır. Para ikamesinin zıt yöne dönmesi ve kurdaki oynaklığın azalması ile kur riskinin de azalması, ekonomik birimlerin karar mekanizmasında kurun seyri ile alakalı daha isabetli tahminler yapılmasına olanak sağlamıştır. Döviz kurunda istikrarın sağlanması para ikamesinin düşmesine etki ederek para talebinin istikrarı açısından önem arz etmektedir.

Rezerv Düzeyi: Yarı sabit kur sistemini uygulamakta olan ülkeler açısından rezerv düzeyi önem arz eder. Çünkü kurun belirlenen düzeyde kalması rezerv düzeyine bağlıdır. Rezervlerin bitmesi, sabit kurun devam ettirilmesi ve spekülasyon atakların önüne geçme imkanını ortadan kaldırdığından krize ortam hazırlamaktadır (Kansu, 2006: 44).

Döviz rezervlerinde meydana gelen kayıplar, para krizlerine sebep olabilmekte böylelikle devalüasyonu zorunlu koşturmakta, oysaki esnek kur rejiminde rezerv kayıplarına ya da devalüasyona gerek duymadan, döviz kurlarında oluşan değişim sayesinde aşırı değerlenmenin önüne geçilebilmektedir. Ülke döviz rezervlerinin uzun soluklu olarak, ithalatını finanse edebilmesi doğacak spekülasyon saldırılar karşısında güçlü duruma getirmekte böylelikle sabit kur sistemini uygulayabilme gücünü de artırmaktadır (Tuncay ve Kök, 2012: 24-25).

Merkez bankasının döviz rezervleri ve döviz kuru arasındaki ilişkinin ekonomik beklentisi şu şekilde açıklanabilir. Piyasadan döviz alan merkez bankası dövizde ait rezervlerini artırdığı zaman piyasalarda bulunan dövizin miktarında azalma söz konusu olacak, bu müdahale sonucunda kurlarda yükselme beklenecektir. Bu durumun tersine bir işlemle piyasaya döviz çıkartıp, rezerv azaldığında piyasada döviz miktarında artış sağlamış olacak ve kurlar düşme yönünde olacaktır (Şit ve Karadağ, 2019: 153).

Ödemeler Dengesi: Ödemeler dengesi yurt içerisinde yerleşik olanın (gerçek ve tüzel kişiler), diğer ülkelerde bulunan yerleşiklerle belirli bir dönem içerisinde karşılıklı gerçekleştirdikleri mal ve varlıklara ilişkin yaptıkları ekonomik işlemlerin belirli bir sistem içerisinde kayıtlarının istatistikî raporuna denilmektedir. Bu ödemeler dengesi bilançolarında yer alan işlemler, içinde bulunduğu ülkenin döviz gelirlerindeki artış ve azalışını etkiler. Mal ve hizmet ticaretinin yapılmasının yanında sağlanan yabancı sermaye girişleri de döviz gelirini artırırken tersi söz konusu olduğunda bir azalma durumu olmaktadır. Döviz gelirinin artması bilançonun fazla vermesine, azalması ise açık vermesine yol açar ve bu durum ülke ekonomik performansı açısından önemli bir gösterge niteliğinde olmakla birlikte, enflasyon ve döviz kuru gibi birçok değişkeni etkiler. Ödemeler dengesinin bir yanında yerleşik olan ile hükümetin yabancı ülkede yaptığı aktivitelerden elde ettiği gelirler alacaklı, diğer tarafında yabancı ülkede yapılan harcamalar borç şeklinde kaydedilir. Ayrıca çift taraflı muhasebe tekniği kullanılır (Orhan ve Erdoğan, 2013: 295).

Ödemeler dengesi normalde yıllık olarak hazırlanmakla birlikte birçok ülke gelişmeleri yakından takip etmek amacıyla zaman dilimini daha kısa tutarak aylık ya da üç aylık olarak tablo hazırlamaktadırlar. İthalat, ihracat, sermaye hareketleri ve diğer hesaplarda oluşan gelişmelere uyumlu ve zamanında karar alınabilmesi açısından zaman boyutunun kısa olmasında fayda vardır. Ödemeler dengesi tablosu tüm ülkeler için önemlidir. Çünkü milli paranın arz ve talebi ile alakalı bilgi verir, ait olduğu ülkenin iş ortağı sayıldığı için de dünyanın geri kalanına potansiyel işaret verir, uluslararası rekabette ülkenin ekonomik performansını gösterir (Yalçiner, 2012: 123-124).

Bir ülkenin kendisi dışındaki diğer dünya ülkeleri ile olan ekonomik ilişkilerinin sistemli olarak kaydına ödemeler dengesi adı verilir. Bu bilançoda; cari işlemler, sermaye işlemleri ve rezerv işlemleri yer almaktadır. Cari işlemler; mal ve hizmet

işlemlerini, sermaye işlemleri; ithalat ve ihracat işlemlerini gösterir işlemlerdir. Ödemeler dengesinde oluşan açıklar ve fazlalıkların kaynağını bu işlemler oluşturmaktadır. Bu sebeptendir ki bu işlemlere dengesizlik doğuran işlemler ya da otonom işlemler denilir. Rezerv işlemleri ise yapılan cari ve sermaye işlemlerinden kaynaklı merkez bankasında oluşan döviz rezervine ait artış ve azalışı gösterir niteliktedir. Bu işlemlere de dengesizlik gideren işlemler denir (Ertek, 2006:405). Ödemeler bilançosunda bazen otonom ve denkleştirici işlemlerin arasına aradaki farkı görebilmek için bir çizgi çizilerek üste otonom işlemler alta da denkleştirici işlemler gelecek şekilde kayda alınır. Bu sebeple otonom işlemler çizgi üstü işlemler şeklinde isimleşirken, denkleştirici işlemler çizgi altı işlemler şeklinde isimleşmektedir. Dış açık veya dış fazlanın belirlenmesi açısından bu grupta önem taşır (Parasız, 2005: 603).

Ödemeler dengesinde ortaya çıkan bir açık Merkez Bankasının, döviz satması, fazlalık ise döviz alması sonucu ayarlama yapılır ve denge sağlanmış olur (Ak, 2007: 567-568).

Faiz Oranları: Faiz oranları ile döviz kuru arasında kısa vadede güçlü bir ilişki söz konusu olmakla birlikte beklentilerin önemi yadsınamayacak ölçüde yüksektir. İç ticarete olduğu gibi dış ticaret yapanlar da işlem amaçlı ellerinde para tutar ve faiz oranı yüksek piyasalarda bu parayı değerlendirme eğimi içinde yer alırlar (Çağlar, 2003: 83).

Döviz kuru ile faiz oranı arasındaki etkileşmeyi açıklayan üç yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki, yurt içinde faizler arttığı zaman yerli üretim malına olan talepte de bir artış meydana gelir ve bu durum döviz miktarında artmaya sebep olacağından ulusal para değer kazanırken kurda da düşme yaşanır. İkinci olarak; faiz oranlarında meydana gelecek olan yükseliş ile banka ve finansal kurumlar ile etkileşim halinde olan işletmelerin üzerlerindeki borç yükünde bir artma meydana geleceği hususundadır. Böylelikle işletmelerin artan borç yükü sebebiyle kar oranlarında bir azalma olacaktır. Bu yaklaşıma göre, işletmelere bankalardan gelen nakit akış azalmakta ve işletmeler aldıkları kredileri ödeme noktasında ödeyememe sorunuyla karşı karşıya kalmakta, bankaların bilançosu ödenemeyen krediler sebebiyle bozulmakta ve bu durum piyasalar tarafından iyi olarak karşılanmamakta ve ekonomik açıdan kötümser bir beklenti tablosu çizecektir. Böylece ekonomide yerli paranın yabancı para cinsinden değerinde bir düşme söz konusu olacaktır. Üçüncü ve son yaklaşıma göre, yüksek faiz

oranı devletin de faiz yükünü artırmakta, ülke ekonomisine yöneltilen risk algısını negatif etkileyerek ülkenin risk priminin yükselmesine sebep olmaktadır. Sonuç olarak ekonomide enflasyonist temayüller ortaya çıkmakta ve milli paranın değerinde bir düşme yaşanmaktadır (Şit ve Karadağ, 2019:153).

Bir ülkede kur sabit iken faiz oranlarında meydana gelecek olan artış, sermaye karlılığını artırdığından ülkeye sermaye akışı sağlar. Bu sermaye akışı ülke ödemeler dengesi ve diğer ekonomik faaliyetlerini etkiler. Yani ülkede kur oynaklığı söz konusu değil iken faiz oranlarının artması yabancı yatırımcıları çekerek ülkeye olan sermaye akımında artışa sebep olur. Ters durum söz konusu olup faiz oranları düşerse, ülkenin yatırım cazibesi azalır ve başta dış sermaye olmak üzere yerli sermayede daha cazip yatırım arayışıyla dış ülkelere yönelik bir sermaye akışı başlar (Bulut, 2002: 187).

Ülkeler arasında faiz farklılıkları vardır. Bu farklılıklar bir yandan faiz arbitrajını oluştururken diğer yandan spot ve vadeli döviz kuru arasındaki ilişkiyi belirler. Yani döviz kurları arasındaki nispi fark iki ülkenin faiz oranları farkına bağlıdır. Yurt içi ve yurt dışı faiz oranları ile döviz piyasaları (cari ve vadeli) arasındaki ilişkiyi bize veren faiz oranı paritesidir. Bu pariteye göre düşük faizli ülkelerin para birimi faizi yüksek ülkelerin para birimine karşısın vadeli piyasalarda, bu farkın tutarı oranına pirim yaparken yüksek faizli ülkede aynı oran dâhilinde iskonto uygular (Uçan, 2014: 44).

1.2.5. Döviz Kuru Riski ve Etkileri

Döviz kuru riskini uygun biçimde ifade edebilmek adına, öncelikle konuyla ilgili “*döviz kuru etkisine açık olma*” ifadesini incelememiz faydalı olacaktır. Kur etkisine açık olma, yerli olmayan para türünden varlığa yahut yerli olmayan para birimiyle işlem gerçekleştiren, şahıs yahut şirketlerin nakit mevduatının kur etkisinden etkilenmesi olarak alabiliriz. Dış yatırım, dış borçlanma, ithalat ve ihracatı kur etkisine açık işlemler olarak örnek verebiliriz (Gök Kılıç, 2002: 15).

Parasal yaklaşımda risk primi sıfır olarak kabul edilir. Yani kur riski söz konusu değildir. Halbuki gerçek hayatta kur riski vardır ve göz ardı edilemez. Likidite farklılığı, vergi yasaları, siyasal riskler veya kur riskinden kaynaklanan sebeplerle yerli varlıklar ve yabancı varlıkların getirileri aynı para cinsinden birbirine eşit olmamaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 172). Esnek kur sistemine geçilmesi sonucunda kur riski kaçınılmaz olurken, ekonomik ilişkilerde uluslararası boyutlarının artması, küresel pazar

faaliyetlerinin çoğalmasa, yurt içi kadar yurt dışı bağlantılı işlemlerin gerçekleşmesi de bu riski kaçınılmaz kılmış ve işletmelerin en çok üzerinde durması gereken bir konu haline getirmiştir.

Kur Riski, uluslararası ödemelerde yabancı para bazında döviz kurunda dalgalanma sonucu ortaya çıkacak alacak ile borçların, yabancı paranın milli paraya oranla pozitif değer değişmesinden doğacak potansiyel zararları ifade eder. Döviz kuru dalgalı iken net döviz pozisyonunun da açık kalmasına müsaade edilir ise oluşacak kur farkı sonucunda zarar ya da karın oluşması olasıdır. Net döviz pozisyonu açık olduğu zaman, değişik ülkeler için de nakit akımından bahsedilir. İleri bir tarihte yabancı para ödemesi yapacak gerçek veya tüzel kişilerin geçen süre içinde döviz kurunda ortaya çıkan olumsuz dalgalanmadan etkilenererek bir kayıpla karşı karşıya gelme olasılığına döviz kuru riski denilmektedir (Koçak, 2006: 11).

Döviz kuru riski, döviz piyasalarında ulusal paraların karşılıklı değer kazanmasıyla da değer kaybetmesinden kaynaklanır. Ticaret hacminin artması, dış ticaret muamelelerinin öneminin artması, para ve sermaye hareketlerin de serbestlik olması sonucu uluslararası finans piyasalarında gelişmeler yaşanması döviz kurlarında ki dalgalanmaların büyük olmasına sebep olabilmektedir (Uludağ ve Arıcan, 2001: 376).

İşletmelerin döviz kuru riski ile karşı karşıya gelebilecekleri durumlar şunlardır (Zanbak, 2008: 20);

- İhracatçının, kullandığı ulusal para ile ihracat tutarını tahsil edeceği paranın birimi farklı değere sahip ise,
- İhracatçının yabancı para üzerinden tahsil edilmesi veya ödenmesi gereken borç alacak ilişkisi mevcutsa ve yabancı paranın paritesinde dalgalanma söz konusu ise,
- Kendi lke para birimi dışında bir para birimi ile işlem gören çokuluslu bir işletmenin yaptığı ithalat, yatırım ve üretim faaliyetleri söz konusu ise,
- Yurt dışında hizmet veren bir işletmenin, hizmeti yerine getirirken yaptığı harcamalar ve hizmetten doğacak alacaklarının tahsili farklı para birimi üzerinden ve para birimi değerlerinde farklılık söz konusu ise, Ekonomik aktörler döviz riskiyle karşılaşılabilir.

Esnek kur sisteminin yürürlükte olduğu ekonomilerde, geleceğe dair belirsizlikler söz konusu olduğu için, ithalat ve ihracat ile uğraşan yatırımcıların kur riskinden korunabilmeleri açısından "hedging" işlemi önemli duruma gelirken, faiz arbitrajı ile uğraşanlar ve spekülâtörler açısından durum çok farklıdır. Çünkü onlar iki ülke arasındaki faiz oranı ve döviz kurunun oransal farklılığından faydalanarak kazanç elde etme amacı içerisinde dirler (Tuncay 2010: 17). Döviz kurunda oluşan değişim işletmelerin rekabet gücünü ve kazançlarını etkileyen önemli bir faktör olmasına karşın işletmeler üzerindeki etkisi aynı değildir. Bu etki şirketlerin özelliklerine ve finansal yönetici konumundaki kişilerin riskin derecesini görme ve çözme yeteneğine göre farklılıklar gösterir.

Döviz kuru riskini, meydana geliş şekline göre genellikle; işlem riski, çevirme riski ve ekonomik risk olarak üç grupta ele almak mümkündür (Ayva, 2007: 32).

İşlem Riski: İşlem riski beklenen nakit akımlarını döviz kuru hareketlerinin doğrudan etkilemesiyle ortaya çıkan, muhtemel kar ya da kayıplar şeklinde nitelendirilebilir. Belirli bir vade sonunda, döviz karşılığı ödeme yapacak şirketin anlaşmaya varıldığı tarihteki döviz kurunda oluşacak değişikliklerden dolayı işlem riski ile karşılaşması söz konusudur. Şirket bunun neticesinde yerli para birimi cinsinden daha çok nakdi ödeme yapmak durumunda kalabilir (Ulutürk, 2009: 59).

Yabancı para cinsinden yapılan işlemler sonucunda kurdaki dalgalanmalar sebebi ile gelecekte oluşacak nakit giriş veya çıkışında meydana gelecek belirsizlik veya zarar işlem riski olarak tanımlanabilir. İşlem riski, işletmeleri geleceğe ait giriş çıkış işlemlerini önceden belirlenmiş sözleşmeler ile yapmasından dolayı literatürde sözleşme riski şeklinde de adlandırılmaktadır. Ekonomik riskin de parçası olduğunu söylemek mümkündür. İthalatçı bir işletme yabancı para birimi üzerinden sözleşme yaptığında, milli paranın yabancı paraya karşı değer kaybına uğraması durumunda işletme zarara uğramış olacaktır. Buda işletme için kur farkının doğurduğu bir işlem riskidir.

