

**HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER:
BİST'DE YER ALAN
OTOMOTİV VE İNŞAAT SEKTÖRLERİ
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**
Tuğba OKTAY
Yüksek Lisans Tezi
Danışman:Doç.Dr.Tuğrul KANDEMİR
Eylül, 2013
Afyonkarahisar

T.C
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER:
BİST'DE YER ALAN OTOMOTİV VE İNŞAAT
SEKTÖRLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Hazırlayan
Tuğba OKTAY

Danışman
Doç.Dr.Tuğrul KANDEMİR

AFYONKARAHİSAR 2013

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Bist’de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat Sektörleri üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu doğrularım.

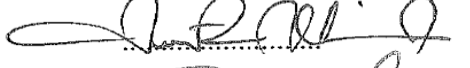

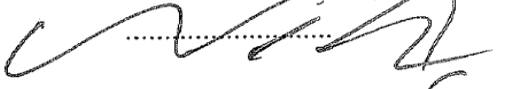
05.09.2013

Tuğba OKTAY

TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ ÜYELERİ

Tez Danışmanı : Doç.Dr. Tuğrul KANDEMİR
Jüri Üyeleri : Prof.Dr. Şuayıp ÖZDEMİR
: Yrd.Doç.Dr. Mustafa SANDIKÇI

İmza




İşletme Anabilim Dalı ve Muhasebe- Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Öğrencisi Tuğba OKTAY'ın “**Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: BİST’de Yer Alan Otomotiv ve İnşaat İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama**” başlıklı tezini değerlendirmek üzere 05.09.2013 tarihinde saat 10.00’da Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin İlgili maddeleri uyarınca yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Selçuk AKÇAY
MÜDÜR

ÖZET

HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER: BİST'DE YER ALAN OTOMOTİV VE İNŞAAT SEKTÖRLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tuğba OKTAY

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

Eylül 2013

Danışman: Doç. Dr. Tuğrul KANDEMİR

Çalışmada, Ekonomik Kriz dönemlerinde Borsa İstanbul'da işlem gören otomotiv ve inşaat işletmelerine ait hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişki kriz dönemi ve kriz olmayan dönem olmak üzere karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Çalışmada, 2008 Küresel Ekonomik Kriz baz alınmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkenleri BİST'de yer alan otomotiv ve inşaat firmalarının hisse senedi fiyatları, bağımsız değişkenleri ise; altın fiyatları, mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi, dolar, euro, tüketici fiyat endeksi, kapasite kullanım oranı, cari işlemler dengesi ve ihracatın ithalatı karşılama oranıdır. Çalışmada, Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli kullanılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon analizi, kriz dönemi ve kriz olmayan dönem için otomotiv ve inşaat sektörleri üzerinde ayrı ayrı uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre; otomotiv sektörü hisse senedi fiyatlarının kriz döneminde kapasite kullanım oranı değişkeninden, inşaat sektörü hisse senedi fiyatlarının ise kriz döneminde cari işlemler dengesi değişkeninden etkilendiği saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse senedi, Makroekonomik Faktörler, Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli

ABSTRACT

MACROECONOMIC FACTORS THAT AFFECT STOCK PRICES: AN APPLICATION IN THE AUTOMOTIVE AND CONSTRUCTION FIRMS ON THE BIST

Tuğba OKTAY

AFYON KOCATEPE UNIVERSITY

THE INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES

DEPARTMENT of BUSINESS ADMINISTRATION

September 2013

Advisor: Assoc.Prof.Dr.Tuğrul KANDEMİR

In the study, during Economic Crisis the automotive and construction firms traded on the BIST on the relationship between stock prices and macroeconomic factors, including the comparative period of crisis and non-crisis period studied. The 2008 Global Economic Crisis is based on. The depended variables of the study in the automotive and construction firms in the BIST stock quotes, while the independent variables; gold prices, the deposit interest rate, industrial production index, the dollar, the euro, the consumer price index, capacity utilization rate and the current account balance of exports to imports rate. The study used Multiple Linear Regression analysis, the period of crisis and non-crisis period is applied separately on the automotive and construction sectors. According to the results obtained from the automotive industry to be in stock prices during the crisis period of variable capacity utilization the relationship between macroeconomic factors and the construction industry stock prices were affected by the crisis period, the current account balance variable.

Key words: Stock, Macroeconomic Factors, Multiple Linear Regression.

ÖNSÖZ

Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Borsa İstanbul'da Yer Alan Otomotiv ve İnşaat İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama adlı bu çalışmama katkılarından dolayı danışmanım Doç. Dr. Tuğrul Kandemir'e ve hayatım boyunca desteklerini esirgemeyen ve her zaman yanımda olan canım aileme sonsuz teşekkürler...

Tuğba Oktay

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
YEMİN METNİ.....	i
TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar DİZİNİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLER VE 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

1.EKONOMİK KRİZ	3
1.1.EKONOMİK KRİZLERİN NEDENLERİ	4
1.2. EKONOMİK KRİZLERİN TÜRLERİ	4
1.2.1. Reel Sektör Krizleri	5
1.2.2. Finansal Krizler.....	5
1.2.2.1. Para Krizleri	6
1.2.2.2. Bankacılık Krizleri.....	7
1.2.2.3. Dış Borç Krizleri	8
1.2.2.4. Sistematik Krizler.....	8
2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER.....	9

2.1. 1929 BÜYÜK DÜNYA BUHRANI.....	9
2.2. 1994 MEKSİKA KRİZİ.....	11
2.3. ARJANTİN KRİZİ.....	12
2.4. 1997 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ.....	12
2.5. 1994 TÜRKİYE KRİZİ.....	14
2.6. KASIM 2000 KRİZİ	14
2.7. ŞUBAT 2001 KRİZİ.....	16
3. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ.....	17
3.1. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN NEDENLERİ.....	18
3.2. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN DÜNYA EKONOMİSİNE ETKİLERİ.....	20
3.3. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ	24

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ VE HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.HİSSE SENEDİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....	31
1.1. HİSSE SENEDİNİN EKONOMİK İŞLEVLERİ	32
1.2. HİSSE SENEDİ TÜRLERİ.....	32
1.2.1. Hamiline ve Namına Yazılı Hisse Senetleri	32
1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	33
1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	33
1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri.....	34
1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri.....	34

1.3. HİSSE SENEDİ TÜREVLERİ	34
1.3.1. Kar – Zarar Ortaklığı Belgeleri.....	35
1.3.2. Katılma İntifa Senetleri.....	35
1.3.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri.....	35
1.4. HİSSE SENEDİ SAHİBİNİN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ	36
1.4.1. Hisse Senedi Sahibinin Hakları	36
1.4.1.1. Oy Kullanma Hakkı	36
1.4.1.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı.....	36
1.4.1.3. Şirket Karından Pay Alma Hakkı.....	37
1.4.1.4. Rüçhan Hakkı.....	37
1.4.1.5. Tasfiyeden Pay Alma Hakkı	37
1.4.1.6. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi Alma Hakkı.....	38
1.4.2. Hisse Senedi Sahibinin Yükümlülükleri	38
1.4.2.1. Sermaye Borcu	38
1.4.2.2. Sır Saklama Borcu.....	38
1.5. HİSSE SENEDİ FİYAT VE DEĞER KAVRAMLARI.....	39
1.5.1. Hisse Senedi Fiyat Kavramları	39
1.5.1.1. Nominal Fiyat	39
1.5.1.2. İhraç Fiyatı	39
1.5.1.3. Piyasa Fiyatı	39
1.5.1.4. Borsa Fiyatı	39
1.5.2. Hisse Senedi Değer Kavramları.....	40
1.5.2.1. Defter Değeri.....	40
1.5.2.2. Tasfiye Değeri.....	40
1.5.2.3. İşleyen Teşebbüs Değeri	40

1.5.2.4. Net Aktif Değeri.....	40
1.5.2.5. Alternatif Gelir Değeri	40
1.5.2.6. Gerçek Değer	41
1.6. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA KARŞILAŞILABİLCEK RİSKLER	41
1.6.1. Sistematik Riskler	41
1.6.1.1. Pazar (Piyasa) Riski	42
1.6.1.2. Enflasyon Riski	42
1.6.1.3. Faiz Oranı Riski	43
1.6.1.4. Kur Riski	43
1.6.1.5. Politik Risk.....	44
1.6.2. Sistematik Olmayan Riskler	44
1.6.2.1. Finansal Risk.....	44
1.6.2.2. Faaliyet Riski	45
1.6.2.3. Yönetim Riski	45
1.6.2.4. Sektör Riski.....	46
1.6.2.5. Likidite Riski.....	46
2.HİSSE SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN	
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER	46
2.1.FAİZ ORANINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER	46
2.2. ENFLASYONDAKİ DEĞİŞİKLİKLER.....	47
2.3. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞİKLİKLER	49
2.4. PARA ARZINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER.....	50
2.5.GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILADAKİ DEĞİŞİKLİKLER	51
2.6. HÜKÜMET HARCAMALARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER	53
2.7. KURUMLAR VERGİSİNDEKİ DEĞİŞİKLİKLER	54

2.8. SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİNDEKİ DEĞİŞİKLİKLER.....	55
2.9. ALTIN FİYATLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER.....	56
3. HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN DİĞER FAKTÖRLER.....	56
3.1. İŞLETME İÇİ FAKTÖRLER	56
3.1.1. Finansal Yapı.....	56
3.1.2. Sermaye Artırımı	58
3.1.3. Kar Dağıtım Politikaları.....	59
3.1.4. İnsider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti)	61
3.2. PİYASA PSİKOLOJİSİ	61
3.3. SİYASİ ETKENLER	62
3.4. MEVSİMSEL DEĞİŞKENLER	62
4. HİSSE SENEDİ FİYATLARI İLE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİLER ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALARA İLİŞKİN LİTERATÜR.....	63
4.1. LİTERATÜR ÇALIŞMASI ÖZET TABLOSU	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KRİZ DÖNEMİNDE İMKB'DE YER ALAN OTOMOTİV VE İNŞAAT İŞLETMELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON MODELİ İLE ANALİZİ

1.ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON MODELİ	79
2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KISITLARI	80
2.1. ARAŞTIRMANIN BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLERİ	81
3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	83

4.ARAŞTIRMANIN BULGULARI	84
4.1. KORELASYON ANALİZİ SONUÇLARI.....	84
4.1.1. (2007:1-2009:12) Kriz Dönemi Korelasyon Analizi Sonuçları.....	84
4.1.2. (2010:1- 2012:2) Kriz Olmayan Dönem Korelasyon Analizi Sonuçları	85
4.2. (2007:1- 2009:12) KRİZ DÖNEMİ ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI.....	86
4.2.1. (2007:1- 2009:12) Kriz Dönemi Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları	86
4.2.2. (2007:1- 2009:12) Kriz Dönemi İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları	90
4.3. (2010:1- 2012:12) KRİZ OLMAYAN DÖNEM ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI.....	93
4.3.1. (2010:1- 2012:12) Kriz Olmayan Dönem Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları.....	93
4.3.2. (2010:1-2012:12) Kriz Olmayan Dönem İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları	97
SONUÇ.....	102
KAYNAKÇA.....	104

TABLULAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. İstanbul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi.....	25
Tablo 2. İstanbul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi.....	27
Tablo 3. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (%).....	28
Tablo 4. Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyar Dolar).....	29
Tablo 5. Modele Dahil Edilen Otomotive İnşaat İşletmeleri.....	81
Tablo 6. Modelde Yer Alan Bağımsız Değişkenler.....	82
Tablo 7. Makroekonomik Değişkenler ile İnşaat Sektörüne Ait Bazı Hisse Senetleri İlişkisine Ait Korelasyon Analizi (2007-2009).....	85
Tablo 8. Makroekonomik Değişkenler ile İnşaat Sektörüne Ait Bazı Hisse Senetleri İlişkisine Ait Korelasyon Analizi (2010-2012).....	86
Tablo 9. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009)	87
Tablo 10. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş).....	89
Tablo 11. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009)	91
Tablo 12. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş).....	92
Tablo 13. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012)	94
Tablo 14. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş).....	96
Tablo 15. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012).....	98

Tablo 16. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012)

(Çoklu Doğrusal Bağlantı ve Otokorelasyon Düzeltilmiş).....100

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. 2000 - 2009 Yılları Arası Dünya GSYH % Değişimi.....	21
Şekil 2. 2002 – 2009 Yılları İşsizlik Oranları.....	22
Şekil 3. 2002-2009 Yılları Enflasyon Oranları.....	23

KISALTMALAR DİZİNİ

- ABD : Amerika Birleşik Devletleri
- BIST : Borsa İstanbul
- GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
- IMF : Uluslararası Para Fonu
- İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- MB : Merkez Bankası
- SPK : Sermaye Piyasaları Kanunu
- SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
- TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- TMSF : Türkiye Mevduatı Sigorta Fonu
- TTK : Türk Ticaret Kanunu
- VIF : Variance Inflation Factor

GİRİŞ

Fon arz ve taleplerinin karşılaştığı, menkul kıymetlerin el değiştirdiği ve küçük yatırımların bir araya gelerek büyük yatırımlara yön veren sermaye piyasasının en önemli araçlarında bir tanesi hisse senetleridir.

Sermaye Piyasalarının gelişmesi ile birlikte hisse senedi fiyatları makroekonomik faktörlere karşı son derece duyarlı hale gelmiştir. Yatırımcıların en yüksek getiriye sağlamayı amaçladıkları yatırımlarında risk ve getiri arasındaki tercihlerin makroekonomik faktörler göz önünde bulundurularak şekillendirilmesinin önemi gün geçtikçe artmıştır. Makroekonomik faktörlerdeki değişikliklerin hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu ya da olumsuz yönde etkiler yaratacağından doğru kararların alınmasında hisse senedi fiyatları üzerinde hangi faktörlerin, ne yönde etkisi olacağına incelenmesine yönelik pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak, yapılan çalışmalarda hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiler incelendiğinde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu da bu konu üzerinde çalışmayı daha da önemli hale getirmektedir.

Bu çalışmada, hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörlerin açıklanması ve Borsa İstanbul'da yer alan otomotiv ve inşaat işletmeleri üzerinde bir uygulama yapılarak, ekonomik kriz döneminde bu iki sektörün hisse senetleri fiyatlarının nasıl etkilendiğinin karşılaştırılması olarak açıklanması hedeflenmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde; ekonomik krizin tanımı, nedenleri, türleri hakkında bilgiler verilmiştir. Bununla birlikte Dünya'da ve Türkiye'de yaşanan krizler hakkında bilgiler verilmiştir. Çalışmada, 2008 Küresel Kriz döneminde otomotiv ve inşaat sektörlerine ait hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörler tespit edilmeye çalışıldığı için Küresel Kriz hakkında ve Türkiye'ye etkileri hakkında geniş bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde; Hisse senetleri hakkında geniş bilgiler verilmiştir. Hisse senedinin tanımı, ekonomik işlevi, türleri, türevleri, hisse senedi sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, hisse senetlerinin fiyat ve değer kavramları ve hisse senedi piyasasında karşılaşılabilecek riskler genel hatlarıyla açıklanmıştır. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler başlığı altında ise; hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörler; faiz oranındaki, enflasyondaki, döviz kurundaki, para

arzındaki, gayri safi milli hasıladaki, hükümet harcamalarındaki, sanayi üretim endeksindeki ve altın fiyatlarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi teorik olarak açıklanmış ve işletme içi faktörler, piyasa psikolojisi, siyasi etkenler ve mevsimsel değişiklikler gibi faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerinde ki etkileri de teorik olarak incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; Kriz döneminde Borsa İstanbul'da yer alan otomotiv ve inşaat işletmelerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki makroekonomik faktörlerin etkisini çoklu doğrusal regresyon yöntemi ile analizi yapılmıştır. Bu bölümde araştırmanın kapsamı ve kısıtları, bağımlı ve bağımsız değişkenleri, araştırmanın yöntemi ve bulgularına yer verilmiştir. Yapılan analizlerden elde edilen sonuçlara da çalışmanın sonuç bölümünde detaylı olarak yer verilmiş ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLER VE 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

1.EKONOMİK KRİZ

Etimolojik olarak Yunanca'ya dayanan kriz sözcüğü “karar vermek” anlamına gelmektedir. Aynı zamanda kriz kelimesi “birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme”, “sıkıntı”, “bunalım” gibi kelimelerle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Çarpraz, 2001:5).

Ekonomik anlamda kriz ise, ekonomik yapıyı oluşturan çeşitli mekanizmaların işlerliğini kaybetmesi şeklinde ortaya çıkan durumdur (Şen, 2009:142). Ekonomik kriz; ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan öngörülemeyen olayların, makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları önemli ölçüde sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelmektedir (Aktan ve Şen, 2001:126). Bir başka tanımlamaya göre ekonomik kriz; mal, hizmet, üretim faktörleri veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde oluşan şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir (Kibritçioğlu, 2001:175).

Ekonomik kriz, ekonomik gelişme sürecinde, mal ve hizmetlerin arz ve talep dengelerinin bozulması, tüm ekonomik unsurlar arasındaki ilişkilerin bozulmasına sebep olan olaylardır (Çarpraz, 2001:3). Ekonomik kriz, para, sermaye, işgücü, mal ve hizmet piyasalarında karar alan birimleri tedbir almaya yönlendiren ve ekonomik göstergelerin sürekli kötüleşmesine sebep olan piyasalara karşı güven sarsılmasıdır. Piyasada oluşan güvensizlik işlem maliyetini artırır, ekonomik anlaşma alanlarını daraltır ve var olan ekonomik problemlerin çözülemez bir hal almasına neden olur (Türkan, 2006:93).

Ekonomik krizlerin üretimde daralma, enflasyondaki ani değişimler, faizlerdeki yükseliş, iflasla işsizlik oranlarında artış, borsada çöküş, finansal piyasalarda dalgalanmalar gibi değişik göstergeleri vardır. Bu göstergelerin oluşması durumu ekonomik kriz olarak algılanabilir (Coşkun ve Balatan, 2009:15).

1.1. EKONOMİK KRİZLERİN NEDENLERİ

Ekonomik krizler çeşitli nedenlerden meydana gelebilmektedirler. Yanlış uygulanan ekonomi programları, arz ve talep yetersizliği, gelir dağılımındaki adaletsizlik, aşırı borçlanma, ülkelerin cari işlemler dengesini koruyamaması, sermaye hareketlerinin spekülasyon amaçlı gerçekleşmesi ve ülkelerin değişen ekonomik gelişmeler ekonomik krizlerin başlıca nedenleri arasında sayılabilir (Cengiz, 2008:12).

Ekonomik krizlere neden olan; üretimde hızlı düşüş, fiyatlar genel seviyesinde artış, işsizliğin artması, ücretlerin düşmesi, ülke borsasının ani çöküşü gibi faktörlerin yanı sıra doğal afetler (deprem, sel, vb.), askeri darbeler, siyasi yaşamda hükümet bunalımları, istikrarsız siyasi ortam, devletin ekonomiye müdahalesi gibi faktörlerde ekonomik krizlere sebep olabilmektedirler.

Ekonomik krizlere neden olan bütün faktörlerin yanında ekonomide beklentiler önemli bir etkiye sahiptir. Ekonomik gelişmenin en önemli faktörlerinden biri piyasa yapımcılarının iyimser beklentilere sahip olmasıdır. Piyasadaki psikolojik beklentiler, ülke veya ülkelerin siyasal, sosyal, ekonomik ve hukuki yapısındaki istikrar ve ekonomi yöneticilerinin kabiliyetleri bir ülkenin veya ülkelerin krize girmesi veya krizden çıkmasında önemli rol oynamaktadır (Sütütemiz, Balaban ve Okutan, 2009:3).

1.2. EKONOMİK KRİZLERİN TÜRLERİ

Ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak ikiye ayrılır. Reel sektör krizleri, piyasada mal ve /veya hizmet ve istihdamda ciddi dalgalanmalar şeklinde ortaya çıkar (Aktaran, Işık, Alagöz ve Yıldırım, 2006:239). Reel sektör krizleri, kendi içinde mal ve hizmet piyasasında kriz, iş gücü piyasasında işsizlik krizi olarak ayrılır. Finansal sektör krizleri ise, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarında oluşan şiddetli dalgalanmaları ve bankacılık sisteminde bankalara geri ödenmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda oluşan ciddi ekonomik sorunlardır (Kibritçioğlu ve Aykut, 2001:175). Finansal krizler; bankacılık krizleri, para krizleri, dış borç krizleri ve sistematik finansal krizler olarak ayrılmıştır.

1.2.1. Reel Sektör Krizleri

Reel sektör krizleri; mal, hizmet ve işgücü piyasalarında istihdamda veya üretimde ciddi daralma biçiminde ortaya çıkmaktadır. Mal ve hizmet piyasalarındaki toplam talep artışlarından kaynaklanan parasal (pozitif) şoklar ile, bir takım fiyat uyum etkenleri ve politik/kurumsal dinamik süreçlerin birlikte işleyişi sonucunda enflasyon oluşmaktadır. Eğer mal ve hizmet piyasalarında fiyatlar genel düzeyindeki sürekli ve normal sınırın üzerindeki bu artış enflasyon baskısını oluşturur. Bu enflasyon baskısını oluşturan nedenler arasında, yüksek kamu kesimi açıkları, sürekli döviz kuru artışları, yüksek enflasyon beklentisi, politik istikrarsızlık gibi etkenler yer almaktadır (Kibritçioğlu, 2001:175).