İşlem riskine sebep olan bazı işlemler şöyledir (Kadıoğlu, 2004: 3);

- Yabancı para birimi üzerinden fiyatlandırılmış mal ve hizmetlerin vadeli olarak alınması ya da satılması durumu. Örneğin, Türkiye'deki uluslararası bir işletme Almanya'da işlem gören bir işletmeden üç ay vadeli mal alması ve mal alım sözleşmesinin avro cinsinden yapılması,

- Yabancı para birimi üzerinden borç ödemeleri; örneğin, Fransa işletmesinin Türkiye'deki bankadan TL olarak kredi alması,
- Ülke dışında bulunan bağlı şirketlerin ana şirkete ödeme yapması. Örneğin, Amerika'daki birçok uluslu şirkete İngiltere'de bulunan bağlı şirketinden gelecek zamanda yapılacak ödemeler.

İşlem riski, anlaşma yapılan tarih ile ödemenin gerçekleştirildiği tarihe kadar geçen zaman aralığında ortaya çıkan döviz kur farkı ile şirketin nakdi kayba uğraması işlemidir. Bu durum işlem riskinde zaman faktörünün önemini ortaya koyar. Zaman faktörü kadar kur oynaklığının derecesi de önemlidir.

Çevirme Riski: Çevirme riski, dönüştürme riski, bilanço riski, muhasebe riski gibi değişik isimlerle ifade edilebilmektedir.

Çok uluslu şirketler bakımından etkili olan risk türüdür. Çok uluslu şirketlerin yabancı ülkelerde de şubeleri bulunmakta ve şubeler yer aldıkları ülkelerin para birimleri üzerinden faaliyet göstermekte bilançolarını bu para birimi ile tutmaktadır. Şube bilançoları ana şirkette toplanarak birleştirilir ve konsolide şirket bilançosu elde edilir. Birleştirme işlemi yapılmadan önce her biri farklı bir para birimi ile kaydedilmiş şubelerden gelen bilançoların alacak ve borç kayıtları ana şirket parasına dönüştürülür. Bilançolardaki alacak borç işlemleri değişik tarihlerde işlendiği için o anki kur mu yoksa işlemlerin yapıldığı tarihteki kur mu esas alınacak? Her birinin ana ülke parası türünden karlılığı farklı olacaktır. Şube şirket bilançolarının farklı kurlardan dönüşmesi sebebiyle ana şirket için ortaya çıkan kar veya zarara dönüştürme etkisi denir. Bu kar zarar tablosu şirketin genel durumunu ortaya koyar ve pay senetlerinin borsa değerini etkiler. Pay sahipleri açısından son derece önemlidir. Şirket açısından da şubelerin durumunu görme ve strateji belirleme açısından önem arz eder (Seyidoğlu, 2003: 272).

Bilanço riski ismi ile de adlandırılan bu risk, muhasebenin döneminden diğer döneme kadar geçen sürede ulusal olmayan para türündeki pasif ve aktiflerin yerli para olarak değerlerinin, fiziki işleme maruz kalmaksızın döviz kurlarındaki değişimini ifade etmektedir. Yani muhasebe kayıtları için, döviz cinsi olarak belirlenmiş olan aktif ve pasiflerin bilanço da yerli para birimine dönüştürülmesi sonucu oluşan risk türüdür (Zanbak, 2008: 22).

Ekonomik Risk: Ekonomik risk, anlaşma söz konusu olsun ya da olmasın, bir işletmenin nakit akış tablosu içindeki döviz kuru riskini anlatmaktadır. Bir şirketin ne ölçüde ekonomik değere sahip olduğunu beklenen gelecek nakit akımlarının bu günkü değerine bakarak anlarız. Kur değişimleri ise nakit akımlarının bugüne ait reel değerleri üzerinde etkilidir. Bu durum da işletmenin piyasada ki pay senetleri değeri üzerinde etkili olmaktadır (Ulutürk, 2009: 61).

Ekonomik risk, gelecekteki nakit akımlarındaki oluşabilecek beklenmeyen değişimlerden kaynaklanmaktadır. Ekonomik risk işlem riskini ve muhasebe riskini de kapsar durumdadır. Çünkü nakit akımı, işlem riski de etkilerken, nakit akımında değişikliğe sebep olan olgular işlem riskini oluşturmazabilir. Lakin işletmeyi kur etkisine açık duruma getirerek ekonomik yönden etkileyebilir. Ekonomik risk, şirketin uluslararası rekabet gücüne dayalı değişim potansiyeline bağlı, gelecekte beklenen nakit akımları ile de ilgilidir. Şöyle ki ekonomik risk bilinmeyen uzun dönem nakit akımlarını kapsarken, işlem riski bilinen kısa dönem sözleşmelere bağlanan işlemleri içermektedir. Ayrıca kur değişimlerinin ekonomik etkileri yalnız uluslararası ticaret yapan şirketlerde değil, aynı zamanda yerel diğer şirketlerde de görülmektedir. İşletmenin gelecekteki nakit akımlarının tümü bilançoda gösterilmezken, ekonomik riskte beklenen nakit akımlarının bugünkü değerlerindeki değişimlerle tanımlanan işletme değerinin bir ölçüsü olarak ekonomik riskte kabul edilir. Özetlemek gerekirse (Solakoğlu, 2005: 43- 44);

- İşletme büyüklüğü ile kur arasında negatif ilişki söz konusu olduğundan, İşletme ölçeğinin büyüklüğü oranı kadar kur riski düşüktür.
- İşletmenin yaşı ile kur arasında negatif ilişki söz konusu olduğundan, faaliyette olduğu yaş ne kadar büyükse, kur riski o kadar düşüktür.
- İşletmenin uluslararası düzeyde yaptığı işlemi ne kadar büyükse, kur riskine maruz kalma oranı o kadar yüksektir.
- İşletmelerin ihracat geliri ile kur riski arasında pozitif ilişki olmasına rağmen, işletmenin ihracat geliri arttıkça, kur riski katsayısı düşmektedir.

1.2.5.1. Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan Yöntemler

Olası bir kur riski olduğunda bundan sadece dış ticaret ve dış mali işlemlerle ilgili işletmeler etkilenmezler, iç piyasaya dönük faaliyette bulunan işletmelerde

etkilenirler. Çünkü kur değişimi ülke genelinde, fiyat artışlarının bir sebebi ve işletme maliyetleri ile satış fiyatlarını yakından ilgilendirir. Kurun düşmesi iç pazarda yerli olmayan malların, yerli mallar karşısında fiyatını düşük hale getirirken, kurun yükselmesi pahalı hale getirir; bu durumdan da yurt içi işletmeler etkilenir. Yöneticiler döviz kurundaki değişimlerin şirket üzerindeki etkilerini belirleyerek oluşması muhtemel zararı minimuma indirmek hatta bir kar pozisyonuna çevirerek bu karı maksimuma çıkarmakla ilgili tedbirleri almakla yükümlüdürler (Seyidoğlu; 2003: 246).

Döviz kuru riski yönetimin de temel hedef, kar etmek değil, riski minimize etmektir. Bu şekilde işletmeler, açık durumdaki döviz pozisyonlarını kapatırlar böylece kendilerini koruma altına alırlar ve potansiyel kayıplarını azaltmış olurlar (Ceylan, 2003: 376). Uluslararası ticaret esnasında işlemlerin başladığı andaki döviz kuru ile bitiş zamanındaki döviz kuru arasında farklılık oluşması olağandır. Dış ticaret işleminin tamamlanma süreci içerisinde döviz kurunda oluşan değişiklikler ithalatçının veya ihracatçının, zararlı veya kazançlı çıkmasına olanak tanır. Döviz piyasası hedging ile döviz kuru riskinden korunmayı sağlar (Ayva, 2007: 32).

Şirketler için zarar ve maliyete sebep olan döviz kuru riskinin kar olasılığı da mümkündür. Bu sebeple fonlarını iyi yöneten şirketlerin bu şekilde sağlayacakları ek gelirlerle rakiplerine karşı üstünlük elde etmeleri ve kuvvetli bir şirket imajına sahip olma olasılıkları mümkündür. Şirketler uluslararası faaliyet göstermeseler dahi döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalabilirler. Ulusal paranın ulusal olmayan para karşısındaki değer değişikliği ulusal şirketlerin faaliyetlerine de etki etmektedir (Zanbak, 2008: 20).

Türev piyasalarda yapılan sözleşmeler de döviz kuru riskinden korunmak için sıklıkla tercih edilir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 34).

İşlem riskinde koruma altına alınacak risk, dövizle bağlı bir ticari işlemde, dış borç ya da dış yatırımdan fazla ya da eksik pozisyondan kaynaklanıyor olabilir. Seyidoğlu (2003) işlem riskini sözleşmeli korunma ve işletme stratejileri ile korunma şeklinde iki başlıkta toplamıştır. Sözleşmeli korunma; vadeli sözleşmelerle korunma, anında teslim piyasası yoluyla, gelecekte işlem piyasasında, swap piyasası yoluyla ve opsiyon piyasası güvencesi korunma yöntemlerini kullanırlar. İşletme stratejileri ile korunmada, ödemeleri geciktirme veya öne alma, ulusal para birimi ile faturalandırma, yeniden faturalandırma, risk paylaşımı yöntemleri kullanılır.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN LİTERATÜR ARAŞTIRMALARI

2.1. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde pay senedi ve döviz kuru ilişkisini inceleyen ulusal ve uluslararası çalışmalara yer verilmiştir.

Bahmani-Oskooee ve Sohrabian (1992), 1973-1988 tarihleri arası ABD S&P 500 endeksi ve döviz kuru ilişkisini Granger nedensellik kavramı ve eşbütünleşme tekniği ile aylık verileri kullanarak araştırmışlar, çalışma sonucunda uzun dönem ilişkisi söz konusu değilken kısa dönemde çift yönlü ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmışlardır.

Ajayi, vd. (1998), 1985:04- 1991:08 dönemini kapsayan 7 gelişmiş ülke ve 1987:12- 1991:09 dönemini kapsayan 8 gelişmekte olan ülke için günlük veriler ile Granger Testi uygulanmış ve pay senedinden döviz kuruna tek yönlü bir ilişki söz konusu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kanas (2000), 1986:01- 1998:02 (Fransa 1993: 12) dönemini kapsayan 6 sanayi ülkesi (İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya, Kanada ve ABD) EGARCH Modeli uygulanarak günlük veriler dâhilinde araştırılmıştır. Çalışma sonucunda Almanya dışındaki ülkeler için pay senedinden döviz kuruna negatif etkileşim görülmüştür.

Granger vd. (2000), Asya gribi verileri kullanılarak pay senedi ve döviz kurları arasındaki uygun Granger ilişkilerini belirlemek için yakın zamanda geliştirilen birim kök ve eşbütünleşme modellerini günlük verileri kullanarak uygulamaktadır. Güney Kore'den gelen veriler geleneksel yaklaşımla uyumlu tespit edildi. Yani, döviz kurları pay senedi fiyatlarında değişime yol açmaktadır. Öte yandan, Filipinler'in verilerinde, pay senedi fiyatlarının döviz kurunu negatif etkilediği görülmektedir. Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland ve Tayvan'dan elde edilen veriler güçlü geri bildirim ilişkilerine işaret ederken, Endonezya ve Japonya'daki veriler tanınabilir herhangi bir örnek veri ortaya koyamadığı görülmüştür.

Nieh ve Lee (2001), 1993:10- 1996:08 dönemini G-7 ülkelerinin pay senedi ve döviz kurunun günlük verilerini, Johansen maksimum olasılık eşbütünleşme testi kullanarak araştırmış ve çalışmanın sonucunda değişkenler arasında uzun dönemde

ilişki bulunamamış fakat kısa dönemde bazı G-7 ülkelerinde sadece bir günlük kısa dönem anlamlı ilişki mevcuttur.

Smyth ve Nandha (2003), 1995:01- 2001:11 dönemi için 4 Güney Asya pay senedi ve döviz kuru günlük verileri eşbütünleşmede Johansen ve nedensellik için Granger testi uygulanmış, uzun dönemde ilişki söz konusu değilken kısa dönemde Hindistan ve Sri-Lanka'da döviz kurlarından pay senedine tek yönlü negatif bir ilişki vardır. Ancak Bangladeş ve Pakistan'da bir nedensellik bulunamamıştır.

Ayvaz (2006), zaman serisi analizlerine 1991- 2004 dönemi aylık veriler kullanılarak, IMKB Ulusal Endeksi ile mali, sanayi ve hizmet sektörüne ait pay senedi endeksleri ile döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada döviz kuru olarak ABD Doları kullanılmıştır. Kullanılan verilerde hizmet sektörü için başlangıç endeksi, 1997:1, diğerleri ise 1991:1 dönem sonu endeksi de 2004:12 dönemi kullanılmıştır. Johansen eşbütünleşme testiyle hizmet sektörü hariç diğer iki sektörün döviz kuru ile uzun dönemli ilişki söz konusu iken, Hizmet Sektörü ile döviz kuru arasında ilişki söz konusu değildir. Granger nedensellik testi ile döviz kurunun Ulusal 100 Endeksi, Mali Sektör ve Sanayi Sektör arasında çift taraflı nedenselliğin olduğu görülmüştür.

Tabak (2006), çalışmasında, Brezilya için pay senedi fiyatı ile döviz kuru arasındaki dinamik ilişkiyi 1994:08- 2002:05 dönemi günlük verilerini kullanarak değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda uzun dönem bir ilişki bulunamamış, Granger nedensellik testi ile pay senedi fiyatından döviz kuruna doğru nedensellik ilişkisi gözlemlenmiştir

Özmen (2007), çalışmasında 1989-2006 yılları arası döviz kuru ve IMKB-100 endeksi günlük verileri kullanılarak Toda ve Yamamoto Nedensellik Testi (1995) nedensellik testi uygulamıştır. 1989-1994 ve 1994-1999 dönemleri dışında, döviz kuru pay senedi arasında çift yönlü nedensellik söz konusudur. Kriz öncesi ve 2000 yılı analiz dışında bırakıldığında uzun dönem tek yönlü bir etkileşim oluşmaktadır.

Erbaykal ve Okuyan (2007), 1990'dan başlayan ve 2007'nin mayıs ayına kadar uzanan zaman aralığını geliştirmekte olan 13 ülke üzerinde her ülkeye göre farklı aralık olarak inceledikleri çalışmada aylık veriler kullanarak sınır testi ve Yamamoto nedensellik testlerini uygulamışlardır. Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Malezya, Tayland, Güney Kore ve Meksika'dan oluşan 6 ülkede eşbütünleşme ilişkisi bulunmuştur.

Ülkelerin 8'inde uzun dönem nedenselliğe ulaşılmış ve Macaristan pozitif katsayı vermiştir. Güney Kore, Malezya ve Brezilya'da çift yönlü ilişki söz konusu iken; Tayland, Endonezya, Filipinler, Meksika ve Macaristan pay senedinden döviz kuruna nedensellik vardır. Türkiye dâhil Çek Cumhuriyeti, Çin, Şili ve Hindistan nedenselliğe sahip değildir.

Dizdarlar ve Derindere (2008), Türkiye için pay senedini etkileyen faktörleri bulmak amacıyla 2002:01- 2007:12 dönemine ait aylık veriler kullanılarak değişik dönemler ve değişik modeller için bir araştırma yapmışlardır. Araştırmada 14 makroekonomik değişken çoklu doğrusal regresyon ile analiz edilmiş ve analiz sonucuna göre yalnızca döviz kurunun, pay senedini etkilediği ve ilişki yönünün negatif olduğu saptanmıştır.

Türker (2009), bağımsız dalgalı kur ve para birliği kur rejimi kullanan, gelişmiş, yükselen ve gelişmekte olan seçilmiş 9 ülkenin döviz kuru pay senedi getirileri arasındaki kısa vadeli ilişkiyi 02/01/2003- 31/12/2007 tarihleri arası günlük veriler VAR modeli ve Granger Testi kullanılarak incelenmiştir. Gelişmiş ekonomiye sahip; Almanya, Fransa, İtalya'da her hangi bir ilişkiye rastlanamazken, Birleşik Krallık ve Kanada da döviz kuruna pay senedinden tek yönlü ve negatif bir ilişkisi söz konusu ve Japonya da ise pay senedine döviz kurundan pozitif yönlü bir ilişki gözlemlenmiştir. Yükselen ekonomi içerine giren ülkelerden Brezilya'da pay senedinden döviz kuruna tekyönlü ve negatif bir etki varken, gelişmekte ve yükselen ülke Polonya ve Türkiye döviz kurundan pay senedine tek yönlü negatif ilişkiye sahiptir.

Çiçek (2010), 02/01/2004- 30/04/2008 dönemine ait Türkiye için pay senedi, döviz ve devlet iç borçlanma senetleri, arasındaki fiyat ve oynaklık yayılma etkilerini Johansen eşbütünleşme ve Çok Değişkenli EGARCH Modeli ile incelemiştir. Çalışma sonucunda döviz piyasaları ve pay senedi arasındaki oynaklık yayılma etkisinin çift yönlü iken, fiyat yayılma etkisi pay senedinden döviz kuruna doğru tek yönlü ve negatif olduğu tespit edilmiştir.

Ulaş (2010), çalışmasında 2000-2009 dönemini kapsayan enflasyon, dolar- avro kurları ve IMKB endeks kapanışları aylık verileri kullanılarak Regresyon Modeli ve Varyans analizi ile enflasyon, döviz kuru ve pay senedi ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmada

enflasyon ile pay sendi arasındaki ilişki yok denecek kadar az iken döviz kuru ile negatif yönde bir etkileşim bulunmuştur.

Doğukanlı vd.(2010), Ocak 1999- Haziran 2009 dönemine ait veriler kullanarak yaptığı çalışmada Johansen eşbütünleşme testi uygulamıştır. İMKB'ye ait 3 ana sektörün 15 alt sektörü olarak ele alınırken, döviz kuru da dolar ve avro olarak ayrı ayrı test edilmiştir. Günlük verilerin alındığı çalışma uzun dönemde sektörler ile döviz kurlarının beraber hareket ettiği ve döviz kuru duyarlılığının sektöre göre farklılık gösterdiği görülmüştür. Hizmet sektörünün mali sektöre göre hem dolar hem de avro kuru dikkate alındığında, çok daha yüksek katsayılı forex betaya sahip olduğu görülmüştür.

Elmas ve Esen (2010), çalışmalarında Türkiye'yi de içine alan altı farklı ülkenin yerel pay senetleri ile kur arasındaki ilişkinin durumunu aylık verileri kullanarak araştırmışlardır. Araştırmada zaman serisi analizleri ve eşbütünleşme testleri kullanılmıştır. Engle-Granger testinde hiçbir ülke için eşbütünleşme ilişkisine rastlanmazken, Johansen eş-bütünleşme testinde Türkiye ve Rusya da değişkenler arasında uzun dönemli ilişki saptanmıştır. VAR ve VEC modellerinin uygulandığı çalışmada, çiftlerin hepsinde tek yönlü bir nedensellik söz konusudur. Bu ilişki değişkenlerin 4'ünde kurdan pay senedine doğru iken 2'sinde pay senedinden döviz kuruna olarak görülmüştür. Yazarlar bu sonuçlar dâhilinde Türkiye'nin de içinde yer aldığı 4 ülkenin "Geleneksel Yaklaşım", 2 ülkede ise "Portföy Yaklaşım" olduğunu belirtmişlerdir.

Sayılgan ve Süslü (2011), panel veri modeli ile 1999–2006 yılları arasındaki dönemi kapsar nitelikte 11 gelişmekte olan ülkedeki makroekonomik faktörlerin pay senedi getirilerine etkisini incelemişlerdir. Ampirik bulgu sonuçları neticesinde, çalışma kapsamındaki bu 11 ülkedeki pay senedi getirilerinin; döviz kurundan, negatif yönlü bir ilişki ile etkilendiği saptanmıştır.

Savaş ve Can (2011), Euro-Dolar Paritesi ve Tüfe bazlı Reel Döviz Kuru'nun İMKB 100 Endeksi üzerindeki etkisi 2000:01– 2009:06 dönemlerinin aylık verileri kullanılarak, Çoklu Doğrusal Regresyon ile Granger Testi yapılarak incelenmiştir. Araştırmaya göre; değişkenler arasında pozitif yönde bir ilişki söz konusu iken, İMKB

100 Endeksi'nden hem Döviz Kuru Endeksi hem de Euro-Dolar Paritesine doğru bir nedensellik bulmuşlardır.

İşcan (2011), zaman serisi analizlerinin kullanıldığı çalışmada 03/12/2001-12/12/2009 dönemini ele almıştır. Avro ve doların pay senedi üzerine etkisini Türkiye üzerinden günlük veriler kullanılarak araştırılmıştır. Uzun dönemli ilişkiden söz edilemezken, nedensellik bakıldığında pay senedinden döviz kuruna negatif yönde bir etki tepki söz konusudur.

Mgammal (2012), 2008:01– 2009:12 dönemi için iki körfez ülkesi Suudi Arabistan (KSA) ve Birleşik Arap Emirliği (BAE) aylık verilerine doğrusal regrasyon yöntemini uygulayarak araştırmış, uzun vadede BAE için, döviz kuru ile borsa fiyat endeksinin negatif yönde önemli bir ilişkisi olduğu gözlemlenirken KSA için, ilişkinin pozitif olduğu fakat kısa vadede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Tsai (2012), Ocak 1992 ve Aralık 2009 dönemine ait aylık verileri kullanarak 6 Asya ülkesi için (Singapur, Tayland, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayvan) Kuantil Regresyon modeli uygulamış ve pay senedi ile döviz kuru değişkenleri arasındaki ilişkinin negatif olduğunu tespit etmiştir.

Yurttançıkırmaz (2012), 1994:1- 2010:12 dönem aralığına ait tüketici fiyatları endeksi, İMKB-100 endeksi ve döviz kuru aylık verileri kullanılarak; enflasyonun ve döviz kurlarının pay senedi getirileri üzerindeki etkisi zaman serisi analizleri ile Granger nedensellik testi yapılarak araştırılmış ve döviz kurlarının pay senedi getirisi üzerinde düşük düzeyde ve negatif yönde etkisi olduğu sonucu bulunmuştur.

Berke (2012), Döviz kuru ve pay senedi ilişkisini, FMOLS, CCR ve DOLS analizleri ile 01/04/2002- 31/07/2012 dönemleri için İMKB100 endeksi ve döviz kuru günlük verileri kullanılarak incelemiştir. Testlerin sonuçlarına göre değişkenler arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Mutluay ve Turaboğlu (2013), İMKB'de koteli 55 işletmenin performansının, döviz kurundan etkilenip etkilenmediği 1997-2007 dönemine ait veriler kullanılarak, regresyon modeli ile belirlemeye çalışılmıştır. İşletme performanslarının döviz kurlarında oluşan değişimlerden, gecikmeli bir biçimde etkilendiği ve bu etkilenme düzeyinin, yurt dışı satışları ile ters yönde bir ilişki içinde bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aktaş ve Akdağ (2013), 11 adet temel ekonomik faktörün pay senedi fiyatları ile olan ilişkisi, 2008-2012 dönemlerine ait aylık veriler dâhilinde, Granger Testi ve Çoklu Doğrusal Regresyon yöntemi kullanılarak araştırmışlardır. BIST-100 endeksi ve Dolar kuru ilişkisinin negatifliği söz konusu iken, avro kurunun pay senedi fiyatları üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Akel ve Gazel (2014), Avro/TL Döviz Kuru, Dolar Endeksi, Sanayi Endeksi, ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi arasındaki uzun ve kısa dönemli denge ilişkilerinin varlığı; 2005:01- 2013:12 dönemine ait aylık verileri kullanılarak ARDL Sınır Testi ile incelemiş ve Döviz Kuru Endeksi, Euro/TL Döviz Kuru ve Dolar Endeksinin Borsa İstanbul Sanayi Endeksi üzerinde hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönde anlamlı bir etki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Şentürk ve Dücan (2014), çalışmalarında aylık ortama alınarak pay senedi ile faiz oranı ve döviz kurunun ilişkisi, 1997:01- 2013:05 dönemi verileri dâhilinde, Granger Nedensellik Testi ile VAR analiz modeli kullanarak araştırmışlardır. Çalışma sonucunda faiz oranı ve dolar kurunun borsa endeksini negatif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmış, faizin doları ve doların da endeksi etkilediği ifade edilmiştir.

Keser (2015), pay senedi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi kinetik enerji ve potansiyel ilişkisi yönünden kriz dönemi ve normal dönem olarak iki döneme ayırarak çalışılmıştır. 1994, 1997 ve 2001 yıllarını kriz dönemleri olarak, 2003-2006 yıllarını ekonomik yönden istikrarlı dönemler olarak, BIST 100 ve dolar kuru günlük verileri üzerinden faz düzlemi aracılığı ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda pay senedi piyasasının kriz dönemlerinde, döviz kurunun ise ekonomik istikrarın sağlandığı dönemlerde hareketliliğinin, yani enerji değişim oranının daha etkili olduğu saptanırken, bu değişkenler arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Khan ve Ali (2015), 1992:01- 2013:02 dönemi Pakistan'daki döviz kuru ve borsa fiyatlarındaki dalgalanmalar arasındaki nedensellik yönünü aylık verileri birim kök testi, GARCH modeli ile Granger analizini kullanarak araştırmışlar ve değişkenler arasında çift yönlü ilişkiye ulaşmışlardır.

Özkul ve Akgüneş (2015), çalışmalarında faiz oranı, TUFİ, ihracat birim değeri endeksi, sanayi üretim endeksi, işsizlik oranı, altın, para arzı, BIST 100 endeksi ve döviz kuru olmak üzere 9 makroekonomik faktörün BIST 10 Banka getirisi üzerindeki

etkisini, 2010:01-2014:07 dönemine ait aylık veriler çoklu doğrusal regresyon modeli ile incelemişlerdir. BİST 10 Banka getiri endeksi ile BIST 100 getiri endeksinin pozitif ilişkisi gözlemlenirken, döviz kurunun her hangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Altunöz (2016), pay senedi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi, gelişmekte olan 10 ülke için 1997- 2013 yılları arası aylık veriler kullanılarak ARDL Yaklaşımı (sınır testi) ile incelemiştir. Test sonuçlarına göre pay senedi bağımlı değişken olduğunda Çin, Hindistan ve Romanya’da, döviz kuru bağımlı değişken olduğunda Türkiye, Meksika, Şili ve Filipinler’de eş bütünleşme tespit edilmiştir. Meksika ve Hindistan dışındaki bütün ülkeler uzun dönemde istatistikî olarak anlam ifade etmektedir. Hindistan, Endonezya, Şili, Romanya ve Türkiye’de döviz kuru ve pay senedi arasında bir nedenselliğe rastlanmazken, Çin, Malezya, Brezilya ve Meksika’da çift yönlü nedensellik olduğu sonucu çıkmıştır. Filipinler’de döviz kurundan pay senedine doğru tek yönlü bir ilişki söz konusudur.

Akıncı ve Küçükçaylı (2016), 1997:07- 2013:12 dönemine ait verileri kullanarak 12 ülke ile yaptıkları çalışmada uzun dönemli ilişki için Pedroni ve Kao eşbütünleşme analizleri ve neden sonuç ilişkisi için de Granger nedensellik analizleri uygulanmıştır. Çalışma sonucunda borsa endeksi üzerinde döviz kurunun etkisinin anlamlı ve negatif olduğu tespit edilmiştir.

Kendirli ve Çankaya(2016), dönemleri 2009:1-2015:3 arasına ait döviz kuru, enflasyon ve Borsa İstanbul Bankacılık Endeks ilişkisini, Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik Testini aylık verileri kullanarak incelemişlerdir. Çalışma sonucunda Bankacılık Endeksi’nden, döviz kuruna tek yönlü ilişkinin olduğu görülmüştür.

Belen ve Karamelikli (2016), pay senedi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi, ARDL sınır testi ile BIST 100 ve dolar kuruna ait 2006:1- 2014:12 dönemi aylık verileri kullanılarak incelenmiş olup döviz kurunun pay senedine negatif yönde etki ettiğini tespit etmişlerdir.

Gazel (2017), çalışmasında stratejik emtialar ve finansal değişkenlerin ilişkisi için 2002:01 - 2016:09 tarihleri arası günlük verilere ARDL sınır testi uygulamıştır. Uzun dönemde; faiz ile BIST 100 ilişkisinin negatif, petrol, dolar ve BIST 100

ilişkisinin pozitif yönde olduğu görülürken, kısa dönemde BIST 100 ile bütün ilişkilerin negatif bir seyrinde olduğu analiz sonuçlarında görülmüştür.

Budak, Cangi ve Tuna (2017), temel makroekonomik değişkenlerin BIST-30-50-100 endekslerinin üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla yaptıkları çalışmada, 2005:01- 2016:12 dönemlerine ait aylık verilere, ARDL testi uygulamışlardır. Test sonuçlarında BIST-30-50-100 endekslerinin bağımlı değişken olduğu 3 ayrı model kurulmuş, faiz oranı ve döviz kuru ile borsa endeksi arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Polat (2018), işletmelerin piyasa değerine döviz kurunun etkisini OECD üyesi ülkelerin 2000:01- 2016:04 dönemine ait aylık verilerini kullanarak panel veri analiz yöntemi ile araştırmıştır. Sonuç olarak; 11 ülkede (Avusturalya, Danimarka, Japonya, Güney Kore, Meksika, Yeni Zelanda, İsveç, İsviçre, Türkiye, İngiltere ve Euro Bölgesi) pozitif, 7 ülkede (İsrail, Polonya, Macaristan, İzlanda, Kanada, Şili ve Çek Cumhuriyeti) negatif etki söz konusu iken Norveç'e ait etki anlamlı bulunmamıştır. Ayrıca değişkenler arasında nedensellik ilişkisi araştırılmış ve çift yönlü bir nedenselliğin olduğu sonucu elde edilmiştir. Ükelere ait birim etkiler incelenmiş Polonya çift yönlü bir etki gösterirken, 4 ülkede döviz kurundan pay senedine doğru, 7 ülkede ise pay senedinden döviz kuruna doğru tek yönlü nedenselliğin olduğu gözlemlenmiştir.

Atay (2018), BIST 100'de yer alan 10 adet bankanın pay senedi getirilerine etki eden makroekonomik değişkenleri, lojistik regresyon analiz yöntemini kullanarak 2006:01- 2017:12 dönemleri arası aylık verileri kullanarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda makroekonomik değişkenlerden döviz kurunun 7 adet BIST Banka pay senedini negatif yönde etkilediği görülürken 3 banka için anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

Syzdykova (2018), Kazakistan için makroekonomik değişkenlerin pay senedi üzerine etkileri 2000:06- 2017:04 dönemi aylık verileri kullanılarak araştırmıştır. Çalışmada en küçük kareler (EKK), eşbütünleşme ve nedensellik testleri yapılmış ve döviz kuru EKK sonuçlarına göre anlamlı olup pay senedini negatif etkilerken, eşbütünleşme testinde eşbütünleşik çıkmamıştır.