Reel krizler, ekonominin üretim yapan kısmı ile ilgili olmakla birlikte, mal ve hizmetlere olan talebin azalması ya da kesilmesi sonucu bu piyasalardaki üretimin ya da kesilmesi sonucu bu piyasalardaki üretimin daralması ya da durması ve bunun sonucunda işgücü piyasasında talebin azalarak işsizliğin hızlı bir biçimde yükselmesi şeklinde yani işsizlik krizinin patlak vermesiyle birlikte ortaya çıkmaktadır (Delice, 2003:58).

1.2.2. Finansal Krizler

Finans piyasası, fon arz eden ve fon talep edenlerin bir araya gelerek karlı yatırım alanlarına dönüşmesini sağlaması nedeniyle finans piyasalarında meydana gelecek bir dalgalanma fonların karlı yatırım projelerine dönüşmesini engellemekte ve ekonomik etkinliği azaltmaktadır (Delice, 2003:58). Finansal kriz, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarında meydana gelen şiddetli dalgalanmaları ve bankacılık sisteminde bankalara geri ödenmeyen kredilerin ciddi derecede artması sonucunda oluşan ekonomik sorunlardır (Kibritçioğlu, 2001:175).

Finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyonlarını yerine getirememesine yol açarak ekonomik faaliyetlerde önemli ölçüde gerilemeye neden olmaktadır. Finansal sektör bilançolarındaki bozulma, faiz oranlarının ve belirsizliğinin artması ile varlık fiyatlarında meydana gelen değişimler nedeniyle, finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması finansal krizlerin önemli sonuçlarındadır (Mishkin, 2001:3).

Finansal krizlerin oluşumunda piyasadaki iyimser hava sonucu artan spekülâtif yatırımların kredilere teminat gösterilmesi etkilidir. Fakat ekonomik daralmayla birlikte bu varlıkların likiditesi azalmakta, kredilerin geri dönüşümünde önemli ölçüde azalmalar meydana gelmektedir. Finansal krizlerin meydana gelmesinin nedenleri arasında, ülkelerin hızlı büyüme dönemlerinde aşırı borçlanması yer almaktadır (Duman, 2010:134) .

Finansal krizlere yani finansal piyasaların daralmasına yol açan dört önemli faktör üzerinde durulmaktadır. Bunlar;

- 1- Finansal sektör bilançolarındaki bozulma,
- 2- Faiz oranlarındaki artışlar,
- 3- Belirsizlikteki artışlar,
- 4- Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının bozulmasıdır (Mishkin, 2001:3).

Çok sayıda sınıflandırma bulunmasına rağmen ana hatlarıyla finansal krizler; para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ve sistematik olmayan krizler olmak üzere dört başlık altında değerlendirilmektedir (Sachs, 1998:243).

1.2.2.1. Para Krizleri

Para krizleri, döviz kurundaki yüksek oranlı değişmelerle ve devalüasyonla ilgilidir. Ülkede gerçekleşen devalüasyon ve ülkenin ulusal parasının değer kaybetmesi ile ilişkili olmakla birlikte, faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar ve uluslararası döviz rezervlerindeki azalmalar para krizlerini meydana getirmektedir. Bu yönüyle para krizleri uluslararası döviz rezervlerinde bir azalmaya ve ulusal paranın devalüasyonuna yol açacak spekülâtif atak dönemi olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkenin ulusal parasına olan güvenin kaybolması nedeniyle spekülâtif fonların ülkeyi terk etmeye başlaması ve merkez bankalarının destekleme çabalarına karşın mevcut döviz kuru sürdürülemez olarak ulusal paranın devalüe edilmesi veya dalgalanmaya bırakılması para krizlerinin oluşmasına neden olmaktadır (Kibritçioğlu, 2001:2).

Para krizleri, hem sabit kur hem de dalgalı kur uygulayan ülkelerde görülebilir. Sabit döviz kuru uygulayan ülkelerde oluşan ödemeler dengesi açığının

nedeni döviz rezervlerindeki azalmayla birlikte devalüasyon olarak gerçekleşirken, esnek döviz kuru uygulayan ülkelerde reel döviz kurunda ülkenin ulusal parasındaki aşırı değerlenmelerinin de para krizlerine yol açtığı söylenebilmektedir. Dolayısıyla para krizleri, farklı kur politikaları uygulayan ülkelerde farklı şekillerde ortaya çıksa da aynı sonuca yol açan krizler olarak da tanımlanmaktadır (Gemi, Emsen ve Değer, 2005:41).

1.2.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizlerinin, genellikle bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyerek ertelemeye zorlayan, banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatların kendilerine ödenmeyeceği şüphe ve korkusu ile banka müşterilerinin bir veya daha fazla bankadan kaçışları durumunda, geri ödenmeyen kredilerin fazlaşması halinde veya hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtulma ya da kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda ortaya çıktığı söylenebilmektedir. Bir bankaya olan güvensizlik nedeniyle müşterilerin mevduatlarını geri çekmesinden sonra mevduatların güvenilir olan başka banka ve piyasalara kayacaktır. Daha ilerleyen boyutta piyasadaki bütün bankalara güvensizlik oluşur ve tasarruflar nakde yönelir. Bu aşamada tasarruflar ya güven telkin eden kamu menkul kıymetlerine kayar ya döviz şeklinde tutulur yada piyasadaki çekilen mevduat yurt dışındaki bankalara kayabilir buda ülkede bankacılık krizlerinin daha da büyümesine yol açmaktadır (Afşar, 2004:93).

Bankacılık krizleri genellikle bankaların gerçek veya potansiyel iflasları ve asli fonksiyonlarını getirememesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Mevduat bankalarının işlem yaptıkları finansal araçları çevirme kabiliyetlerini yitirmeleri veya ani fon geri çekilişlerine maruz kalmalarında dolayı nakit sıkıntısı ve hatta geri ödeyememe durumuna düşmeleri sonucunda ortaya çıkan krizler olarak tanımlanmaktadır (Varlık, 2002:163). Panik içerisinde olan mudilerin hızlı bir şekilde mevduatlarını çekmesi, banka bilançolarının bozulması, geri dönmeyen kredilerin artması ve menkul kıymetler piyasadaki dalgalanmalar bankacılık krizlerin temel nedenleri arasında gösterilebilir. Eğer banka iflasları kapanma, birleşme, ve devlet tarafından el konulma yoluyla önlenemiyorsa bu durum

bankacılık krizinin patlak verdiği anlamına geldiği sayılabilir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:21).

1.2.2.3. Dış Borç Krizleri

Bir ülkenin dış ödeme sorunları dolayısıyla, kamu veya özel sektöre ait borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesi dış borç krizi olarak adlandırılmaktadır (Yavaş, 2007:53).

Dış borç krizi, dış borçlarını ödeyememesi alınan dış borçların verimli alanlara yönlendirilememesi, bu borçların geri ödeme vadesi geldiğinde ekonomik sistemin tamamen sıkıntıya düşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır (Ekşi, 2007:10).

Özellikle ülkelerin dış borçlarını ödeyebilmek ve dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşaması nedeniyle yükümlülüklerini ertelemesi şeklinde ortaya çıkan dış borç krizleri, kamu sektörünün yükümlülüklerinin yerine getiremeyeceği şeklindeki piyasa algısının özel sektör girişimlerinde de azalmaya yol açabilir. Bu da krizin derinleşmesine neden olabilmektedir (Doğan, 2005:5).

1.2.2.4. Sistematik Krizler

Sistematik finansal krizler, finansal sitemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli fonksiyonlarını bozan bir bunalım olarak tanımlanmaktadır. Bu tür krizler; ekonomik, siyasal, hukuksal ve sosyal yaşamın yapısından ve bu alanlarda meydana gelen değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda tüm finansal piyasalar ile bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tümünü etkilemektedir. Sistematik finansal krizler bir döviz krizini bünyesinde barındırabilirken; döviz krizleri her zaman sistematik krizlere yol açmayabilir. Bu krizlerin likidite problemleri olmakla birlikte, ülke borcunun aşırı artması, Merkez Bankası'nın piyasaya likidite sunmaktaki kabiliyetinin zayıf olması ve finans kesiminin dışından kaynaklanan sıkıntılar kriz göstergesi olarak söylenebilir (Doğan, 2005:5).

Para ve bankacılık krizlerini de içine alan sistematik finansal krizler, finansal sistemin temel fonksiyonlarını verimli ve etkin olarak yerine getiremediği ve ekonomik faaliyetleri büyük ölçüde olumsuz etkileyen krizler olarak da değerlendirilmektedir (Delice, 2003:62).

2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER

Dünya'da ve Türkiye'de yaşanan ekonomik krizler başlığı altında 1929 Büyük Dünya Buhranı, 1994 Meksika krizi, Arjantin Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1994 Türkiye Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri incelenecektir. Ayrıca çalışmanın konusunu oluşturan kriz dönemi olarak 2008 Küresel Ekonomik Krizi incelenecektir.

2.1. 1929 BÜYÜK DÜNYA BUHRANI

Büyük Dünya Buhranı, 1929 yılında başlayan ve etkisini 1930'lu yılların sonlarına kadar hissettiren ekonomik krizdir. Büyük Buhran, Kuzey Amerika ve Avrupa'yı merkez almasına rağmen, dünyanın geri kalanında da yıkıcı etkiler yaratmıştır. Dünya ölçeğinde "krizlerin babası" olarak nitelendirilen bu kriz, günümüze kadar yaşanan ekonomik krizlerin en sarsıcı sonuçlarını ortaya çıkarmıştır. 24 Ekim 1929 Perşembe günü borsanın çöküşü ile başlamıştır. 1929 Krizi o zamana kadar görülmemiş işsizliğin, ekonomik daralmanın, durgunluğun sebebi olmuştur. Ekonomide yeni akımların da temelleri bu kriz sebebiyle atılmıştır (Turan, 2011:3). Tarihte bu gün "Kara "Perşembe" olarak da adlandırılır. İnsanlar hisse senetlerini bir an önce ellerinden çıkarmak için birbirleriyle yarış haline girerken, oluşan panik borsanın daha da fazla düşmesine neden olmuştur. Borsa iki yıl içinde %90 oranında değer kaybetmiştir (Cengiz, 2008:32). Buhar, Kuzey Amerika ve Avrupa'da ortaya çıkmasına ve yoğun olarak hissedilmesine rağmen tüm Dünya'yı etkisi altına alarak yıkıcı sonuçlara yol açmıştır.