Gazel (2020), 2001:01- 2017:07 dönemleri arası veriler kullanılarak BRICS ülkeleri için döviz kuru, pay senedi ve enflasyon değişkenlerinin aralarındaki

nedensellik ilişkisini Panel Bootstrap Nedensellik testi ile simetrik ve asimetrik nedensellik testleri ile ölçmüştür. Çalışma sonucunda simetrik incelemede Brezilya ve Güney Afrika için döviz kurundan pay senedine bir nedensellik tespit edilirken Hindistan, Çin ve Güney Afrika için pay senedinden döviz kuruna doğru bir nedensellik olduğu bulunmuştur. Sonuçlar negatif bileşenler için incelendiğinde Rusya için döviz kurundan pay senedine ve Güney Afrika için tam tersi bulgular elde edilmiştir.

Altınöz (2020), 2008-2018 yılları aylık verileri kullanılarak BIST 100 için döviz kuru ile pay senedi ilişkisini ARDL eş bütünleşme ve Grenger nedensellik testleri ile araştırmıştır. Analiz sonuçlarında pay senedi ve döviz kuru arasındaki ilişkinin kurdan pay senedine doğru uzun dönemli negatif bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Tablo 2’de pay senedi ve döviz kuru ilişkisini inceleyen ulusal ve uluslararası çalışmalar özetlenerek sunulmuştur.

Tablo 2: Pay Senedi ve Döviz Kuru İlişkisini İnceleyen Literatür Araştırmaları

YAZAR(LAR)- YIL	DÖNEM	YÖNTEM	ÜLKELER	SONUÇ
Bahmani-Oskooee ve Sohrabian (1992),	1973-1988	Granger Nedensellik Testi	ABD	ABD S&P 500 Endeksi ve döviz kuru arasında kısa dönemde çift yönlü ilişki.
Ajayi vd. (1998)	1985-1991 1987-1991	Granger Nedensellik Testi	7 gelişmiş ve 8 gelişmekte olan ülkeler	Pay senedinden döviz kuruna doğru etki.
Kanas (2000)	1986:01 1998:02	EGARCH Modeli	ABD, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa, Kanada	Almanya hariç pay senedinden döviz kuruna negatif etki.
Granger vd. (2000)	1997-1999	Birim Kök ve Eşbütünleşme Modelleri	Güney Kore Filipinler Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland Tayvan Endonezya Japonya	Güney Kore’de döviz kurundan pay senedine, Filipinler’de pay senedinden döviz kuruna negatif etki, Endonezya ve Japonya’da etkileşim yok.
Nieh ve Lee (2001)	1993:10 1996:08	Johansen Eşbütünleşme	Almanya, ABD, Birleşik Krallık,	Pay senedi ve döviz kuru arasında kısa dönem ilişki.

			Fransa, İtalya, Japonya Kanada	
Smyth ve Nandha (2003)	1995:01 2001:11	Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik	Hindistan, Sri- Lanka, Bangladeş, Pakistan	Hindistan ve Sri-Lanka'da döviz kurundan pay senedine kısa dönem negatif ilişki
Ayvaz (2006)	1991:01 2004:12	Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik	Türkiye	Döviz kuru ile Ulusal 100 Endeksi, mali sektör ve sanayi sektörü arasında kısa dönem çift taraflı bir ilişki
Tabak (2006)	1994:08 2002:04	Granger nedensellik	Brezilya	Pay senedi ile döviz kuru arasında uzun dönem bir ilişki bulunamazken, pay senedinden döviz kuruna tek yönlü bir nedensellik
Özmen (2007)	1989- 2006	Toda ve Yamamoto Nedensellik	Türkiye	Döviz kuru ile pay senedi arasında 1989-1994 ve 1994- 1999 dönemi dışında çift yönlü ilişki, kriz dönemi ve 2000 yılı hariç tek yönlü ilişki
Erbaykal ve Okuyan (2007)	1990- 2007	Sınır testi ve Yamamoto Nedensellik	13 ülke	Güney Kore, Malezya ve Brezilya'da çift yönlü, Tayland, Endonezya, Filipinler, Meksika ve Macaristan da pay senedinden döviz kuruna tek yönlü ilişki
Dizdarlar ve Derindere (2008)	2002:01 2007:12	Çoklu Doğrusal Regresyon	Türkiye	Döviz kuru pay senedini negatif etkiler.
Türker (2009)	2003:01 2007:12	VAR ve Granger Nedensellik	Almanya, Fransa, İtalya, Birleşik Krallık, Kanada, Japonya, Brezilya, Polonya Ve Türkiye	Brezilya, Birleşik Krallık ve Kanada'da pay senedinden döviz kuruna negatif, Polonya ve Türkiye döviz kurundan pay senedine negatif, Japonya'da ise döviz kurundan pay senedine pozitif
Çiçek (2010)	2004/01 2008/04	Johansen Eşbütünleşme EGARCH	Türkiye	Pay senedinden döviz tekyönlü ve negatif etki
Ulaş (2010)	2000- 2009	Regresyon	Türkiye	Pay senedi ve döviz kuru arasında negatif ilişki
Doğukanlı vd. (2010)	1999:01 2009:06	Johansen Eşbütünleşme	Türkiye	Uzun dönemde pay senedi ve döviz kuru birlikte hareket etmekte
Elmas ve Esen (2010)	-	Engle-Granger ve Johansen Eşbütünleşme VAR ve VEC	Türkiye, Almanya, Fransa, Hollanda, Rusya, Hindistan	Türkiye, Almanya, Fransa, Hollanda döviz kurundan pay senedine; Rusya ve Hindistan pay senedinden döviz kuruna
Sayılğan ve Süslü (2011)	1999- 2006	Panel Veri Analizi	Türkiye, Ürdün, Rusya, Şili, Arjantin, Brezilya,	Pay senedi getirilerinin; döviz kurundan Negatif etkilendiği

			Macaristan, Polonya, Meksika, Endonezya, ve Malezya	
Savaş ve Can (2011)	2000:01 2009:06	Regresyon ve Granger Nedensellik	Türkiye	Pay senedinden döviz kuruna pozitif ilişki.
İşcan (2011)	2001:12 2009:12	Zaman Serisi Granger Nedensellik	Türkiye	Pay senedinden döviz kuruna negatif yönlü.
Mgammal (2012)	2008:01 2009:12	Regrasyon	Suudi Arabistan Birleşik Arap Emirliği	Döviz kuru ile borsa fiyat endeksinin kısa vadede anlamsız, uzun vadede BAE için negatif, KSA için pozitif ilişki.
Tsai (2012)	1992:01 2009:12	Kuantil Regresyon	Singapur, Tayland, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayvan	Pay senedi ile döviz kuru arasında negatif ilişki.
Yurttañıkırmaz (2012)	1994:01 2010:12	Zaman Serisi Granger Nedensellik	Türkiye	Döviz kuru pay senedini negatif etkiler.
Berke (2012)	2002:04 2012:07	FMOLS, CCR ve DOLS	Türkiye	İMKB100 Endeksi ve döviz kuru arasında negatif ilişki.
Mutluay ve Turaboğlu (2013)	1997- 2007	Regresyon	Türkiye	Döviz kuru pay senedini negatif etkiler.
Aktaş ve Akdağ (2013)	2008- 2012	Regresyon ve Granger Nedensellik	Türkiye	Pay senedini dolar negatif etkiler, avronun etkisi yoktur.
Şentürk ve Dücan (2014)	1997:01 2013:05	VAR Modeli ve Granger Nedensellik	Türkiye	Döviz kuru pay senedini negatif etkiler.
Akel ve Gazel (2014)	2005:01 2013:12	ARDL Sınır Testi	Türkiye	Dolar ve avro endeksleri SINAI'ni kısa ve uzun dönemde pozitif etkiler.
Keser (2015)	1994, 1997 ve 2001 Kriz ve 2003- 2006 Normal	Faz Düzlemi	Türkiye	BIST 100 ve dolar kuru arasında ilişkiye rastlanmamış.
Khan ve Ali (2015)	1992:01 2013:02	GARCH Modeli ve Granger Nedensellik	Pakistan	Döviz kuru ve pay senedi arasında çift yönlü ilişki.
Özkul ve Akgüneş (2015)	2010:01 2014:07	Regresyon	Türkiye	Döviz kurunun BIST 10 Banka getirisi üzerine etkisi yoktur.
Altunöz (2016)	1997- 2013	ARDL	Çin, Endonezya, Hindistan, Malezya, Filipinler,	Çin, Malezya, Brezilya ve Meksika'da çift yönlü, Filipinler'de döviz kurundan

			Brezilya, Şili, Meksika, Romanya ve Türkiye	pay senedine tek yönlü ilişki var, diğer ülkelerde yoktur.
Akıncı ve Küçükçaylı (2016)	1997:07 2013:12	Pedroni Ve Kao Eşbütünleşme İle Granger Nedensellik	12 Ülke	Döviz kurundan pay senedine negatif etki.
Kendirli ve Çankaya (2016)	2009:1 2015:3	Johansen Granger Nedensellik	Türkiye	Endeksten kura doğru tek yönlü ilişki.
Belen ve Karamelikli (2016)	2006:01 2014:12	ARDL	Türkiye	Döviz kurundan pay senedine negatif etki.
Gazel (2017)	2002:01 2016:12	ARDL	Türkiye	BIST 100 ve dolar arasında uzun dönemde pozitif, kısa dönemde negatif etki.
Budak, Cangi ve Tuna (2017)	2005:01 2016:12	ARDL	Türkiye	Döviz kuru ve borsa arasında negatif ilişki vardır.
Polat (2018)	2000:01 2016:04	Panel Veri	OECD	Çift yönlü bir nedensellik ve döviz kurunun pay senedine etkisinin ülkeden ülkeye değişiklik gösterdiği.
Atay (2018)	2006:01 2017:12	Lojistik Regresyon	Türkiye	Döviz kurunun 7 adet BIST Banka pay senedini negatif yönde etkilediği görülürken 3 banka için anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.
Syzdykova (2018)	2000:06 2017:04	En küçük kareler (EKK), eşbütünleşme ve nedensellik	Kazakistan	Döviz kuru EKK sonuçlarına göre pay senedini negatif etkilerken, eşbütünleşme testinde eşbütünleşik değildir.
Gazel (2020)	2001:01- 2017:07	Panel Bootstrap Nedensellik testi ile simetrik ve asimetrik nedensellik testleri	BRICS ülkeleri	Simetrik olarak incelendiğinde Brezilya ve Güney Afrika için döviz kurundan pay senedine bir nedensellik tespit edilirken Hindistan, Çin ve Güney Afrika için pay senedinden döviz kuruna bir nedensellik vardır. Negatif bileşenler için incelendiğinde Rusya için döviz kurundan pay senedine ve Güney Afrika için tam tersi bulgular elde edilmiştir.
Altınöz (2020)	2008- 2018	ARDL	Türkiye	Döviz kurundan pay senedine doğru uzun dönemde negatif ilişki

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA DİZAYNI

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, pay senedi fiyatı ve döviz kuru ilişkisini yükselen piyasa ekonomileri olarak bilinen E-7 ülkeleri özelinde incelemektir. Pay senedi fiyatı ve döviz kuru yatırımcılar tarafından oldukça önem arz eden yatırım araçları içinde yer almaktadır. Çalışmanın bu bölümünde gelişmekte olan ülkelere ait pay senedi fiyatı ve döviz kuru verileri kullanılarak döviz kurlarının pay senedi fiyatı üzerindeki etkilerini panel veri analizi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Temel iki değişkene ilaveten, döviz kurlarını doğrudan etkileme gücüne sahip olan tüketici fiyatları bazında enflasyon oranı da kontrol değişkeni olarak analize dâhil edilmiştir.

3.2. Araştırmanın Veri Seti

Çalışmada kullanılan veriler Türkiye, Meksika, Endonezya, Çin, Hindistan Brezilya ve Rusya olmak üzere 7 ülkenin pay senedi, döviz kuru ve enflasyon oranı verileridir. Çalışmanın zaman boyutu ise 286 aylık veriden oluşmakta ve toplamda 2002 veriyi kapsamaktadır. Çalışmaya ilişkin verilerden pay senedi fiyatları ve döviz kuru verileri Bloomberg veri terminalinden, enflasyon oranları ise Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Araştırmanın kapsamında Ocak 1996-Ekim 2019 dönemi aylık dengeli panel veriler kullanılmıştır. İlgili dönemin dikkate alınmasının temel nedeni, verilere ulaşılma imkânından kaynaklanmıştır. Bu verilerden pay senedi endeksi ve döviz kuru ayın son işlem günü kapanış fiyatını gösterirken enflasyon oranı aylık ortalama şeklinde dikkate alınmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel bilgiler Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Değişkenlere İlişkin Temel Bilgiler

Veri Tanımı	Kısaltma	Veri Kapsamı	Birim	Beklenen İşaret	Kaynak
Pay Senedi Endeksi	PS	Ülke Borsalarının Kapanış Fiyatları	Endeks	Bağımlı Değişken	Bloomberg veri terminali

Döviz Kurları	DK	Ülkelerin Ulusal Paralarının Amerikan Doları Bazında Dolaylı Kotasyonu	USD	-	Bloomberg veri terminali
Enflasyon Oranı	TUFE	Tüketici Fiyatları Bazında Enflasyon Oranları	%	+/-	OECD

3.3. Araştırmanın Metodolojisi

Yatay kesit ve zaman serisi verileri ekonomik araştırmalarda iktisat teorisinin tahminleri çerçevesinde kullanılırlar. Zaman serileri zamana göre değişimi gösterirken yatay kesit serileri birimlere göre değişimi gösterir. Verilerin hem zaman hem de birim içerdiği durumlarda her iki veri türünü birlikte kullanma imkânı veren panel veri analizi yapılması uygun görülür (Güriş, 2015: 2). Panel veride zaman serisinin uzunlukları eşit ise “dengeli panel veri” farklı ise “dengesiz panel veri” diye isimlendirilir. Veri modeli aşağıdaki gibidir (Baltagi, 2011: 305);

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Y_{it} \text{ ve } X_{it}: i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

N birim sayısını, T zaman devresi sayısını, β_0 sabit parametreyi, β_1 eğim parametresini, ϵ_{it} stokastik hatayı gösterir.

Birimsel heterojenitenin sabit tarafından yakalandığı varsayılan modelde (birime özgü sabit etkiler modeli) hatalar hem birimler hem de birimler arası sabit varyanslı ve serisel olarak bağımsız olduğu varsayılır (Metin, 2013: 14).

3.3.1. Yatay Kesit Bağımlılığı

Çalışmada PS, DK ve TUFE değişkenleri arasındaki ilişki eşbütünleşme ve nedensellik analizleri ile incelenmiştir. Eşbütünleşme analizinde kullanılacak yönteme karar verebilmek için serilerin durağanlık derecesini bilmek gerekmektedir.

Panel veri seti, yatay kesit ve zaman serisi değerlerini içerir. Zaman serisinin panel veri setinde var olması sebebiyle ilk aşamada serinin, durağan olup olmadığı incelenmelidir. Durağan olmayan (birim kök içeren) seriler sahte regresyon probleminin oluşmasına neden olabileceği için birim kök testleri ile durağanlık test edilmelidir (Sarıkovanlık vd., 2019: 185). Fakat birim kök testlerinde seriler arasındaki

yatay kesit bağımlılığı konusunda iki görüş öne çıkmaktadır. Bir görüş yatay kesit bağımlılığının varlığı varsayımını, diğeri ise bağımlılığın bulunmadığı varsayımına dayanmaktadır.

Ülkeler arasındaki kesitsel bağımlılık önemlidir. Çünkü globalleşen dünyada ülkeler birbiri ile entegre olmuşlar ve ekonomiler diğeri ülke şoklarına karşı duyarlı hale gelmiştir. Bir ülkede oluşan şok diğeri ülkelere yayılım gösterebilmektedir (Nazlıoğlu vd., 2011: 6618).

Yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmadan yapılan analiz sonuçları, sapmalı ve tutarsız olabilmektedir. Bu nedenle panel veri analizi öncesi serilerde yatay kesit bağımlılığının var olup olmadığı test edilmelidir (Topaloğlu ve Karakozak 2018: 207).

Yatay kesit bağımlılığında $T > N$ (zaman boyutunun yatay kesit boyuttan büyük) olduğu durumlarda Breusch ve Pagan (1980)'nin Lagrange Multiplier (LM) testi, $T < N$ (zaman boyutunun yatay kesit boyuttan küçük) olduğu durumlarda Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CDLM testi kullanılabilir (Mercan, 2014; Nazlıoğlu vd., 2011)

Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan Lagrange Multiplier (LM) testi istatistiği (Pesaran vd., 2008: 107) şu şekildedir:

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij}^2 \quad (2)$$

burada $\hat{p}_{ij}$, bireysel OLS tahminlerinden elde edilen artıklar arasındaki tahmini korelasyon katsayılarıdır..

Pesaran (2004) tarafından geliştirilmiş olan CD testin istatistiği şu şekildedir:

$$CD_{LM} \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \right) \quad (3)$$

LM testinde grup ortalamasının sıfır fakat bireysel ortalamasının sıfırdan farklı olduğu durumlarda elde edilen sonuçlarda sapma eğilimi olabilmektedir. Pesaran vd. (2008) ise LM test istatistiğine varyansı ve ortalamayı ekleyip sapmayı düzeltmişler, bu düzeltmenin ismi sapması düzeltilmiş LM testi (LM_{adj}) olarak ifade edilmektedir (Mercan, 2014, 235).

Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilmiş olan sapması düzeltilmiş LM testi (LM_{adj}) istatistiği (Mercan, 2014: 235) şu şekildedir:

$$LM_{adj} = \left(\frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \quad (4)$$

$$\sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \frac{(T-K-1)\hat{\rho}_{ij} - \hat{\mu}_{Tij}}{v_{Tij}} \sim N(0,1) \quad (5)$$

Burada ortalamayı μ_{Tij} , varyansı V_{Tij} temsil eder. Buradan elde edilecek olan test istatistiği standart normal dağılıma sahiptir. Testin boş hipotezi “yatay kesit bağımlılığı yoktur” şeklindedir (Pesaran, vd., 2008: 108).

3.3.2. Eşbütünleşme Katsayılarının Homojenliği

Analizlere ait bir diğer önem arz eden konu ise, eşbütünleşme eğim katsayılarının homojen mi yoksa heterojen mi olduğu konusudur. Homojen serilerde otoregresif parametreler bütün kesitlerde aynıdır varsayımı hâkimken heterojen serilerde otoregresif parametrelerin her kesit için farklılık gösterdiği kabul edilmektedir. Bu sorunu çözmek için Pesaran ve Yamagata (2008) iki test geliştirmiştir.

Denklem 1 ile eğim katsayılarının homojen olup olmadığı test edilmektedir. Teste ait boş hipotez eğim katsayılarının homojen olduğunu, alternatif hipotez ise heterojen olduğunu göstermektedir. Pesaran ve Yamagata (2008)’nın hipotezleri test edebilmek adına geliştirdiği iki farklı Δ test istatistiği denklemleri aşağıdaki gibidir (Mercan, 2014: 238).

$$\hat{\Delta} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}S-k}{2k} \right) \sim X_k^2 \quad (6)$$

$$\hat{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}S-k}{V(T,k)} \right) \sim N(0,1) \quad (7)$$

Burada N yatay kesit sayısı, S Swamy test istatistiği, k açıklayıcı değişken sayısı ve $v(T, k)$ standart hata olarak ifade edilmektedir.

3.3.3. Panel Birim Kök Testi

Yatay kesit bağımlılığının belirlenmesi sonucunda durağanlığı belirlemek için ikinci kuşak birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Smith vd. (2004) birim kök testi Im, Pesaran ve Shin (2003) tarafından geliştirilen panel birim kök test istatistiğinin bootstrap versiyonu şeklindedir (Uğur, 2019: 93). Bu test $T > N$ (zaman boyutunun yatay kesit boyuttan büyük) olduğu durumlarda geçerlidir (Özcan ve Özmen, 2018: 43).

Testin sıfır hipotezi birim kök vardır, alternatif hipotezi birim kök yoktur şeklindedir. Smith vd. (2004) birim kök test istatistiği denklemi aşağıdaki gibidir (Uğur, 2019: 93).

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{it} \quad (8)$$

Burada t_{iT} zaman serilerindeki ADF-t istatistiklerini ifade eder.

3.3.4. Durbin-Hausman Panel Eşbütünleşme Testi

Panel veri serilerinde zaman serilerinde olduğu gibi uzun dönem ilişkileri incelemek amacıyla eşbütünleşme testleri kullanılmaktadır. Birim kök testleri ile belirlenen durağanlık dereceleri sonucuna göre eşbütünleşme testi yöntemi belirlenmektedir. Çalışmada eşbütünleşmenin varlığı için Westerlund (2008) tarafından geliştirilen ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testi kullanılmıştır.

Ayrıca panel eşbütünleşme testlerinde genel olarak tüm değişkenlerin düzey değerlerinde ya da birinci farkında durağan olması ön şartı bulunmaktadır. Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testinin ise olmazsa olmazı bağımlı değişkenin birinci farkta durağan olmasıdır. Yani bu testte bağımsız değişkenler $I(1)$ ya da $I(0)$ olabilirken, bağımlı değişkenin $I(1)$ olması zorunluluğu bulunmaktadır. Westerlund (2008) tarafından geliştirilen Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testi istatistiği şu şekildedir (Altıntaş ve Mercan, 2015: 365).

$$DH_g = \sum_{i=1}^n \hat{S}_i (\hat{\theta}_i - \hat{\theta}_i)^2 \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it-1} \quad (9)$$

$$DH_P = \hat{S}_n (\hat{\theta} - \hat{\theta})^2 \sum_{i=1}^n \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it-1} \quad (10)$$

Modellerin homojen ve heterojen olmasına göre DH-p istatistiğini homojen, DH-g istatistiğini heterojen modeller için ayrı sonuçlar veren iki test istatistiği hesaplanmaktadır. Bu teste ait boş hipotez eşbütünleşik değil şeklinde iken alternatif (hipotez) eşbütünleşme var şeklindedir. DH-p testinde, H_0 hipotezinin reddi, eşbütünleşme ilişkisinin bütün kesitler için var olduğunu kabul ederken, DH-g testinde H_0 hipotezi reddedildiğinde bazı kesitlerde eşbütünleşme ilişkisinin varlığı devam etmektedir (Göçer, 2013: 5096).

Çalışmamızda pay senedi ile döviz kuru ve enflasyonun ilişkisini belirleyebilmek için iki ayrı model hazırlanmıştır (Polat ve Tatlı, 2019: 11):

Model 1 döviz kuru ile pay senedi arasındaki eşbütünleşme ilişkisini göstermek için hazırlanmış olup denklem 11 de görüldüğü gibi formüle edilmiştir:

$$PS_{it} = \alpha_i + \beta_1 DS_{it} + \epsilon_{it} \quad (11)$$

Model 2 ise enflasyon ile pay senedi arasındaki eşbütünleşme ilişkisini göstermek için hazırlanmış olup, denklem 12 de görüldüğü gibi formüle edilmiştir:

$$PS_{it} = \alpha_i + \beta_1 TUF_{it} + \epsilon_{it} \quad (12)$$

Denkem 11 ve denklem 12’de ülke sayısı i , zaman t ve hata terimi de ϵ ile ifade edilmiştir.

3.3.5. Emirmahmutoğlu ve Köse Panel Nedensellik Testi Nedensellik

Çalışmada Toda-Yamamoto (1995) yaklaşımının Granger nedensellik testinin Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) tarafından panel için geliştirilen ve yeni nesil panel nedensellik testlerinden biri olan Emirmahmutoğlu ve Köse panel nedensellik testi uygun görülmüştür. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) yaklaşımı değişkenler arası nedenselliği hem ülke grubu olarak panel hem de ülke bazında bireysel sonuçlar elde etmeye imkan sağlamaktadır (Kar vd., 2018: 316).

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) yaklaşımı zaman serisinde yer alan Toda-Yamamoto (1995) nedensellik testi mantığı üzerine kurulmuştur. Ayrıca yatay kesit bağımlılığını ve serilerin düzey değerlerini dikkate alan, serilerin $I(0)$ ve $I(1)$ olarak birlikte analiz edilmesine olanak sağlayan bir test olma özelliğine sahiptir. Bu yöntemin ilk aşaması standart bir Panel VAR tahmini ile en uygun gecikme uzunluğunun (p)

belirlenmesidir. Sonrasında p gecikmeye bütünleşme derecesi en yüksek değişkenin bütünleşme seviyesi (d_{max}) eklenir. Son olarak $(p+d_{max})$ gecikme için serilerin düzey değerleriyle Panel VAR modeli tahmin edilir (Yıldırım ve Şahin, 2018: 449).

İki değişkenli VAR modelinin kurulumu aşağıda gösterildiği gibidir.

$$X_{it} = \mu_i^x + \sum_{j=1}^{k_i+d_{max_i}} A_{11,ij} X_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k_i+d_{max_i}} A_{12,ij} Y_{i,t-j} U_{i,t}^x \quad (13)$$

$$Y_{it} = \mu_i^y + \sum_{j=1}^{k_i+d_{max_i}} A_{21,ij} X_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k_i+d_{max_i}} A_{22,ij} Y_{i,t-j} U_{i,t}^y \quad (14)$$

Sistemdeki her bir i için maksimum bütünleşme düzeyini d_{max_i} göstermektedir (Emirmahmutoğlu, ve Köse, 2011: 872). Analizde, tahmin edilen k_i gecikme uzunluğu için değiştirilmiş Wald testi gerçekleştirilir. H_0 hipotezi “y’den x’e nedensel bir ilişki yok” şeklinde oluşturulmuştur.

3.4. Araştırmanın Model ve Hipotezleri

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde pay senedi endeksi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulan model şu şekildedir:

$$PS_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 DK_{it} + \beta_2 TUE_{it} + \epsilon_{it} \quad (15)$$

Araştırma modelinde, pay senedi endeksi bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Döviz kuru temel bağımsız değişken olarak yer alırken, döviz kurlarını doğrudan etkileme gücüne sahip olan enflasyon oranı kontrol değişken olarak analize dahil edilmiştir.

Pay senedi endeksi ile döviz kuru arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak oluşturulan çalışmanın temel hipotezi;

H₀: Pay senedi ile döviz kuru arasında ilişki yoktur.

H₁: Pay senedi ile döviz kuru arasında ilişki vardır

3.5. Araştırmanın Bulguları

Çalışmanın analiz kısmı yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının araştırıldığı yatay kesit bağımlılığı testleri, homojenlik testi ve değişkenlerin durağan olup olmadıklarının tespit edildiği birim kök testleri ile başlamaktadır. Daha sonra değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi inceleyen eşbütünleşme testinde Durbin

Hausman eşbütünleşme testi ve nedensellik testinde ise Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi uygulanmıştır.

3.5.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Analizde kullanılan serilerin durağanlığını tespit etme aşamasında öncelikle hangi kuşak birim kök testinin (birinci kuşak veya ikinci kuşak) kullanılacağına karar vermek için serilerin yatay kesit bağımlılığı içerip içermediğini saptamak gerekir. Yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı LM (Lagrange Multiplier), Breusch ve Pagan (1980), CD (Cross Section Dependent), (Pesaran (2004), CDLM (Pesaran (2004) testleri ile Pesaran, Ullah ve Yagamata (2008) tarafından geliştirilen CDLMadj (Bias-Adjusted Cross Sectionally Dependence Lagrange Multiplier) testi ile araştırılmıştır.

Testlerin hipotezleri:

H₀: Pay senedi ile döviz kuru arasında yatay kesit bağımlılık yoktur,

H₁: Pay senedi ile döviz kuru arasında yatay kesit bağımlılık vardır,

şeklinde. Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 4: Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler	CD Testleri	İstatistik	Olasılık Değeri
PS	LM (Breusch, Pagan 1980)	228.067***	0.000
	CDlm (Pesaran 2004)	31.951***	0.000
	CD (Pesaran 2004)	-11.540***	0.000
	LMadj (PUY, 2008)	71.219***	0.000
DK	LM (Breusch, Pagan 1980)	337.642***	0.000
	CDlm (Pesaran 2004)	48.859***	0.000
	CD (Pesaran 2004)	-8.543***	0.000
	LMadj (PUY, 2008)	32.764***	0.000
TÜFE	LM (Breusch, Pagan 1980)	538.901***	0.000
	CDlm (Pesaran 2004)	79.914***	0.000
	CD (Pesaran 2004)	-7.352***	0.000

	LMadj (PUY, 2008)	37.743***	0.000
TÜM DEĞİŞKENLER	LM (Breusch, Pagan 1980)	1748.904***	0.000
	CDlm (Pesaran 2004)	266.621***	0.000
	CD (Pesaran 2004)	35.431***	0.000
	LMadj (PUY, 2008)	167.891***	0.000

Not: ***, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 4'deki yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına göre serilerin tümünde olasılık değerlerinin kritik değerlerin altında olduğu belirlenmiş ve sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu durum modelde yer alan tüm serilerde %1 anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığının bulunduğunu göstermektedir. Dolayısı ile serilerde birim kök sınaması için ikinci kuşak birim kök testinin kullanılmasına karar verilmiştir. İkinci kuşak birim kök testlerinin en önemli özelliği birimler arasında korelasyon olduğu varsayımına dayanıyor olması ve H_0 hipotezini güçlü bir biçimde reddediyor olmasıdır (Özmen ve Öksüzkaya, 2016: 73).

3.5.2. Homojenlik Hetorejenlik Testi Sonuçları

Panel eşbütünleşme denklemlerinde eğim katsayıların tutarsız tahminleri oluşturmaması için modeldeki sabit ve eğim katsayılarının her bir ülke için homojen mi yoksa heterojen mi olduğu belirlenmelidir. Bu yüzden homojenlik değerlendirmesi Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta Tidle ve Delta Title_{adj} testleri ile yapılmıştır (Mercan, 2014: 237-238).

Pesaran ve Yagamata (2008) Delta testinin hipotezleri:

H₀: Homojenlik vardır.

H₁: Homojenlik yoktur.

şeklindedir. Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5: Homojenlik Sınaması için Yapılan Delta Testi Sonuçları

	Test istatistiği	Olasılık Değeri
Delta_tilde:	-1.871	0.969
Delta_tilde_adj:	-1.881	0.970

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5’da görüldüğü gibi Delta Title ve Delta Title adj testleri sonucuna göre iki modelin de homojen olduğuna karar verilmiştir.

3.5.3. Smith vd. Birim Kök Testi Testi Sonuçları

Panel veri analizinde modelde tutarsız tahminlerin oluşmaması için modeldeki değişkenlere ait serilerin durağan olması gerekir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumlar için birinci kuşak birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığının varlığı durumunda ise ikinci kuşak birim kök testleri geliştirilmiştir. Bu bağlamda, çalışmada değişkenlere ilişkin serilerin durağanlık sınaması için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci kuşak birim kök testi olan Smith vd. (2004) bootstrap birim kök testi kullanılmıştır. Testin hipotezi;

H₀: Seride birim kök vardır.