1929 Büyük Dünya Buhranı'nın sebepleri birincisi; şirketlerin mali güçleri arasındaki dengesizliklerdir. Amerika'da 1870'li yıllarda irili ufaklı birçok şirket varken I. Dünya Savaşı'nın beraberinde getirdiği zorluklar karşısında küçük şirketler birleşmek zorunda kalmış ve savaş sonrasında tekeller oluşturulmuşlardır. Amerikan ekonomisinin %50'si üzerinde söz sahibi olan holding sayısı çok fazlaydı ve bir tek holdingin iflası bile ekonomiyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Var olan şirket sayısındaki artış, girişimcilikten öte açgözlülüğe ve dolandırıcılığa yol açmıştır. Holding şirketlerinin; eğlence, demir yolları ve kamu sektörlerinin tüm parçalarını kontrol ediyor olmaları ve yatırım şirketlerinin şirket değerleri üzerinde hisse satıyor olması sürekli tahrip tehlikesiyle

karşı karşıya kalmalarına sebep olmaktadır. Holding şirketleri grup şirketlerine verdiği borcun faizi ile ayakta durabiliyorlardı ve şirketler temettü dağıtmıyorlar ve şirket borçlarını ödeyerek karlarını düşük gösteriyorlardı. Bu durum yatırımların kısılmasına sebep olmuş, bu durumda fiyatlarda kesin düşüşlerin olmasına neden olmuştur. Fiyatlardaki düşüş, gelirlerin düşüşlerini tetiklemiş ve şirketlerin mali yapılarının zayıflamasına neden olmuştur (Apak ve Aytaç, 2009:9) .

İkincisi sebep; bankaların yapılanmasının kötü olmasıdır. Bankaların sermaye esaslarını, rezerv ve kredi oranlarını belirleyen yasaların olmaması nedeniyle yatırımcılar hisse senedini aldıkları şirket hakkında bilgiye sahip değillerdi. Ticari bankaları ve yatırım bankalarını birbirlerinde ayıran yasal düzenlemelerde mevcut değildi. Çoğu kredinin hisse senedi ile teminatlandırıldığı için hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler kredileri olumsuz yönde etkilemiş, bu durumda piyasaya olan güvenin azalmasına yol açmıştır. Piyasaya olan güvensizlik nedeniyle insanların bankalara panik halinde hücum etmesi ekonomik krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur (Galbraith, 2009:187).

Büyük Buhranın üçüncü sebebi ise; Başkan Hoover yönetiminin ekonomiyi iyi yönetememesidir. Başkan Hoover yönetimi 1920'lerde hüküm süren liberal ekonomi anlayışına göre ekonomiye devlet müdahalesi yapmamayı uygun görmüştür. Fakat krize müdahale etmemenin toplumsal maliyeti çok büyük olmuştur (Turan, 2009:3).

Büyük Buhran'ın bir diğer sebebi ise; Amerika'nın Dünya üzerindeki kredi açıcı olmasıdır. Amerika'nın I. Dünya Savaşı sonrası Almanya ve İngiltere'den verilen kredilere karşılık tazminatların altın olarak geri ödenmesini istemiştir. Dünyada ki altın stokunun yetersizliği ve var olan altın rezervinin Amerika tarafından yönetiliyor olması talep edilen tazminatların altın olarak değil mal ve hizmet olarak geri ödenmesini zorunlu kılmıştır. Fakat bu durum Amerika'nın kendi mali piyasasına olumsuz bir şekilde yansımıştır. Amerika buna çözüm olarak gümrük duvarları koyma uygulaması yapmıştır. Bu uygulama ise yine Amerika'nın dış ticaretini küçülmüş ve vermiş olduğu kredilerin geri ödenmemesine yol açmıştır (Sağlam, 1998:38).

Yaşanan bu büyük bunalım, gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler, sanayileşmiş ülkeler olsun tüm Dünya ülkelerini etkilemiştir. Sanayileşmiş ülkeler üzerindeki etkilerine baktığımızda enflasyon da ve menkul kıymet fiyatlarında ve borsa endekslerinde yaklaşık % 50 düşüşler gerçekleşmiştir. Bununla birlikte hammadde fiyatlarında yaklaşık olarak % 50 artış gerçekleşmiştir. Bunların sonucunda ise Dünya’da sanayi üretimi düşmüş, ticaret hacmi çok fazla daralmış ve işsizlik oranında aşırı yükselmeler meydana gelmiştir (Özcan, 1981:82).

1929 yılı Türkiye’nin Krizle tanıştığı yıl olmuş ve Bu kriz tüm dünya da olduğu gibi Türkiye için de ciddi sıkıntılara neden olmuştur. Türkiye’de yaşanan en önemli problemler; dış ödemeler açığının artmasının, Türk parasının değer kaybetmesinin, deflasyonist sürecin yaşanmasının ve tarımsal ekim alanlarının daralmasının olduğu söylenebilmektedir (Tekeli ve İlkin, 2009:217).

Devlet, harcamaları kısarak denk bütçe politikası izlemiştir. Dış dengenin sağlanması için alınan tedbirler ithalat hacminin düşmesine yol açmıştır. Diğer yandan tarımsal ürün fiyatlarında ortaya çıkan düşüşleri dengelemek için devlet bazı ürünlere taban fiyat uygulaması getirmiş ve bu ürünlerin işlenmesi için sanayi tesisleri kurmaya yönelmiştir (Tekeli ve İlkin, 2009:217).

2.2. 1994 MEKSİKA KRİZİ

Meksika’ ya giren yabancı sermayenin hızlı bir şekilde artması Peso’nun değer kazanmasına ve cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Meksika yönetimi bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gitmiştir. Buda özellikle dolara endekli borçların devlet borçları içindeki ağırlığının artması 1994 yılının başlarında kısa vadeli bonoya karşı olan güvenin sarsılmasına yol açmıştır. Aynı dönemde Amerika’daki faiz oranlarının yükselmesi Meksika’da sermaye çıkışına sebep olmuş ve bu gelişmede ülkedeki faiz oranlarının yükselmesine ve döviz rezervlerinin hızla azalmasına sebep olmuştur (Sağlam, 1998:41).

Meksika ekonomisinde meydana gelen bu olumsuzlukların yanı sıra ülke içerisindeki siyasi sorunlar ve suç olaylarının artması ekonomiye yönelik beklentileri daha da olumsuzlaştırmış ve geçerli döviz kuru rejiminin sarsılmasına neden olmuştur. Olumsuz siyasi ortamın sürekliliği nedeniyle kriz derinleşmiştir Dış sermaye akımları durmuş, rezervler azalmış, cari işlemler açığı daha da büyümüştür.

Sonuçta büyüme negatife düşmesine, finansal sistem ağır bir baskı altında kalmasına, şirketlerin ve hane halkının fazlalaşan borçlarından dolayı reel gelirler düşmesine sebep olmuştur (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:218).

2.3. ARJANTİN KRİZİ

Arjantin II. Dünya Savaşı sonrasında çok sık kur krizleri ile karşılaşmış bir ülkedir. Enflasyonun düşürülmesi amacıyla sabit kura dayalı istikrar politikalarının izlenmesi küresel faktörlerin de etkisi ile genellikle kur krizi ile sonuçlanmıştır. Arjantin 1967-1995 yılları arasında sekiz defa istikrar programı uygulamış ve her programın ardından krizle yüz yüze kalmıştır. Yaşanan bu krizler sebebiyle ülke önemli bir rezerv kaybına uğramış ve devalüasyonlar yaşanmıştır. Sabit kur merkezli programlar hazırlanırken, bununla birlikte parasal ve mali disipline yönelik çeşitli gelir politikalarıyla ücret ve fiyat kontrolleri uygulanmaktaydı. Programın ilk yıllarında enflasyonda beklenen düşüş gerçekleşirken, daha sonra ki zamanda milli paranın aşırı değerlenmesi kaçınılmaz oluyor ve buda cari işlemlerde bozulmaya yol açıyordu. Nihayetinde güçlü devalüasyon beklentileri doğunca merkez bankasının kuru sürdürme çabaları adına yaptığı müdahaleler, döviz rezervlerinin azalmasıyla sonuçlanıyordu. Bu durum mali ve parasal disiplinin kaybolmasına, enflasyonun artmasına, dış dengesizliklerin büyümesine ve kurun çökmesine neden olmuştur (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:222).

Arjantin'deki kriz aynı zamanda faiz oranlarının yükselmesine, yüksek faiz oranları ise üretimde düşüslere neden olmuştur. Ülkede devalüasyon nedeniyle yabancı sermaye çıkışı başlamış ve ABD Dolarının Avrupa paraları ve Japon Yeni karşısında değer kazanması ülke ihracatını sıkıntıya sokmuş ve sonuç olarak hem üretimde hem gelirdede düşüş yaşanmıştır (Demir, 1999:139).

2.4. 1997 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ

1990'lı yılların başlarından itibaren dünyada yaşanan finansal krizler giderek küresel nitelik kazandığı, krizlerin etkilerinin diğer ülkelere de sıçradığı görülmektedir. Bu duruma; iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, finansal yenilikler, döviz kuru rejimindeki değişiklikler ve finansal küreselleşme sonucu uluslararası sermaye akımlarında görülen kontrolsüz artış eğilimi neden olmuştur.1992-1993 yıllarında Avrupa'da yaşanan döviz kuru mekanizmasına ilişkin kriz, Avrupa

lkelerinin rekabete dayalı döviz kurundaki ani ve hızlı ykselii ile ortaya çıkmış ve ülkeler arasında yayılmıştır (Eser, 2000:76).

Doğu ve Güneydoğu Asya lkelerinin ekonomileri 1970’li yıllarının ortalarından itibaren hızlı bir büyüme süreci yaamılardır. Ülkelerin ekonomik başarıları “mucize” diye adlandırılmış ve gelişmekte olan diğer ülkelere örnek olarak gösterilmiştir. Ancak Temmuz 1997’de Taylan’da balayan kriz, bölgenin diğer lkeleri Malezya, Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Hong Kong ve Singapur’a yayılmıştır. Ülkelerin paraları dolar karsında önemli derecede değer kaybettiği gibi, borsaları da kmtir. Dünya küresel krizin eiğine gelmiş ve birçok ülke kısa zamanda yıllarca geriye gitmiş, ekonomik istikrarsızlıkla birlikte politik istikrarsızlık yaanmıtır (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:181) .

1997 Temmuzda patlak veren Asya krizi, özellikle krize giren ekonomilerde, ekonomilerin daralmasına, borsaların çökmesine, işsizliğin artmasına, uluslararası alanda kredi akışının azalmasına, piyasadaki bankaların ve Şirketlerin iflaslarına, ulusal ve uluslararası piyasalarda faiz oranlarının yükselmesine ve uluslararası düzeyde ticaret hacminin dmesine yol açmıştır. Yaşanan kriz her yönüyle mali kriz olma özelliğini taşımaktadır. Mali sistemlerin zaaflarına, genelde dışa kapalı olması ve bankaların yanlış kredi politikaları uygulaması neden olmuştur. Mali kuruluşların yeterli denetimden uzak olmaları ve bankacılık sisteminde fiyat ve risk değerlendirilmesinin etkin bir Şekilde yapılmaması da krizin derinliğini artırmıştır (zbilen, 2000:37).