H₁: Seride birim kök yoktur,

şeklindedir. Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6: Smith vd. (2004) Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Model	Smith Boot	
		t-bar İstatistik (Seviye)	t-bar İstatistik (1. Fark)
PS	Sabit	-1.751 (0.306)	-10.449*** (0.000)
	Sabit ve Trendli	-2.556 (0.145)	-10.501*** (0.000)

DK	Sabit	-2.152** (0.031)	
	Sabit ve Trendli	-2.632* (0.070)	
TUFÉ	Sabit	-3.782** (0.020)	
	Sabit ve Trendli	-3.930** (0.030)	

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 6'daki değişkenlere ait birim kök testinde bağımlı değişken PS seviyesinde birim kök içerirken, bağımsız değişkenler DK ve TUFÉ'nin seviyesinde durağan yani birim kök içermediği görülmüştür. Bu durum değişkenler arasında bir ilişki varlığına bakılabilirliği olumlu kılmış olup eşbütünleşme analizinin yapılması uygun olacaktır.

3.5.4. Durbin Hausman Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Modelde tutarsız tahminlerin oluşmaması için modeldeki değişkenlere ait serilerin durağan olması gerekir. Birim kök testi sonuçlarına göre PS'nin birim kök içerdiği görülmektedir. Bu sebepten eşbütünleşme testine karar verirken, hem yatay kesit bağımlılığını dikkate alan hem de açıklayıcı değişkenlerden bazılarının I(0) olmasına imkan veren Westerlund Durbin Hausman eşbütünleşme testi kullanılmıştır (Westerlund, 2008, 196-199).

Westerlund (2008) tarafından geliştirilen, modellerin homojenlik ve heterojenlik durumuna göre ayrı sonuçları bulunmaktadır. Durbin-Hausman testi kendi içinde iki istatistik içerir. Otoregresif parametrenin homojen olduğu modellerde DH-p istatistiğini, heterojen olduğu modellerde DH-g istatistiğini hesaplamaktadır.

Testin hipotezleri şu şekildedir (Westerlund, 2008: 203).

H_0 : Eşbütünleşme yoktur,

H_1 : Eşbütünleşme vardır.

H_0 hipotezi tüm birimler (panel ve grup) için eşbütünleşme yoktur biçiminde iken; H_1 hipotezi DH-p için “tüm birimler için eşbütünleşme vardır”, DH-g için “bazı birimler için eşbütünleşme vardır” biçiminde oluşturulmuştur. Her iki test istatistiği için H_0 hipotezinin reddedilmesi durumu panelin tümünde eşbütünleşmenin varlığını işaret etmektedir (Westerlund, 2008, aktaran Akel ve İltaş, 2018: 108).

Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7: Durbin-Hausman Eşbütünleşme Testi Sonuçları

	Test	İstatistik	Olasılık Değeri
Model 1	Durbin H Grup	-1.080	0.140
Pay Senedi - Döviz Kuru	Durbin H Panel	-1.757**	0.039
Model 2	Durbin H Grup	-0.666	0.253
Pay Senedi - TÜFE	Durbin H Panel	-1.647**	0.050

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Model 1 pay senedi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi yansıtmakta, Model 2 ise pay senedi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır. Model 1 ve Model 2 test sonuçlarından elde edilen panel istatistiklerinde H_0 hipotezi %5 önem düzeyinde reddedilmektedir. Bu durum panelin genelinde pay senedi ile döviz kuru ve enflasyon arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

Yapılan eş bütünleşme testinde döviz kuru ve enflasyonun uzun dönemde pay senedi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple ilişkinin yönünü belirlemek adına nedensellik testi yapılması uygun bulunmuştur.

3.5.5. Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları

Çalışmada değişkenlerin sebep sonuç ilişkisini belirlemek için Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi uygulanmıştır. Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) yaklaşımı değişkenler arası nedenselliği hem ülke grubu olarak panel hem de ülke bazında bireysel sonuçlar elde etmeye imkan sağladığı için diğer nedensellik testlerinden daha avantajlıdır (Kar vd., 2018: 316).

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi değişkenlerin durağanlığına ya da eşbütünleşik olup olmaması gibi ön sınamaya ihtiyaç duymazken yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir testtir. Çünkü panel istatistikleri için kritik değerler bootstrap'ten türetilmiştir (Özcan, 2016: 207).

Seriler aynı düzeyden durağan değilken mesela değişkenler $I(1)$ ya da $I(0)$ olabilirken, aralarında eşbütünleşme olsun ya da olmasın kullanılabilen bir testtir (Emirmahmutoğlu ve Köse, 2011).

Bu yöntem için ilk olarak standart bir Panel VAR tahmini yapılmaktadır. Uygun olan gecikme uzunluğu (p) belirlendikten sonra maksimum entegrasyon derecesi ($dmax$) eklenir. Son olarak gecikme düzeyi ($p + dmax$) değişkenlerinin düzey değerleri ile bir Panel VAR modeli tahmin edilir (Göçer, 2013: 132; Kılıç, Buğan ve Özbezek, 2016: 1139; Emirmahmutoğlu ve Köse, 2011: 871–872; Topallı, 2016: 89 aktaran Kiracı ve Bakır, 2019: 34)

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testinin hipotezleri:

H₀: Nedensellik yoktur

H₁: Nedensellik vardır

şeklindedir.

Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 8, Tablo 9 ve Tablo 10,'da gösterilmiştir.

Tablo 8: Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları PS ve DK İlişkisi

Nedensellik Yönü		PS→DK		DK→PS	
Ülke	Gecikme Sayısı	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri
Türkiye	2	2.873	0.238	1.206	0.547
Meksika	1	0.535	0.465	0.282	0.595

Endonezya	3	8.286**	0.040	12.398***	0.006
Çin	2	3.710	0.156	0.295	0.863
Hindistan	2	2.175	0.337	1.185	0.553
Brezilya	2	0.562	0.755	13.12***	0.001
Rusya	2	5.615*	0.060	2.455	0.293
Bootstrap Panel		22.882	1.000	29.492	1.000

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 8 incelendiğinde pay senedi ile döviz kuru arasında E-7 ülkeleri için panel bazda bir nedensellik bulunmamaktadır. Ülke bazında bakıldığında Endonezya için çift yönlü bir nedensellik, Brezilya için DK'dan PS'ye, Rusya için PS'den DK'ya doğru tek yönlü bir ilişki vardır. Diğer ülkeler için ise bir nedensellik bulunamamıştır.

Tablo 9: Emirmahmutoğlu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları PS ve TUFİ İlişkisi

Nedensellik Yönü		PS → TUFİ		TUFİ → PS	
Ülke	Gecikme Sayısı	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri
Türkiye	2	3.329	0.189	3.230	0.199
Meksika	3	0.121	0.989	6.513*	0.089
Endonezya	3	8.538**	0.036	18.622***	0.000
Çin	3	3.520	0.318	7.388*	0.060
Hindistan	2	3.748	0.153	0.262	0.877
Brezilya	2	0.264	0.876	2.741	0.254

Rusya	3	13.006***	0.005	22.276***	0.000
Bootstrap Panel		27.049	0.483	52.268***	0.005

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 9 incelendiğinde pay senedi ile enflasyon arasında E-7 ülkeleri için panel bazda TUFÉ'den PS'ye doğru bir nedensellik bulunmaktadır. Ülke bazında bakıldığında Endonezya ve Rusya için çift yönlü bir nedensellik, Çin ve Meksika için TUFÉ'den PS'ye, doğru tek yönlü bir ilişki vardır. Diğer ülkeler için ise bir nedensellik bulunamamıştır.

Tablo 10: Emirmahmutoglu ve Köse Nedensellik Testi Sonuçları DK ve TUFÉ İlişkisi

Nedensellik Yönü		TUFÉ → DK		DK → TUFÉ	
Ülke	Gecikme Sayısı	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri
Türkiye	3	37.065***	0.000	2.412	0.491
Meksika	3	4.018	0.260	2.897	0.408
Endonezya	3	58.914***	0.000	1.917	0.590
Çin	3	2.784	0.426	4.366	0.225
Hindistan	2	0.063	0.969	3.314	0.191
Brezilya	3	11.815***	0.008	1.827	0.609
Rusya	3	40.121***	0.000	3.247	0.355
Bootstrap Panel		140.052	0.183	13.635	0.998

Not: *** %1, ** %5, * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 10 incelendiğinde enflasyon ile döviz kuru arasında E-7 ülkeleri için panel bazda bir nedensellik bulunmamaktadır. Ülke bazında bakıldığında Türkiye, Endonezya, Brezilya ve Rusya için TUFÉ'den DK'ya doğru tek yönlü bir ilişki vardır. Diğer ülkeler için ise bir nedensellik bulunamamıştır.

Çalışmanın analiz sonuçları Tablo 11 de özetlenerek sunulmuştur.

Tablo 11: Nedensellik Testi Sonuçları (Özet)

ÜLKE	NEDENSELLİK YÖNÜ		
Endonezya	PS↔DK	PS↔TUFÉ	TUFÉ → DK
Rusya	PS → DK	PS↔TUFÉ	TUFÉ → DK
Brezilya	DK → PS	-----	TUFÉ → DK
Türkiye	-----	TUFÉ → PS	-----
Çin	-----	TUFÉ → PS	-----
Meksika	-----	TUFÉ → PS	-----
Hindistan	NEDENSELLİK YOK		
PANEL	-----	TUFÉ → PS	-----

Tablo 11 incelendiğinde panel bazda TUFÉ'den PS'ye doğru bir nedensellik söz konusudur. Nedensellik testi sonuçları ülke bazlı incelendiğinde ise Hindistan'da herhangi bir nedensellik bulunamamıştır. Meksika Çin ve Türkiye'de TUFÉ'den PS'ye doğru tek yönlü bir nedensellik vardır. Brezilya'da DK'dan PS'ye ve TUFÉ'den DK'ya tek yönlü bir nedensellik vardır. Rusya için PS'den DK'ya ve TUFÉ'den DK'ya tek yönlü PS'den TUFÉ'ye çift yönlü bir nedensellik söz konusudur. Endonezya için PS'den DK'ya ve PS'den TUFÉ'ye çift yönlü TUFÉ'den DK'ya tek yönlü nedensellik söz konusudur.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

İşletmelerin fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek, bireylerin tasarruflarını değerlendirebilmek amacıyla yöneldikleri piyasalardan biri olan pay senedi piyasaları oldukça önem arz etmektedir. Çalışmada Türkiye, Meksika, Endonezya, Çin, Hindistan, Brezilya ve Rusya olmak üzere E-7 ülkeleri olarak adlandırılan gelişmekte olan yedi ülkenin pay senedi ve döviz kuru ilişkisi panel veri analiz yöntemleriyle test edilmiştir.

Globalleşen dünya ile teknolojinin ve haberleşmenin hız kazanması sayesinde gerek ülkeler, gerek şirketler, gerekse bireyler istedikleri ülkenin istedikleri yatırım aracını kullanarak yatırımlarını gerçekleştirebilmektedirler. Ülkeler arası etkileşimin artması sonucu ülke ekonomilerinin de birbirlerinden etkilenmesi kaçınılmazdır. Bu sebeptendir ki çalışmada daha rasyonel bir sonuç elde edebilmek için ilk olarak yatay kesit bağımlılığı analizi yapılmış ve yatay kesit bağımlılığının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılığının olması sonucu birimler arası korelasyon ilişkisini dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinden biri olan Im, Pesaran ve Shin (2003) tarafından geliştirilen panel birim kök test istatistiğinin Smith vd. (2004) tarafından yeniden düzenlenmiş bootstrap versiyonu kullanılmıştır. Birim kök testinde döviz kuru ve enflasyonun seviyesinde durağan olduğu fakat pay senedinin birinci farkında durağan olduğu tespit edilmiştir. Modellerin homojenlik sınaması Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta Tidle ve Delta Title adj testleri ile ölçülmüş ve homojen bir yapıya sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Serilerin uzun dönem ilişkilerini ölçmek için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve bağımlı değişkenin $I(1)$ olmak koşuluyla değişkenlerin farklı düzeylerde durağan olmasına imkan veren Westerlund (2008) tarafından geliştirilen Durbin-Hausman eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Eşbütünleşme testi sonucunda pay senedinin hem döviz kuru hem de enflasyon ile uzun dönemde bir ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç Sayılğan ve Süslü (2011), Berke (2012), ile Akıncı ve Küçükçaylı (2016) tarafından yapılan çalışmaları destekler nitelikte iken Kendirli ve Çankaya (2016) çalışmalarında döviz kuru ile pay senedi arasında uzun dönem bir ilişkinin olmadığı sonucundan farklılık göstermektedir.

Değişkenler arasında sebep sonuç ilişkisini belirleyebilmek için Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) nedensellik testi uygulanmış ve E-7 ülkeleri için panel

bazda pay senedi ile döviz kuru arasında herhangi bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuç iki değişken arasında çift yönlü ilişki bulan Polat (2018), pay senedinden döviz kuruna doğru bir ilişki bulan Kendirli (2016) ve İşcan (2011), döviz kurundan pay senedine doğru bir ilişki bulan Sayılğan ve Süslü (2011), Akıncı ve Küçükçaylı (2016) ve Altınöz (2020) çalışmaları ile farklı olmasına karşın nedensellik olmadığı sonucuna ulaşan Tabak (2006) ve Keser (2015) çalışmalarını destekler niteliktedir. Çalışmada ayrıca E-7 ülkeleri için panel bazda enflasyondan pay senedine doğru nedensellik tespit edilmiştir.

Ülkelerin pay senedi, döviz kuru ve enflasyon arasındaki nedenselliğe bakıldığında;

- Endonezya’da hem pay senedi ve döviz kuru arasında hem de pay senedi ve enflasyon arasında çift yönlü bir nedensellik söz konusudur. Ayrıca enflasyondan döviz kuruna doğru tek yönlü nedensellik vardır. Bu sonuç ilişki yoktur sonucuna ulaşan Granger vd. (2000) ve Altınöz (2016), pay senedinden döviz kuruna tek yönlü ilişki bulan Ajayi (1998) ile Erbaykal ve Okuyan (2007) çalışmalarıyla farklılık göstermektedir.
- Türkiye için pay senedi ve döviz kuru arasında bir nedensellik tespit edilemezken sadece enflasyondan döviz kuruna doğru tek yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Her hangi bir nedensellik ilişkisine rastlanamamış olması Özkul ve Akgüneş (2015), Keser (2015) ile Altınöz (2016) çalışmalarını desteklerken, Ayvaz (2006) ile Gazel (2017) çalışmaları ile farklılık göstermektedir.
- Rusya’da pay senedinden döviz kuruna doğru tek yönlü bir ilişki söz konusudur. Ayrıca pay senedi ve enflasyon arasında çift ve enflasyondan döviz kuruna doğru tek yönlü bir ilişki vardır. Bu sonuç Elmas ve Esen (2010) çalışmasını destekler nitelikte fakat ilişki yoktur diyen Gazel (2020) ve döviz kurundan pay senedine doğru bir ilişki bulan Sayılğan ve Süslü (2011) çalışmaları ile farklılık göstermektedir.
- Brezilya’da döviz kurundan pay senedine doğru olan tek yönlü ilişki Gazel (2020) çalışmasını desteklemekte, çift yönlü ilişki bulan Altınöz (2016) ile Erbaykal ve Okuyan (2007), pay senedinden döviz kuruna bir

ilişki bulan Türker (2009) çalışmaları ile farklılık göstermektedir. Ayrıca enflasyondan döviz kuruna doğru tek yönlü ilişki bulunmuştur.