Doların uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla, dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma gelmiş ve aynı zamanda bölge ülkelerinin en önemli ticaret ortaklıklarında olan Japonya’da Yen’in değer kaybetmeye balamı ve bunun önüne geçilmesi amacıyla faiz oranlarını artırma yoluna gidilmiştir. Bu süreçte Yen’in değeri bir lde korunmuş fakat Güneydoğu Asya lkelerinde panik hızla artmıştır. Başlangıçta dış borca dayalı finansman politikası izleyen Şirketler ve bankalar yüksek miktarlarda dövize alımına gitmişler ve ülkelerin yüksek döviz rezervleri kısa sürede azalmıştır. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile ülkelerin yerli Şirket ve bankaları büyük zararlara uğramışlardır (Eren, 1999:25).

2.5. 1994 TÜRKİYE KRİZİ

Türkiye ekonomisi 5 Nisan 1994 yılında bir likidite krizi yaşamıştır. Kriz öncesi 1991-1993 yıllarında faiz dışı bütçe açığının milli gelire oranının yaklaşık %6.4 oranında yükselmesi, kamu borç stokunun artmasına neden olmuştur. 1990-1993 yılları arasında kamu faiz dışı bütçe açığındaki yükselme, reel iş gücü maliyetlerindeki yükselme, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi, kısa vadeli dış yükümlülüklerdeki artış, cari açığın artması gibi etkenler finansal krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Celasun, 2002:7).

1993 yılında hükümet kamu açıklarının finansmanını; iç borçlanma faiz oranlarını düşürmek ve borçlanma vadesini uzatmak gibi yöntemlerle sağlamaya çalışmıştır. Bu dönemde bankaların açık pozisyonlarının artması ve ellerinde daha az nakit değer tutmaları, bankacılık sektörünü krize duyarlı hale getirmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide faizlerin düşürülmesinin dövize olan talebi artırarak sermaye çıkışına yol açabileceği dikkate alınmamıştır (Kansu, 2004:164).

1994 Krizi'nin temeli, sürdürülemez duruma gelen cari açığa, bankaların açık pozisyonlarındaki artışlara ve hükümetin faiz oranlarını baskı altında tutma çabalarına dayanmaktadır (Ongun, 2002:58).

Yaşanan bu finansal kriz, sanayi ve ticaret sektörlerinin yanı sıra diğer sektörleri de olumsuz etkilemiştir. Ticaret sektöründe %7.6 oranında daralma yaşanırken, bu daralma sanayi sektöründe %5.7 ve üretim sanayinde %7.6 gerçekleşmiştir. Bu dönemde Kamu İktisadi Teşebbüslerdeki verimsizlik en yüksek seviyeye çıkmış aynı zamanda işsizlik oranı yükselmiş ve gelir dağılımında önemli ölçüde adaletsizlik oluşmuştur (Erez, 1996:5).

2.6. KASIM 2000 KRİZİ

Kasım 2000 krizi bir likidite krizi olmakla birlikte, 1999 ve 2000 yıllarında bankacılık sektöründe yaşananlar dikkate alındığında bu krize bankacılık krizi de demek mümkündür.

Türkiye IMF ile 1998 yılında Yakın İzleme Anlaşması ardından 1999 yılında kurulan yeni hükümet tarafından Aralık ayında da Stand- by anlaşması imzalanmış

ve buna bağlı olarak 2000-2002 dönemini kapsayan  yıl için enflasyon nleme programını uygulamaya koymuştur. Ancak 27 Ekim 2000 tarihinde Etibank ve Bank Kapital'in yönetimlerinin Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devri ile para ve sermaye piyasalarında krizin habercisi olmuş ve Kasım ayında kriz patlak vermiştir (Gnal, 2000:32).

Krizin sebepleri arasında, uygulanan enflasyon düşürme programının zayıf olması, bankacılık kesiminin riskli olan yeniden yapılandırılmasının gerçekleştirilememesi ve cari işlemler açığının beklentilerden daha yüksek çıkması ve bu açığın finansmanında önemli payı olan yurt dışı borçlanmalarının yıl sonuna yaklaşması nedeniyle mevsimsel olarak azalması sonucunda uygulanan para programının bir özelliği olarak likidite sıkışıklığının olmasıdır. Krizin sebepleri arasında döviz talebindeki artış ve bu artışla gelen Türk Lirası talebi artışı ve mali kesimdeki güvenin sarsılması gibi etkenler yer almaktadır (Uygur, 1994:6). Bu nedenlerin dışında Türkiye ekonomisinin yeteri kadar liberalleşmemesi, devlet kontrolünde bir yapının olması ve ülkenin krizlere çok açık hale gelmesi, bankacılık sektörünün yetersiz sermayeye sahip olması, kötü uygulanan politikalar ve piyasa aksaklıkları gibi nedenler de vardır (Arın, 2001:5).

Ayrıca, zelleştirmede yaşanan gecikmeler ve yabancılara programa yönelik duydukları güvensizlik nedeniyle bir ABD ve bir Alman bankasının bir gecede 7 milyar doları açan paraları çekmeleri, IMF'nin Türkiye'ye taahhüt ettiği kredi dilimini zamanında ödememesi kriz sonucu içi boşaltılan ve fon yönetimine alınan 11 holding bankasının oluşturduğu 10 milyar dolarlık yk likidite krizini daha da derinleştirmiştir. Yabancı sermayenin ülke dışına çıkmasının yanı sıra ülkemizde faaliyet gösteren firmalar bile yabancı ülkelerde yatırım yapmayı tercih eder hale gelmişlerdir (akıcı, 2001:475).

22 Kasım 2000 de patlak veren bu kriz, mali kesimde başlayan sarsıntı kısa zamanda reel kesimi de derinden etkilemiştir. Faiz bankalar arası piyasada gecelik borçlanma faizi üç kat artmasına %210 a yükselmesine sebep olmuştur. TCMB'nin döviz rezervlerinde önemli miktarda azalmaya neden olmuş ve döviz rezervleri iki hafta içerisinde 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara düşmüştür. Faizde yaşanan dalgalanmalar talep canlılığını olumsuz yönde etkilemiş ve talepteki düşüş de

üretimim azalmasına, stokların artmasına neden olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2004:336).

Kasım krizi sonucunda Türk bankacılık sisteminin menkul değer portföyü yaklaşık %33 oranında değer kaybetmiştir. Bankacılık sistemi öz kaynakları bu kriz neticesinde önemli ölçüde zarara uğramış ve kamu bankalarının şeffaflığı konuşulmaya başlamıştır (Uyar, 2003:136).Kriz, MB'nın piyasaya ek likidite sürmesi, faiz oranlarının yüksekliği, döviz piyasalarında büyük satışlar ve IMF'nin 7.5 milyar \$ lık ek rezerv kolaylığı ile çözümlenmiştir. Fakat ekonomide sorunlar devam etmiş ve hazine daha yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2004:336).

2.7. ŞUBAT 2001 KRİZİ

Türkiye' deki ekonomik görünüm; Kasım 2000 krizinin ardından piyasaların bir nebze olsun rahatladığı ve nispi olarak istikrarın sağlanabileceği şeklindeydi. Fakat, politikadaki belirsizlik ve reel ekonomide yaşanan sıkıntılar devalüasyon beklentilerini artırmış ve yeni bir kriz muhtemel görünmeye başlanmıştır. Kasım krizinden sonra artan risk primi nedeniyle yerli ve yabancı fonların vadeleri kısalmış ve Ocak ayından itibaren düşen faiz oranları Şubat ayında en yüksek seviyeye çıkmıştır. Zaten tedirgin olan piyasalar, 19 Şubat 2001'de Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan siyasi gerginlik spekülasyon saldırıyı başlatmış ve döviz krizine neden olmuştur (Günel, 2001:1035).

21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz %6200'e yükselmiş ve ortalama %4018 seviyesinde gerçekleşmiştir.16 Şubatta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara kadar düşmüştür. Merkez bankası 21 Şubat'ta dalgalı kur rejimine geçmiştir (Uygur, 2001:23).

Yaşanan bu kriz, bankacılık sektörünü farklı şekillerde etkilemiştir. Yükselen faiz oranlarına bağlı olarak vade uyumsuzluğu olan bazı bankaların fon zararları artmış, bankaların sahip olduğu menkul kıymetlerin değeri ciddi ölçüde düşmüştür. Dalgalı kur sistemine geçilmesinin ardından, yüksek açık pozisyonla çalışan bankalar için önemli miktarlarda kambiyo zararı ortaya çıkmıştır. Ayrıca krizle birlikte ekonominin daralması, takipteki alacakların yükselmesine yol açmıştır. Sonuç olarak,

bazı bankalar sektörden çekilirken bazılarının da TMSF'ye devri gerçekleştirilmiştir (Çelik, 2010:56).

Şubat 2001 krizi Türkiye'yi olumsuz yönde etkileyen en önemli krizlerinden birisidir. Finansal kriz sonrasında IMF ile yeni bir anlaşma yapılarak, tarımsal destekleme politikasında değişiklikler, özelleştirme, bankacılık sektörünün yapılandırılması ve MB'nın bağımsızlığını sağlamlaştırma gibi yapısal reformların uygulanmasını içeren yeni bir "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" Mayıs 2001' de ilan edilmiştir (Tay, 2007:78).Bu kriz yaşanmadan önce uygulanan enflasyonu düşürme programının başarısız olmasına neden olan bankacılık sektörünün zayıflığını ortadan kaldırmak, bankacılık sektörünü güçlendirmek için Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu kurularak ve Basel kriterleri hayata geçirilerek ve bununla birlikte ilan edilen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanarak kriz dönemi atlatılmıştır (Özkutlu, 2003:15).

3. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

2007 yılı ortasından itibaren etkilerini göstermeye başlayan ve 2008-2009 yıllarında şiddetlenen ekonomik kriz ABD' den başlayarak diğer bir çok ülkeyi etkisi altına alan ve 1929 Büyük Buhran'da sonra dünyada görülen en büyük kriz olarak adlandırılmaktadır (Sütütemiz, Balaban ve Okutan, 2009:32).

2008 Küresel Ekonomik Kriz; 2007 yılında ABD'de "Subprime Mortgage" kredilerin geri dönüşünde yaşanan sıkıntılarla ilk sinyallerini veren, 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brother isimli yatırım bankasının iflasını istemesiyle patlak veren ve dünyanın birçok ülkesini etkileyen bir krizdir (Koyuncu, 2010:73).Ortaya çıkan bu kriz; gelişen ülkelere doğru yayılma göstererek küreselleşen ve sonuç olarak hem finansal piyasaları hem de reel sektörleri etkileyen bir kriz haline gelmiştir (Alantar, 2008:1).