- Meksika’da pay senedi ve döviz kuru arasında bir nedensellik bulunamazken sadece enflasyondan pay senedine doğru tek yönlü nedensellik söz konusudur. Pay senedi ve döviz kuru arasında çift yönlü ilişki bulan Altınöz (2016) çalışmasından farklılık göstermektedir.
- Çin’de sadece enflasyondan pay senedine doğru tek yönlü nedensellik söz konusudur. Erbaykal ve Okuyan (2007) çalışmasını destekler niteliktedir.
- Hindistan’da değişkenler arasında nedensellik bulunmamaktadır. Erbaykal ve Okuyan (2007), Altınöz (2016) çalışmalarını desteklerken, PS’den DK’na nedensellik bulan Elmas (2010) ile farklılık göstermektedir.

Yapılan analiz sonucunda E-7 ülkeleri için panel bazda pay senedi ve döviz kuru arasında uzun dönem ilişki olduğu tespit edilirken birbirinin nedeni olduklarına ilişkin anlamlı bir sonuç tespit edilememiştir. Ülke bazlı analiz sonuçlarında ülkelerin ekonomik ve yapısal özelliklerinin farklı olması sebebi ile farklı sonuçlar elde edildiği söylenebilir. Uygulanan analiz yöntemleri, dönem aralıkları ve yatay kesitte tercih edilen ülke grupları literatürde analiz sonuçlarının değişiklik göstermesinde etkili olabilmektedir.

Yapılan çalışmalar incelendiğinde E-7 ülkelerinin bütünü kapsayan çalışmaların azlığı ve gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapan yatırımcılar ile karar alıcılar için bu ilişkinin ortaya çıkması yol gösterici olarak önem arz etmektedir. Gelecek çalışmalar için farklı veya ek analiz yöntemleri kullanılarak, E-7 ülkelerinde döviz kurunun pay senedine etkisinin negatif veya pozitif yönde mi olduğu incelenebilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Ak, S., (2007), “*Makro Ekonomi*”, (Çeviri Salih Ak) Rudiger Dornbusch- Stanley Fischer- Richard Starz, 9. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akdiş, M., (2006), “*Para Teorisi ve Politikası*”, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Aksoy, A., ve Tanrıöven, C., (2007), “*Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*”, 3. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Alacahan, N. D., (2011), “*Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon- Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye Uygulaması*”, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Ataman, Ü., ve Kibar, H., (1999), “*Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*”, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bağrıaçık, A., (2002), “*Kambiyo Mevzuatı*”, (Editör: Nüvit Oktay), Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1346, Açık Öğretim Fakültesi Yayını: 743, Eskişehir.
- Bekçi, İ., (2012), “*Muhasebe Verilerinin Hisse Senedi Yatırımlarındaki Rolü*”, Detay Anatolia Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Bolak, M., (2001), “*Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*”, Beta Yayınları, İstanbul.
- Bulut, E., (2005), “*Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)*”, Platin Yayınları Ankara.
- Bulut, C., (2002), “*Kamu Açıklamaları Enflasyon, Faiz Oranı Ve Döviz Kuru İlişkileri*”, Der Yayınları, İstanbul.
- Ceylan, A., (2003), “*Finansal Teknikler*”, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Civan, M., (2010), “*Sermaye piyasası analizleri ve portföy yönetimi.*” Ekin yayın evi, Bursa
- Çağlar, Ü., (2003), “*Döviz Kurlarının Belirlenmesi Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*”, Alfa Yayınevi, İstanbul.
- Çapanoğlu, B., (1993), “*Türkiye Ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları Ve Menkul Kıymet Borsaları*”, Beta Yayınları, İstanbul.

- Ertek , T., (2006), “*Temel Ekonomi*”, Beta Yayınları, İstanbul.
- Ertürk, E., (1994), “*Döviz Ekonomisi*”, Der Yayınları, İstanbul.
- Ertürk, E., (2001), “*Uluslararası İktisat*”, Alfa Kitapevi, Bursa.
- Erdoğan, N.,(1995), “*Uluslar Arası İşletmelerde Mali Risk Ve Yönetimi & Çağdaş Finansman Teknikleri*”, Kent Matbaacılık, İstanbul.
- Erdoğan, N., (1993), “*Uluslar Arası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri*”, Mü-ka Yayıncılık, Ankara.
- Güriş, S., (2015), “*Stata İle Panel Veri Modelleri*”, Der Yayınları, İstanbul.
- İyibozkurt, E., (1999), “*İktisada Giriş*”, Ezgi Kitapevi Yayınları, Livane Matbaa, Bursa.
- Kadioğlu, E., (2004), “*Şirketlerin Karşılaştıkları Kur Riski Ve Kur Riskinin Yönetilmesi*”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.
- Kansu, A., (2006), “*Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri*”, (İkinci Baskı), Güncel Yayıncılık, İstanbul.
- Karan, M. B., (2004) “*Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*”, Gazi Kitapevi, Ankara.
- Karluk, R., (1996), *Uluslar Arası Ekonomi*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Karluk, R., (1998), “*Uluslararası Ekonomi*”, Beta Yayınları, İstanbul.
- Karslı, M., (2004). “*Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*”. AlfaYayınları, İstanbul.
- Karagöz, H., (2009), “*Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi*”, Konya Ticaret Odası Yayınları, Konya.
- Kılınç, K., (1995), “*200 Soruda A'dan Z'ye Borsa*”, Alfa yayınları, İstanbul.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A., (2012), “*Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*”, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.
- Kumbaracıbaşı, O., (1973), “*Dış Ticaret Teorisi ve Uluslararası Ekonomi*”, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayını, Ankara.
- Metin, N., (2013), “*Avrupa Ülkelerinde Ekonomik Özgürlüğün Panel Veri Modelleri İle Analizi*”, Derin Yayınları, İstanbul.

- Oksay, S., (2001), “*Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)*”, Beta Yayınları, İstanbul.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S., (2013), “*Meslek Yüksek Okulları İçin Genel Ekonomi*”, Umut Tepe Yayınları, Kocaeli.
- Özel, S., (2000), “*Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*”, Alkım Yayıncılık, İstanbul.
- Parasız, İ., (1993), “*Makro Ekonomi*”, Ezgi Kitapevi, 4. Baskı, Bursa.
- Parasız, İ., (2005), “*Para Banka ve Finansal Piyasalar*”, Ezgi Kitapevi, 8. Baskı, Bursa.
- Parasız, İ., (2009), “*Para Banka ve Finansal Piyasalar*”, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Sarıkovanlık, V., Koy, A., Akkaya, M., Yıldırım, H. H., ve Kantar, L., (2019), “*Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları*”, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Seyidoğlu, H., (2003), “*Uluslararası Finans*”, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*(Geliştirilmiş 16. baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Tuncer, S., (1985), “*Türkiye’de Sermaye Piyasası*”, Okan Matbaası, İstanbul
- Uçan, O., (2014), “*Döviz Kuru Dinamikleri*”, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Uzunoğlu, S., (1997), “*Para ve Döviz Piyasaları*”, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Uzunoğlu, S., (2000), “*Para ve Döviz Piyasaları*”, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Uludağ, İ., ve Arıcan, E., (2001), “*Finansal Hizmetler Ekonomisi*”, Beta Yayınları, İstanbul.
- Ünsal, E., (1999), “*Makro İktisat*”, 2.baskı, Kutsan Ofset Matbaacılık, Ankara.
- Yalçın, K., (2012), “*Uluslar Arası Finansman*”, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Yeldan, E., (2006). “*Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*”, 12. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yıldırım, K. – Karaman, D. – Taşdemir, M., (2014). “*Makroekonomi*”, Seçkin Yayıncılık, 12.Baskı, Ankara.

Yıldız, R., (1988), “*Bankacılıkta Ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması*”, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara.

Tezler

Akçacı, T., (2006), “*Reel Döviz Kuru-Cari İşlemler İlişkisi, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Analiz (1991-2005)*”,Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, , Kütahya.

Akgül, C. E., (2010), “*Türkiye’de Reel Döviz Kuru Hareketlerinin Analizi*”, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Aral, A., (2015), “*Türkiye’de Döviz Kuru Ve Dış Ticaret İlişkisi: 1992-2013 Dönemi Eşbütünleşme Analizi*”, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Aydın.

Atay, A., (2018), “*Banka Hisse Senetleri Getirilerinin Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisinin Lojistik Regresyon Yöntemiyle İncelenmesi*”, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Aydın, E., (2017), “*Temel Analiz Yöntemiyle Hisse Senedi Değerlemesi Ve Bist’te İşlem Gören Kimya Sektöründeki Şirketler Üzerine Bir Uygulama*”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans, İstanbul

Ayhan, F., (2016), “*Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret Ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Konya.

Ayva, A.,(2007), “*Türk Bankacılık Sektöründe Döviz Kuru Riski Ve Yönetimi*”, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Büyükmumcu, B., (2015), “*Denge Döviz Kuru Modelleri Ve Türkiye Uygulaması*”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Çiçek, S., (2006). “*Türkiye’de döviz kuru sistemleri ve politikalarının ihracata etkileri (1980-2004)*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

- Çufadar, Ü., (2010), “*Türkiye’deki Döviz Piyasasının Katılımcıları Ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri*”, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Daştan, S., (2003), “*Lojistik Regrasyon Tekniği İle Hisse Senedi Getirilerinin Analizi*”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Erçevik, B., (2011), “*Döviz Kuru Ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması*”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Gök Kılıç, A., (2002), “*Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Kullanılabilirliği*”, Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Gülmez, E., (2010), “*İşlem Hacmi ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik Bağı: İMKB-30 Endeksine Dayalı Bir Uygulama*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Gün, M., (2015), “*Likidite ve Değerleme: Likit Varlık ve Likit Olmayan Varlık Değerleri İçin İskonto Değerlemesi, Türkiye Hisse Senedi Piyasası İçin Model Uygulaması*”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- İldokuz, B., (2015), “*Sermaye Akımları Üzerinde Faiz Ve Döviz Kuru Etkisi: Türkiye Ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Ampirik Olarak Karşılaştırılması*”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- İnandım, Ş., (2005), “*Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği*”, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ankara.
- İpekçioğlu, Ş. (2007), “*Şanlıurfa Ticaret Borsası’nın Yapısı ve İşleyişi*”, Harran Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Şanlıurfa,
- Kaldırım, Y. (2016). “*Hisse Senedi Piyasalarındaki Anomaliler: BIST100 Endeksine Yönelik Araştırma*”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul

- Kızıldere, C., (2012), “*Dış Ticaretin Döviz Kuru Değişimlerine Duyarlılığı: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye Üzerine Bir İnceleme*”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum.
- Koçak, S., (2006), “*Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri*”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş.
- Köroğlu, Y., (2009), “*Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi ve bir Uygulama*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Mumcu, F., (2005), “*Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine bir Uygulama*”, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Mutlu, Ö. Y., (2004), “*Döviz Kuru Riskinde Hedging ve Türkiye Uygulamaları*”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.
- Özmen, M.,ve Öksüzkaya, M., (2016), “*Seçilmiş AB Ülkeleri için Gelir-Tüketim İlişkisi: Panel Veri Yaklaşımı*”, Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.20 S.1, (67-87)
- Özkök, Ö., (2003), “*1980 Sonrası İMF Programları Çerçevesinde Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları*”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Sakınç, S. Ö., (2002), “*Hisse Senedi Satın Alma Kararı Sürecinde Finansal Analiz İle Teknik Analiz Yöntemlerinin Sonuçlarının Bütünleştirilmesi*”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Sertkaya, B., (2018), “*Gelişmiş Ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Hisse Senedi Endeksleri İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki*”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.
- Su, Ö., (2015), “*Türkiye’de Döviz Kurunu Etkileyen Faktörlerin Parasalcı Yaklaşımla Analizi (1980-2010)*”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli.

- Tunaboylu, A. N., (2008), “*Döviz Kuru Riski Ve Firma Değeri İle İlişkisi : İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.
- Tuncay, Ö., (2010), “*Döviz Kuru Politikalarının Ekonomik Analizi (Türkiye Örneği)*”,
- Türker, C., (2009), “*Döviz Kuru Değişimi İle Menkul Kıymet Piyasaları Getirileri Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin Belirlenmesi: Uluslararası Karşılaştırmalı Bir Çalışma*”, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.
- Şaşmaz, M.Ü., (2011), “*Küresel Finans Krizinin Reel Döviz Kuru, Enflasyon (TÜFE), Mevduat Faiz Oranları ve İMKB- 100 Endeksi Üzerindeki Etkileri ve Bir Uygulama*”, Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans, Uşak.
- Ulutürk, A., (2009), “*İşletmelerde Döviz Kuru Ve Metal Fiyatları Yönetimi Ve Denizli’de Bir İşletme Uygulaması*”, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Denizli.
- Ulaş, S., (2010), “*Enflasyon Ve Döviz Kurunun Hisse Senedi Piyasası’na Etkileri, İMKB’de Uygulaması*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Unutmaz, E., (2011), “*Döviz Kuru Oynaklığının Ekonometrik Yöntemlerle Modellenmesi Ve Belirlenen Model İle İMKB 100 Endeksi İlişkisinin İncelenmesi*”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Yaşar, B. K., (2009), “*Türkiye’de uygulanan döviz kuru politikalarının ihracat üzerinde etkileri*”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.
- Yetiz, F., (2015), “*Türkiye’de Döviz Kurunun Yansıma Etkisi*”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Adana.
- Yılmaz, V. S., (2018), “*Uluslararası Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı Türk Tekstil Sektöründe Döviz Kuru Riski ve Sorunları*”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü , Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Zanbak, M., (2008), “Döviz Kuru Riski Analizi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir İnceleme” Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Antalya.

Makaleler

Ajayi, R. A. - Friedman, J. - Mehdian, S.M., (1998), “On the Relationship between Stock Returns and Exchange Rates: Tests Of Granger Causality”, *Global Finance Journal*, C.9, S.2, (241-251).

Akan, D. M., (2010), “Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods'a Geri Dönülebilir Mi?”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, S.2, 108-115.

Akel, V., ve Gazel, S., (2014), “Döviz kurları ile BIST Sanayi Endeksi arasındaki eşbütünleşme ilişkisi: Bir ARDL sınır testi yaklaşımı”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, S.44, (23-41).

Akel, V., ve İltaş, Y. (2018), Firma Performansının Belirleyicileri: Türkiye Örneği (1990-2016). *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, C.55, S.642, (93).

Akıncı, G. Y., ve Küçükçaylı, F., (2016), “Hisse Senedi Piyasası ve Döviz Kuru Mekanizmaları Üzerine Bir Panel Veri Analizi” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.7, (127-148).

Aktaş, M. ve Akdağ, S., (2013), “Türkiye’de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları İle İlişkilerinin Araştırılması”, *International Journal Of Social Science Research*, S.2, (50-67).

Alacahan, N. D. ve Akarsu, Y., (2017), “The Uncertainty Of Exchange Rate In Foreign Trade Of Turkey”, *Journal Of Awareness*, C.2, S.3, (331-348).

Altıntaş, H., ve Mercan, M., (2015), “Ar-Ge Harcamaları Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Panel Eşbütünleşme Analizi”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C.70, S.2, (345-376).

Altunöz, U., (2016), “Döviz Kuru İle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi: Gelişen Ülkeler Örneği”, *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, S.30, (663-671).

Altunöz, U., (2020), “Türkiye’de Hisse Senedi İle Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi”, *Bankacılar Dergisi*, S.112, (84-104).

- Ayvaz, Ö., (2006), “Döviz Kuru ve Hisse Senetleri Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.8, S.2, (1-14).
- Bahmani-Oskooee, M., ve Sohrabian, A., (1992), “Stock prices and the effective exchange rate of the dollar”, *Applied economics*, C.24, S.4, (459-464).
- Baltagi, B., (2011), *Econometrics*, 9 th Ed. Springer Publishers, US.
- Belen, M., ve Karamelikli, H., (2016), “Türkiye’de hisse senedi getirileri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin incelenmesi: ARDL yaklaşımı”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, C.45, S.1, (34-42).
- Berke, B., (2012), “Döviz Kuru Ve İMKB100 Endeksi İlişkisi: Yeni Bir Test”, *Maliye Dergisi*, S.163, (243-257).
- Beşirli, M. (2009), “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsası’ndan Eshâm ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”, *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.19, S.1, (185-208).
- Breusch, T.S., ve Pagan, A. R., (1980), “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics”, *Journal of The Review of Economic*, 47(6), pp. (239-253).
- Budak, S. - Cangı, S. - Tuna, İ., (2017), “Temel Makroekonomik Değişkenlerin BİST Endeksleri Üzerindeki Etkisi”, *The Journal of Akademik Social Science*, Yıl, S.5, (199-214).
- Ceran, Y. ve Ortakarpuz, M., (2013), “Kur Farklarının Muhasebe Uygulamaları Ve Türkiye Muhasebe Standartları Kapsamında İncelenmesi”, *Sütçü İmam Üniversitesi İİBF dergisi*, C.3, S.2, (1-67).
- Coşkun, M., ve Taylan, A., (2009), “Döviz Kurlarındaki Değişim İhracat ve İthalat Hacmini Etkiler mi? 1999-2007 Türkiye Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.42, (157-168).
- Çiçek, M., (2010), “Türkiye’de Faiz, Döviz ve Borsa: Fiyat ve Oynaklık Yayılma Etkileri”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C.62, S.2, (1-28).

- Dizdarlar, H. I., ve Derindere, S., (2008), “Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma” S.61 (113-124).
- Doğan, B. B., (2010), “Ticaret Borsacılığının Dünyada ve Türkiye'deki Gelişim Süreçlerine Genel Bir Bakış”, *Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences*, C.24, S.1, (43-61)
- Doğukanlı, H., Özmen, M., Yücel, E., (2010). “İMKB’de Sektörel Açından Döviz Kuru Duyarlılığının İncelenmesi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.19, S.3, (63-86).
- Elmas, B., ve Esen, Ö., (2010), “Hisse Senedi Fiyatları İle Döviz Kuru Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi; Avrasya Örneği”, *In International Conference on Eurasian Economies’ te* sunulmuş bildiri.
- Emirmahmutoğlu, F. ve Köse, N. (2011), Testing for Granger causality in heterogeneous mixed panels. *Economic Modelling*, S.28, (870-876).
- Erbaykal, E., ve Okuyan, H. A. (2007), “Hisse senedi fiyatları ile döviz kuru ilişkisi: Gelişmekte olan ülkeler üzerine ampirik bir uygulama”, (77-89)
- Gazel, S., (2017), “Stratejik Emtialar ve Finansal Değişkenler: Türkiye İçin Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.19, S.2, (544-563).
- Gazel, S. (2020), BRICS Ülkelerinde Döviz Kuru, Enflasyon ve Hisse Senedi Piyasası İlişkisi: Asimetrik Panel Nedensellik Testi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C.21, S.1, (21-34).
- Göçer, İ., (2013), “Seçilmiş OECD Ülkelerinde Bütçe Açıklarının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Panel Eş-Bütünleşme Analizi”. *Journal of Yasar University*, C.30, S.8, (5086-5104).
- Göçer, İ., (2013), “Teknolojik İlerlemenin Belirleyicileri: NIC Ülkeleri için Panel Eşbütünleşme ve Panel Nedensellik Analizleri”, *Maliye ve Finans Yazıları*. C.1 S.100, 116–141.

- Gök, A., (2006), “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.21, S.1, (131-145).
- Granger, C. W. - Huangb, B. N. - Yang, C. W., (2000), “A bivariate causality between stock prices and exchange rates: evidence from recent Asianflu”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, C.40, S.3, (337-354).
- Güçlü, A. A., ve Kaya, M., (2005), “Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Haziran.
- Gül, E. ve Ekin, A., (2006), “Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984- 2003”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S.1, (91-106).
- Hepaktan, E. - Çınar, S.- Dündar, Ö., (2011), “Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Dış Ticaret İle İlişkisi”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C.3, S.5.
- Im, K. S. - Pesaran, M. H., - Shin, Y. (2003), “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, 115, 53-74
- İnan, E.A., (2002), “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, *Bankacılar dergisi*, S:40.
- İşcan, E., (2011), “Döviz Kurları Ve Hisse Senedi Piyasası Arasındaki Etkileşim”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C.10, S.35, (237-251).
- Khan, R. E. A., ve Ali, R., (2015), “Causality Analysis Of Volatility In Exchange Rate And Stock Market Prices: A Case Study Of Pakistan”, *Asian Economic And Financial Review*, C.5, S.5, (805-815).
- Kanas, A., (2000), “Volatility spillovers between stock return and exchange rate changes: International evidence”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(3-4), (447-467).
- Kar, M. ve Ağır, H., (2011), “Menkul Kıymetler Piyasaları, Finansal Kalkınma Ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, C.56, S.1, (13-46).
- Kar, M., Ağır, H., ve Türkmen, S. (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Elektrik Tüketimi ile Ekonomik Büyüme İlişkisinin Ekonometrik Tahmini. *ICPESS 2018 Proceedings Volume 2: Economic Studies*, (305).

- Kara, S. ve Sakarya, Ş., (2012), “Finansal Risk Düzeyi İle Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki: İMKB İmalat Sanayi Üzerine Uygulama”, 1. *Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu*, (369-379).
- Karakış, L., (2019), “Türkiye’de Döviz Kuru İle Enflasyon Oranı Arasındaki İlişki (2000-2018)”, *Artuklu Kaime Uluslararası İktisadi ve İdari Araştırmalar Dergisi*, C.2, S.1, (83-93).
- Kendirli, S. ve Çankaya, M., (2016), “Döviz Kuru ve Enflasyonun BİST Banka Endeksi Üzerindeki Etkisi”, *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.5, S.3, (215-227).
- Keser, İ. K. K. (2015), “Döviz Kuru ve Hisse Senedi Enerji Değişimlerinin Faz Düzlemleri Aracılığıyla İncelenmesi”, *İstatistikçiler Dergisi: İstatistik ve Aktüerya*, C.8, S.2, (36-57).
- Kılavuz E.- Topçu, B. A. - Tülüce, N. S., (2011), “Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz”, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.1, S.30, (47-109).
- Kılıç, Y., Buğan, M.F. ve Özbezek, D., (2016), “Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi: Temettü ve Kazanç İlişkisinde Panel Nedensellik Yaklaşımı”, *Gaziantep University Journal of Social Sciences*. [Online] C.15 S.4, 1132–1145.
- Kıracı, K., ve Bakır, M., (2019), Causal Relationship Between Air Transport and Economic Growth: Evidence from Panel Data for High, Upper- Middle, Lower-Middle and Low-Income Countries.
- Koç, H.ve Değer, M. K., (2010), “Döviz Kuru Belirsizliği Ve Yurtiçi Yatırımlar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Nedensellik Testleri (1988-2007)”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, C.24, S.3, (79-93).
- Koruyan, A., (2001), “Sermaye Piyasası”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları*, İzmir.
- Mercan, M., (2014), Feldstein - Horioka Hipotezinin AB-15 ve Türkiye Ekonomisi için Sınanması: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırılmalı Dinamik Panel Veri Analizi. “*Ege Akademik Bakış*”, C.14, S.2, (231-245).

- Mgammal, M.H.H., (2012), “The Effect of Inflation, Interest Rates and Exchange Rates on Stock Prices Comparative Study Among Two Gcc Countries”, *International Journal of Finance and Accounting*, C.1, S.6, (179-189).
- Mutluay, A. H., ve Turaboğlu, T. T. (2013), “Döviz kuru değişimlerinin firma performansına etkileri: Türkiye Örneği”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, C.7, S.1, (59-78).
- Nazlıoğlu, Ş. - Lebe, F.- Kayhan, S., (2011). Nuclear Energy Consumption And Economic Growth In OECD Countries: Cross- Sectionally Dependent Heterogeneous Panel Causality Analysis, *Energy Policy*, C.39, (10), (6615-6621).
- Nieh, C.C. ve Lee, C.F., (2001), “Dynamic Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, S.41, (477-490).
- Özcan, G., ve Özmen, İ. (2018). Küreselleşme Yükselen Ekonomilerde Gelir Dağılımını Etkiler Mi?. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.8, S.2, (35-52).
- Özcan, C. C., (2016), “International trade and tourism for Mediterranean countries: A panel causality analysis”, *Theoretical and Applied Economics*, C.23, S.1. (203-212).
- Özkul, G. ve Akgüneş, A. O., (2015), “Makro Ekonomik Faktörlerin Bankacılık Sektörü Getirileri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, C.7, S.4, (272-298).
- Özmen, M., (2007), “Farklı Döviz Kuru Rejimleri Altında Hisse Senetleri Fiyatları İle Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.16, S.1, (519-538).
- Pesaran, M. H. 2004. “General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence In Panels”, *Journal of Applied Econometrics*, 20, pp. (264-309)
- Pesaran, M.H. ve Yamagata, T., (2008), “Testing Slope Homogeneity in Large Panels”, *Journal of Econometrics*, C.142, S.1, (50-93).

- Paseran, M.H., Ulah, A., ve Yamagata, T., (2008), “A Bias-Adjusted LM Test Of Error Cross-Section İndependence”, *Econometrics Journal* , volume **11**, pp. (105–127).
- Polat, M. (2018), “Döviz Kurunun Firmaların Piyasa Değerine Etkisi: Oecd Ülkeleri Üzerine Eşbütünleşme Ve Nedensellik Analizi”. *Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences*, C.32, S.2.
- Polat, M., & Tatli, H., (2019), “Borsada Yatırım ve Güven Endeksleri İlişkisi: Gelişmiş Ülkeler Üzerine Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi”, *Kafkas University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Journal*, C.10 S.19, 1-21.
- Savaş, İ., ve Can, İ., (2011), “Euro- Dolar Paritesi ve Reel Döviz Kurunun İMKB 100 Endeksi'ne Etkisi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi* , C.6, S.1, (323-339).
- Sayılğan, G., ve Süslü, C. (2011), “Makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisi: Türkiye ve gelişmekte olan piyasalar üzerine bir inceleme”, *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, C.5, S.1.
- Sezgin Huysal, A., (2016), “Limited şirketlerde nama yazılı pay senedinin hukuki niteliği”, *MÜHF - HAD*, C.22, S.1, (318-346).
- Smyth, R. ve Nandha, M., (2003), “Bivariate Causality Between Exchange Rates and Stock Prices in South Asia”, *Applied Economics Letters*, S.10, (699-704).
- Smith, V., Leybourne, S. ve Kim, T.H. (2004), “More Powerful Panel Unit Root Tests with an Application to the Mean Reversion in Real Exchange Rates”, *Journal of Applied Econometrics* 19, 147–170.
- Solakoğlu, M. N., (2005), “Exchange Rate Exposure And Firm- Specific Factors: Evidence From Turkey”, *Journal of Economic And Social Research*, C:7 S:2, (35-46).
- Syzdykova, A., (2018), “Makroekonomik değişkenler ve hisse senedi piyasası ilişkisi: KASE örneği”, *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.8 S.2, (331-354).

- Şit, M. ve Karadağ H., (2019), “Döviz Kurunu Belirleyen Ekonomik Faktörler: Türkiye Ekonomisi İçin Ardl Sınır Testi Uygulaması”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* (23) (151-168) ISSN 1307-9832.
- Şentürk, M., ve Dücan, E., (2014), “Türkiye'de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz”, *Business and Economics Research Journal*, C.5, S.3, (67-80).
- Tabak, B. M., (2006), “The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: Evidence for Brazil”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, C.9 S.8, (1377-1396).
- Taşçı, H. M.- Darıcı, B.- Erbaykal, E., (2009), “Ters Para İkamesi Süreci Ve Döviz Kuru Oynaklığı: Türkiye örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C:10 S:1, (102-117).
- Terzi, H. ve Kurt S., (2007), “Türkiye'de Dolarizasyon Sürecinde Döviz Kuru ve Enflasyon İlişkisi”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, C.18, S.64, (1-22).
- Toda, H., & Yamamoto, T., (1995), “Statistical Inference In Vector Autoregressions With Possible Integrated Processes”, *Journal of Econometrics*, S.66, (225-250).
- Topallı, N., (2016), “Doğrudan Sermaye Yatırımları, Ticari Dışa Açıklık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye ve BRICS Ülkeleri Örneği” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. [Online] C.17 S.1 (83–95).
- Topaloğlu, E. E., & Karakozak, Ö., (2018), “Makroekonomik faktörler ve pay senedi getirisi: BİST banka endeksi firmaları üzerine panel veri analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (78).
- Tsai, I. C., (2012), “Therelati On Ship Between Stock Price İn Dexandexchange Rate İn Asian Markets: A Quantile Regressionapproach”, *Journal Of International Financial Markets, Institutionsand Money*, C.22, S.3, (609-621).
- Tuncay, Ö. ve Kök, R., (2012), “Türkiye İçin Optimum Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.32 S.1, (19-42).

- Öztürk, N. ve Bayraktar, Y., (2010), “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.11, S.1, (157-191).
- Uğur, B., (2019), “G-7 Ülkelerinde Enflasyon Ve Faiz Haddi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Fisher Etkisi”, *Sakarya İktisat Dergisi*, C.8, S.2, (85-99).
- Westerlund, J., (2008), “Panel Cointegration Tests Of The Fisher Effect”, *Journal of Applied Econometrics*, C.23, S.2, (193-233).
- Yamak, R. ve Korkmaz, A., (2005), “Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi ilişkisi”, *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, S.2, (16-38).
- Yıldırım, B. I. ve Şahin, D., (2018), “Geçiş Ekonomilerinde Turizme ve Enerjiye Dayalı Büyüme Hipotezinin Analizi: Panel Nedensellik Testi”, *Iğdir University Journal of Social Sciences*, (16).
- Yurttañıkmaç, Z. Ç., (2012), “Döviz kuru ve enflasyonun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi”, *EKEV Akademi Dergisi*, C.16, S.51, (393-410).
- Zengin, A., (2001), “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi Ve İdari Birimler Dergisi*, C.2, S.2, (27-41).

Yasal Düzenlemeler

Resmi Gazete, 2013 Pay Tebliği.

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.

Sermaye Piyasası Kanunu 28.07.1981 Kabul 30.07.1981 17416 Sayılı Resmi Gazetede Yayımlı

İnternet Kaynakları

1. <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>
(10/04/2019).
2. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/doviz+kurlari/gosterge+niteligindeki+merkez+bankasi+kurlari>
(01/10/2019).

3. Keser, M., (2015), Hisse Senetleri, (25.12.2019)

https://www.academia.edu/12794841/H%C4%B0SSE_SENETLER%C4%B0

Diğer

Özdemir, A. ve Şahinbeyoğlu, G., (2000), “*Alternatif Döviz Kuru Sistemleri*”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tartışma Tebliği, Ankara.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), 2012, “*Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi*”, Ekim Yayını.



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı ve Soyadı : HATİCE ÖZGÜR

Doğum Yeri : ÇAL

Medeni Hali : EVLİ

Eğitim Durumu :

Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi

Yüksek Lisans Öğrenimi : Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal
Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansal
Yönetim Anabilim Dalı

Yabancı Dil(ler) ve Düzeyi : İngilizce, Orta

İş Deneyimi : Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi

(2010-2013)

Pamukkale Üniversitesi (2013-)

Bilimsel Yayınlar ve Çalışmalar :