Küresel krizin en önemli sebeplerinde biri, subprime mortgage krizidir. Bankalar kredibilitesi zayıf olan kişi ve kurumlara mortgage kredisi vermiş ve böylelikle finansal kesim üzerine büyük bir risk almıştır. ABD'deki bankalar ekonomiyi inşaat sektörü ile canlandırmak için, ödeme gücü ve kredibilitesi düşük, subprime mortgage kredileri vererek, yüksek riskli kredilerin miktarını 1.5 trilyon dolara yükseltmişlerdir (Susam ve Bakkal, 2008:73).İpotekli konut kredilerinin

hacmi artmaya başlamış, bu kredilerden doğan alacaklar menkul kıymete çevrilmiş ve bu kredilere bağlı olarak yüksek miktarda riskli menkul kıymet ihraç edilmiştir. Bankalara Subprime kredi borcu olanların, borçlarını geri ödeyememeleri başlayınca kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi sonucunda ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerleri düşmüştür. Bankalar, piyasalarda yaşananlardan dolayı birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve kredi piyasası daralmaya başlamıştır. Tüm dünyadan yatırımcıların yüksek miktarlarda teminatlı borç senedi piyasasında yer almaları krizi diğer ülkelere de taşımıştır. Bundan dolayı birçok ülkenin ekonomisi küçülmüş ve ciddi ekonomik problemler ortaya çıkmıştır (Kutlu ve Demirci, 2011:1).

Bireysel mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler piyasasında ABD'nin lider olması, 2007 yılından itibaren konuta dayalı menkul kıymetlerin büyük bir kısmının bu ülkeden ihraç edilmesi ve finansal kurumların (monoline ve hedge fonlar gibi) türev ürünlerini kullanmaları, bu ülkede başlayan finansal sorunun küresel finans piyasaları üzerinde domino etkisine sebep olmuştur (Demir vd, 2008:8).

Emlak piyasasına ait kıymetli kağıtlarla birlikte, bu piyasada başlayan bozulmanın daha az riskli finansal varlıklara da yayılacağı korkusu ve bu korkunun 2008'de gerçekleşmesi finansal piyasaların bozulmasını daha da derinleştirmiş ve bu tür finansal araçları portföyünde bulunduran işletmelerin düşen fiyatlardan dolayı mali yapıları bozulmuştur. Finansal kuruluşların büyük zararlar açıklamaları ile likidite sıkışıklığı yaşanmaya başlamıştır. Ülke genelinde kendini gösteren talep daralması, üretim ve istihdamın azalması, finans sektöründe iflaslarla birlikte kriz meydana gelmiştir (Aras, 2010:99).

3.1. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN NEDENLERİ

Küresel krizin nedenlerinden en önemlisi mortgage kredileridir.200 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finans piyasasındaki likidite sürekli yükselmiştir. Piyasadaki likidite bolluğunu karlı operasyonlara dönüştürülmesi banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorun haline gelmiştir. Bu operasyonların başında mortgage kredileri gelmektedir. Bankalar, işi ve geliri olmayan kredibilitesi düşük kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilinen bu uygulamalar varlık fiyatlarının yani konut fiyatlarının çok

hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Konut piyasasında kredi patlamasında spekülâtif hareket eden yatırımcılar önemli rol oynamıştır. Ev fiyatlarının sürekli artacağı iddia edilmiştir bundan dolayı da ileride daha yüksek fiyatlarla aldıkları evleri satabileceğinin düşünen kişiler birden fazla ev alamaya yönelmiştir (Özel, 2008:33).

2007 yılının başlarından itibaren konut kredisinde geri ödeme problemleri ortaya çıkmıştır. Kredi geri ödemelerinde yaşanan sıkıntıların artmasıyla bankaların ellerindeki hacizli konut sayısı da artmış ve bankaların ellerindeki bu konutları satışa çıkarmıştır. Bundan dolayı konut fiyatları düşmüştür. Bu durumda kredi borçlarını ödemekte olan kişilerin ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır ve bunu gören kredi kullanan kişiler de evlerinin anahtarlarını bankalara göndererek kredi ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Sonuç olarak bankalar alacaklarını tahsil edememişlerdir ve zarar etmeye başlamışlardır (Alantar, 2008:1).

Krizin nedenlerinden ikincisi ise, menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme; borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişmiş halidir. Likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir (Alptekin, 2009:11). Yani bankaların ellerindeki kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen ya da tamamen bir yatırım bankasına veya başka bir mali kuruluşa satmasıdır (Akgüç, 2009:6). Ödemelerinin menkul kıymetleştirilmesi, geri ödenmeyen krediler yüzünden finans piyasasında domino etkisi oluşturmuş ve sadece kredi veren kuruluşların değil menkul kıymetleri satın alan diğer mali kuruluşlarında zarar uğramasına neden olmuş ve finans piyasasında iflasların yayılmasına neden olmuştur (Alantar, 2008:2).

Krize neden olan üçüncü etken ise hedge fonlardır. Yatırım bankalarının aktifleri içinde değeri olmayan zehirli kağıt olarak nitelendirilen finansal varlıkların yüksekliği, bankaların ayırdıkları karşılıklardan kaynaklanan büyük ölçüde zarara uğramalarına, yükümlülüklerini yerine getirememesine neden olmuş ve sermaye yetersizliğine yol açmıştır (Akgüç, 2009:7). Bankaların korunmak için, riskten kaçınmak için geliştirilen hedge fonlar; uluslararası piyasalarda büyük yatırımcıların

ellerindeki paralarını fazla gelir sağlamak amacıyla küresel ekonomide getirisi yüksek piyasalarda alım satım söz konusu olan yatırım fonlarıdır. Yatırımcılar, söz konusu hedge fonları kısa yada uzun pozisyonlarla, açığa alım satımlarla, yüksek kaldıraç ve borçlanma oranları ile, aşırı kar sağlamayı amaçlamışlardır. Resmi denetim kurumlarının bu fonları izleme sorumluluğunun olmaması ve yeterlilik rasyolarına tabi olmamaları bu fonların riskli hale gelmesine neden olmuştur. Bu nedenle, yatırım bankaları ve hedge fonlar finansal krizin başlıca sebepleri olarak görülmüştür (Akgüç, 2009:7).

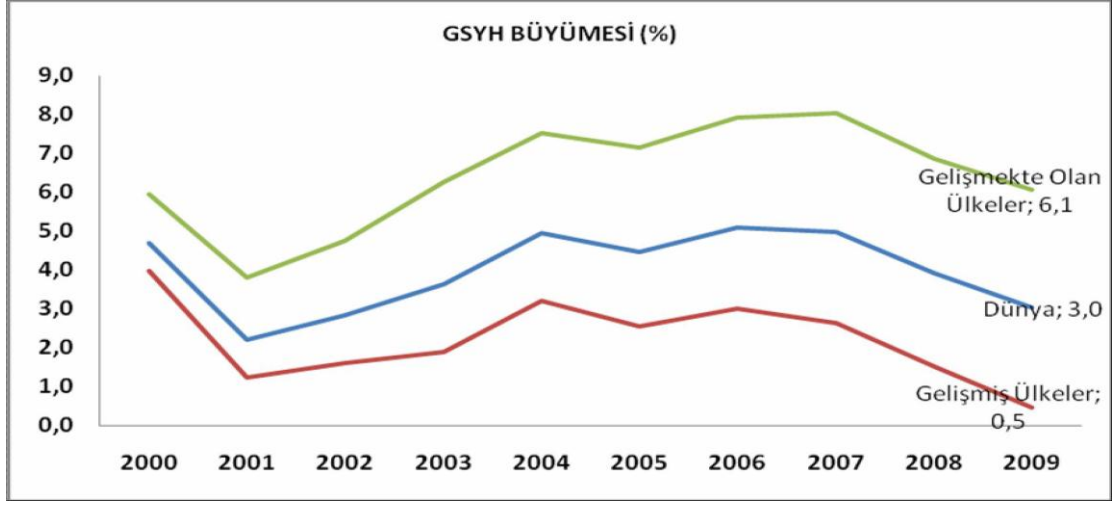
Krizin nedenlerinden dördüncüsü ise; derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki finans kurumlarının kredi notlarını doğru ya da tarafsız bir şekilde tespit edememesidir. Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili not veren derecelendirme kuruluşlarının bu firmalar tarafından finanse edilmesi bu derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetlerini azaltıcı bir etken olmuştur (Alantar, 2008:11). Aynı zamanda, derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini tespit etmekte gecikmiş ve yetersiz kalmıştır. Buda finans kuruluşlarının finansal yapıların olduğundan daha iyi görünmesine sebep olmuştur. Ancak finansal kriz başladıktan sonra kredi notları düşürülmüştür (Aslan, 2011:17).

3.2. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN DÜNYA EKONOMİSİNE ETKİLERİ

2008 yılının Eylül ayında ABD’de ortaya çıkan kriz, finansal piyasalarda küreselleşmeye bağlı olarak diğer ülkeleri de etkisi altına almıştır. ABD mortgage piyasalarında kendini gösteren kriz, mevcut bankaların borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu öncelikle Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer ülkeleri de hızla etkilemiş ve küresel ekonomik kriz haline gelmiştir (Susam ve Bakkal, 2008:75).

ABD ekonomisi ile sınırlı kalacağı düşünülen kriz, hem ABD bankacılık ve finansal sistemini hem de dünya finans sistemini etkisi altına almış ve küreselleşen ekonomik kriz ülkeleri olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Bu etkiler kısaca şöyledir; kalıcı küresel dengesizlikler ortaya çıkmıştır, uluslararası para sisteminin etkin bir şekilde işlemlerini engellenmiştir, ülkeler arasındaki ticaret ile para ve maliye politikaları arasındaki tutarsızlıklar derinleşmiştir (Erdönmez, 2009:86).

Şekil: 1. 2000 - 2009 Yılları Arası Dünya GSYH % Değişimi

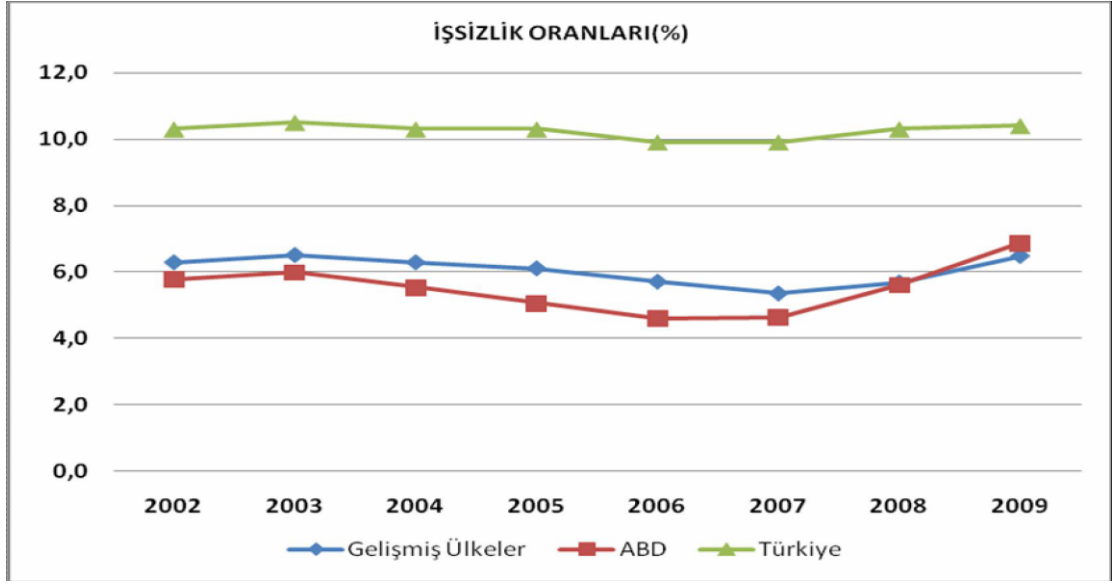


Kaynak: Alantar, Doğan (2008), “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, Finansal Kulüp, Maliye Finans Yazıları, Yıl:22, Sayı:81 Ekim, Ankara.

Şekil: 1’de gelişmekte olan ülkelerin, gelişen ülkelerin ve dünya GSYH’sının yüzdelerik değişimleri verilmiştir

2008 Küresel krizin dünya ekonomisi üzerindeki etkisi ülkelerin büyüme oranlarına yansımıştır. Dünya Gayri Yurtiçi Hasılasının içinde en büyük pay ABD’ye ve Avrupa Birliği ülkelerine aittir. Dünya ekonomisinde bu kadar büyük paya sahip bu iki bölge ekonomilerinde meydana gelen daralma dünya ekonomisini önemli ölçüde etkilemiştir.2007 yılı dünya GSYH’sında %5.17 oranında artış görülürken, 2009 yılında %1.06 oranında daralma meydana gelmiştir. Gelişmiş ülkelerin GSYH’sında 2007 yılında %2.7 oranında artış görülürken, 2009 yılında %3.4 oranında azalma meydana gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin GSYH’sında 2007 yılında %8.3 oranında artış görülürken, 2009 yılında %1.7 oranında büyüme meydana gelmiştir (Ergün ve Gökdemir, 2010:2111).

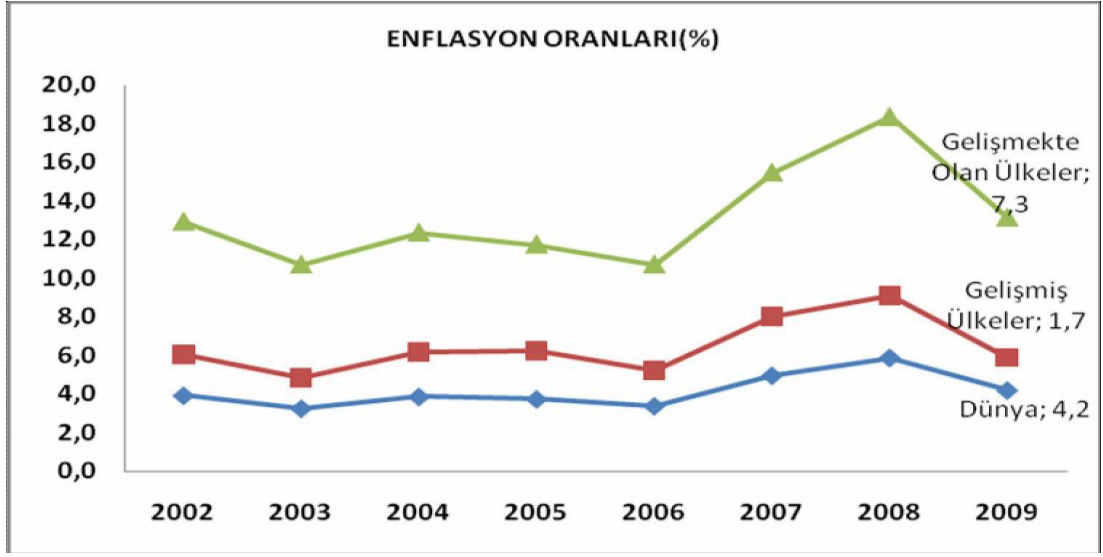
Şekil: 2. 2002 – 2009 Yılları İşsizlik Oranları



Kaynak: Alantar, Doğan (2008), "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", Finansal Kulüp, Maliye Finans Yazıları, Yıl:22, Sayı:81 Ekim, Ankara.

Şekil: 2'de Türkiye'nin, gelişmiş ülkelerin ve dünyanın 2002 - 2009 yıllarına ait işsizlik oranları verilmiştir. Küresel kriz işsizlik oranlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle ABD ve gelişmiş ekonomilerde yukarı yönlü trend görülmektedir. Türkiye'de ise 2006 ve 2007 yıllarında %10'un altında seyreden işsizlik oranları, 2008 yılında tekrar %10'nun üzerine çıkmaya başlamıştır (Ergün ve Gökdemir, 2010:1211).

Şekil: 3. 2002-2009 Yılları Enflasyon Oranları



Kaynak: Alantar, Doğan (2008), “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, Finansal Kulüp, Maliye Finans Yazıları, Yıl:22, Sayı:81 Ekim, Ankara.

Şekil: 3’ de 2002-2009 yılları arası gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere ve dünyaya ait enflasyon oranları verilmiştir. 2007 ve 2008 yıllarında gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelere ve dünyada enflasyon oranı yükselme eğilimi göstermiştir. Enflasyon oranlarının yükselişi sadece küresel kriz kaynaklı olmayıp petrol ve gıda fiyatlarındaki artışlardan da kaynaklanmıştır (Özatay, 2009:146).

Küresel krizin bir diğer sonucu özellikle gelişmiş ekonomilerde düzenleme taleplerinin artması olmuştur. Hedge fonlar gibi düzenlemesi tam olarak yapılmamış riskli araçlarda geleneksel bankacılık operasyonlarına kadar tüm finans alanında yeni düzenlemeler getirilmiştir. Finansal sistemin temel aracılık yapısında güven bunalımının meydana gelmesi ve reel ekonomide borç verenler ile borç alanlar arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucunda ülkeler finansal istikrarı sağlamak amacıyla piyasaya müdahale etmişlerdir (Acar, 2009:32).

3.3. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ

Ekonomik krizin etkileri Türkiye ekonomisinde hem finansal piyasada hem de reel ekonomi üzerinde kendini göstermektedir. Türkiye değişik boyutta ve özellikle birçok krizle karşılaşmıştır. Bu krizlerin bir kısmı dış ülkelerden kaynaklandığı gibi bir kısmı da ülke ekonomisinin iyi yönetilmesinden kaynaklanmıştır. ABD’de başlayan küresel krizden Türkiye ekonomisi de etkilenmiştir (Yıldırım, 2010:42).

ABD’de mortgage krizinin başladığı subprime kredilerinin Türkiye’de mevcut olmaması nedeniyle Türkiye, gayrimenkul piyasasında ABD’deki gibi bir sorunla karşılaşmamıştır. Fakat küresel krizin etkisiyle yurt dışı finansal piyasalarda ve borsalarda meydana gelen sert düşüşler İMKB’ye de doğrudan yansımış ve düşüşlerin yaşanmasına yol açmıştır (Apak ve Aytaç, 2009:218).

ABD ve AB ülkelerindeki ekonomik büyümeyi ve talep artışını büyük ölçüde engelleyen kriz; düşen faizler, hisse senetlerinin değer kaybetmesi ve yabancı sermayenin belirli ölçüde geri çekilmesi yatırım imkanları ve eğilimlerinde düşüşlere neden olmuştur. Böyle bir ekonomik konjoktürde küresel ekonomik krizin yaşandığı ve ABD ve AB gibi ülkelere yönelik ihracat imkanlarının da daralma meydana gelmiştir (Yazıcı, 2009:64).

Tablo: 1. İstanbul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi

YILLAR	AYLAR					
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
2007	41.182	41.431	43.661	44.984	47.081	47.093
2008	42.697	44.776	39.015	43.468	39.969	35.089
2009	25.934	24.027	25.765	31.652	35.003	36.949
	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2007	52.824	50.198	54.044	57.615	54.213	55.538
2008	42.200	39.844	36.051	27.833	25.715	26.814
2009	42.641	46.551	47.910	47.185	48.442	48.673

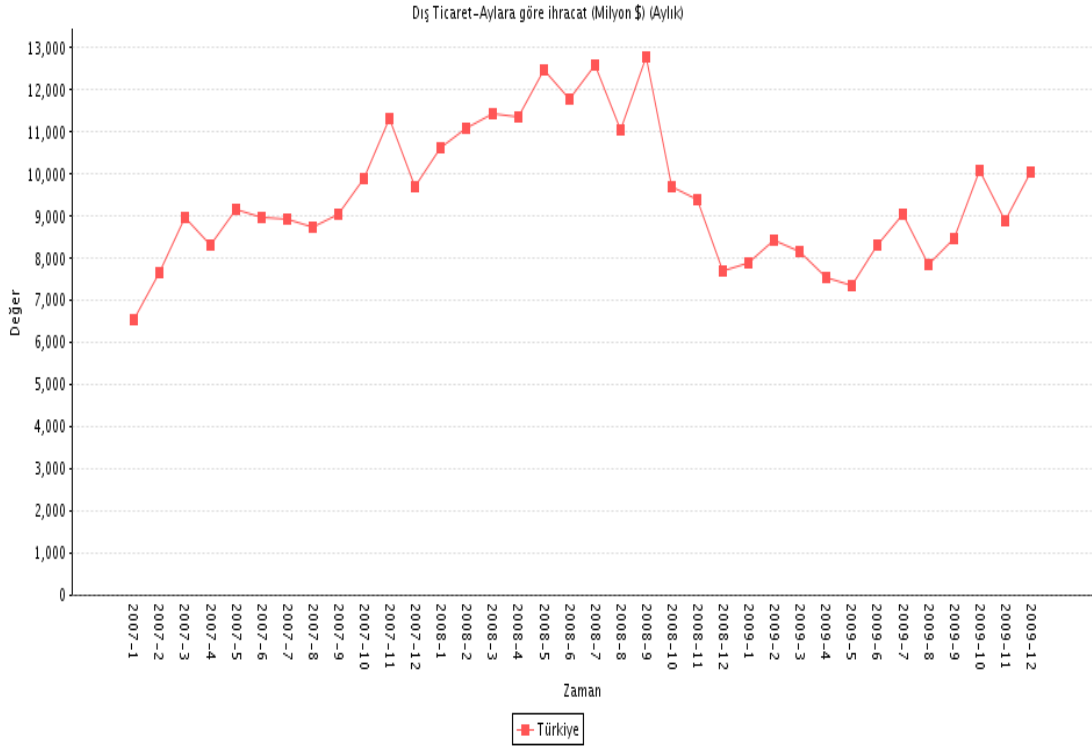
Kaynak: www.imkb.gov.tr E.T: 18.12.2012

Tablo: 1’de 2007, 2008 ve 2009 yıllarına ait aylık İMKB Bileşik Endeksi rakamları verilmiştir. Küresel ekonomik kriz Ağustos 2007’de başlamasına rağmen Türkiye’de borsa Aralık 2007’ ye kadar yükselmiş bu süreç de krizden etkilenmemiştir. Fakat 2008 yılı Ocak ayından itibaren düşme başlayan İMKB Endeksinde krizin etkisi görülmeye başlanmıştır. Aralık 2007’de 55.381 olan İMKB Bileşik Fiyat Endeksi, Ocak 2008 de %23.1 oranında düşerek 42.497 olarak gerçekleşmiştir. Ocak 2008 de 42.497 olan endeks yıl içerisinde %15.6 oranında düşerek Eylül 2008 de 36.051 olarak gerçekleşmiştir. İMKB Bileşik Fiyat Endeksi Aralık 2007 den Eylül 2008 e kadar % 35 değer kaybetmiştir. Aynı şekilde Eylül 2008 den sonra Mart 2009 a kadar düşüşler devam etmiştir.2009 Mart ayından itibaren tekrar yükselmeye başlayan İMKB Bileşik Fiyat Endeksi, 2009 Aralık ayında 48.673 seviyesine yükselmiştir. Fakat bu yükselme 2007 Aralık ayında 55.538 olan endeksi yakalayamamıştır. Bu rakamlara göre İMKB’de, yaşanan

kayıplar doğrultusunda finansal piyasaların çok kırılgan olduğu ve küresel krizin etkisinin önemli ölçüde hissedildiği görülmektedir (Yıldırım, 2010:43).

Küresel kriz Türkiye’de kendini reel sektörde de göstermiştir. Mali piyasalardaki krizin reel sektöre yansımaları sonucu, tüm dünya ülkeleri büyüme hızı düşüşler öngörülmüş ve özellikle gelişmiş ekonomilerin bir kısmı resesyona girmiştir. Bu durumda özellikle ihracatının büyük bir kısmını Avrupa Ülkelerine yapan Türkiye dış piyasalarda meydana gelen daralmalardan etkilenmiş ve bu durum dış ticaretin düşmesine neden olmuştur (Duman, 2010:108).

Grafik: 1. Türkiye Dış Ticaret Aylık İhracat (Milyon \$)



Kaynak: www.tuik.gov.tr E.T: 10.05.2013

Grafik: 1' e göre Eylül 2008 de patlak veren küresel krizle birlikte Türkiye dış ticaretinde de önemli düşüşler yaşanmıştır.2008 yılı Eylül ayında yaklaşık 13 milyar \$ olan aylık ihracat, Ekim 2008 de yaklaşık 9 milyar \$ seviyesine geri düşmüştür. Bu sert düşmeyle birlikte 2008 Kasım ayında düşüş devam etmiş ve

ihracat 9 milyar \$'ın altında gerçekleşmiştir. İhracat 2008 Kasım ayı itibariyle yükselmeye başlamıştır fakat 2009 yılı sonu itibariyle ancak 10 milyar \$ seviyelerine ulaşabilmiştir. Bu durum Türkiye dış ticaretinin krizden önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir.

Tablo: 2. 2002-2009 Yılları Arası Makroekonomik Değişkenler

Yıllar	GSMH'daki Değişim (%)	İşsizlik Oranı (%)	İthalat (Milyon Dolar)	İhracat (Milyon Dolar)	Net Dış Ticaret	İhracat/İthalat (%)	Enflasyon
2002	6.2	10.3	51.554	36059	-15.495	70	29.75
2003	5.3	10.5	69.340	47.253	-22.087	68	18.36
2004	9.4	10.8	97.540	63.167	-34.373	65	9.32
2005	8.4	10.6	116.774	73.476	-43.298	63	7.72
2006	6.9	10.2	139.576	85.535	-54.041	61	9.65
2007	4.5	10.3	170.063	107.272	-62.791	65	10.06
2008	0.9	11.0	201.964	132.027	-69.937	65	10.06
2009	-4.7	13.5	134.401	109.679	-24.729	82	6.53
2010	6.8	11	185.5	113.9	-71.6	61	6.40

Kaynak: www.tuik.gov.tr E.T: 10.05.2013

Tablo: 2' de 2002 ve 2010 yılları arası seçilmiş makroekonomik göstergelere ait rakamlar yer almaktadır. Tabloda görüldüğü gibi, 2002- 2007 arasında % 4.5 ile % 9.4 büyüme gösteren Türkiye ekonomisi, 2008 yılında önemli düşüşle sadece %0.9 oranında büyüme sağlamıştır. Büyüme oranlarındaki bu düşüş yani küçülme eğilimi 2009 yılı ilk çeyreğinde %14.7, ikinci çeyreğinde %7.9, üçüncü çeyreğinde

ise % 3.3.lük düşüş oranı ile devam etmiştir. Küresel ekonomik kriz, Türkiye işsizlik oranlarında da kendini göstermiştir. 2009 yılı işsizlik oranında, 2008 yılına göre % 2.5'lik bir artış görülmüştür.

Küresel krizden Türkiye dış ticaretinin büyük ölçüde etkilendiğini daha önce açıklamıştık. İhracatı önemli miktarda düşüşe yol açan kriz, 2008 yılı ihracatı 132 milyar \$ iken 2009 yılına 109.6 milyar \$'a düşmesine neden olmuştur. İthalat ise 2008 yılında 202 milyar \$ iken 2009 yılında 134.4 milyar \$ a gerilemiştir. Bununla birlikte ithalatın ihracattan daha hızlı bir şekilde düşmesiyle ihracatın ithalatı karşılama oranı % 65'den %82'ye yükselmiştir. Buda dış ticaret açığının gerilemesine neden olmuştur.

Tablo: 3. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (%)

	2007	2008	2009	2010
Ocak	77.9	77.9	61.6	68.6
Şubat	77.3	78.0	60.9	67.8
Mart	80.3	76.9	58.7	67.3
Nisan	80.5	78.6	59.7	72.7
Mayıs	80.8	79.2	64.0	73.3
Haziran	81.7	80.3	67.5	73.3
Temmuz	82.0	79.8	67.9	74.4
Ağustos	79.6	80.0	68.9	73.0
Eylül	80.8	77.3	68.0	73.5
Ekim	81.6	75.8	68.2	75.3
Kasım	80.8	71.8	69.8	75.9
Aralık	79.2	64.9	67.7	75.6

Kaynak: www.tuik.gov.tr E.T:10.05.2013

Tablo: 3’de 2007, 2008,2009 ve 2010 yıllarına ait İmalat Sanayi Kapasite Kullanım oranları verilmiştir. Şubat 2010’da imalat sanayi kapasite kullanım oranı %67.8 olarak gerçekleşmiş ve söz konusu ayda bu oran bir önceki yılın aynı ayına göre 6.9 puan atmış, 2010 yılının Ocak ayına göre ise 1.3 puan azalmıştır. Kapasite Kullanım oranı Eylül 2007’de % 80.8 iken 2008 yılının Eylül ayında 3.5 puanlık bir düşüş göstermiş ve % 77.3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı şekilde 2009 yılı Eylül ayında da düşme devam etmiş ve kapasite kullanım oranı %68.2 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranı genel olarak 2008 yılı son çeyrek itibari ile düşme eğilimine girmiş ve bu düşüş 2009 yılı son çeyreği ile tekrar yükselmeye başlamıştır.

Tablo: 4. Türkiye’nin Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)

	Özel Sektör	Kamu Kesimi	Toplam
2003	48.875	95.217	144.092
2004	63.901	97.078	160.979
2005	83.875	85.837	169.712
2006	120.329	87.265	207.594
2007	160.101	89.325	249.426
2008	185.597	92.345	278.302
2009	176.296	97.158	273.454

Kaynak: www.hazine.gov.tr E.T:10.05.2013

Tablo: 4’de Türkiye’nin kamu ve özel sektöre ait dış borç stoku ve toplam dış borç stoku yer almaktadır. Küresel kriz, özel sektörün borçlanması üzerinde direkt etkili olmuştur (Yıldırım, 2010:45).Tabloda özel kesimin borçlarının kamuya göre daha hızlı arttığı görülmektedir. Özel sektörün 2003 yılında 49 milyar \$ olan dış

borcu sürekli artış kaydederek 2005 yılında 83.875 milyar \$'a, 2008 yılında ise 185.597 milyar \$'a yükselmiştir. Fakat 2009 yılında düşme meydana gelmiş ve özel kesim borcu 176.296 milyar \$'a düşmüştür. Kamu kesimi dış borçlanma da ise görülmekte ise özel kesim dış borçlanmasına göre daha yavaş bir artış görülmektedir.

Türkiye ekonomisi, 2008 krizinden temelde dört farklı kanaldan etkilenmiştir. Bu kanallar dış talepte azalma, dış kredi azalması, iç kredi daralması ve ekonomiye duyulan güvenin azalması şeklindedir. Krizin etkilediği kanalların artmasında 1929 büyük dünya buhranında söz konusu olmayan yabancı sermayenin son yıllarda ülke ekonomisinde önemli bir paya sahip olmasından kaynaklanmıştır. Ancak Türkiye 2000 ve 2001 krizlerinde elde ettiği tecrübeler sonucunda öncelikle mali sektörde kendini gösteren ve daha sonra reel sektörde etkilerini sürdüren küresel krizden diğer Avrupa ülkeleri veya gelişmekte olan ülkelere nazaran daha az etkilenmiştir (Soylu, 2009:262).

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ VE HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.HİSSE SENEDİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Hisse senedi, şirket sermayesinin bir parçasını temsil eder ve şirket esas sözleşmesi, sermayenin kaç hisseye ayrılacağı ve her hissenin sermayenin ne kadarını temsil edeceğini tayin eder (Çapanoğlu, 1993:40).

Hisse senetleri; anonim ve hisseli komandit şirketlerce düzenlenen payları temsil etmek üzere, şekil şartlarına tabi kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir (Domaniç, 1978:884).

Hisse Senedi, anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler tarafından çıkarılan, sermayenin belli bir oranını temsil eden ve sahiplerine aynı oranda ortaklık hakkı veren yasal şekillere uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır (Aydın, 2004:63).

Hisse senetleri anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler tarafından çıkartılan ve sahiplerine ortaklık hakkı veren değerli evraklardır. Türkiye`de Sermaye Piyasası Kurulu sadece anonim şirketlerin hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışına izin vermesi nedeniyle hisse senedi kavramı ile ifade edilen, anonim şirketlerinin hisse senetleridir.

Hisse senedinin başlıca üç avantajı vardır (Karabıyık, 1997:19);

- 1) Temettü geliri,
- 2) Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artış ve
- 3) Rüçhan hakkı satışından elde edilen gelir.

1.1. HİSSE SENEDİNİN EKONOMİK İŞLEVLERİ

Sermaye Piyasası'nda fon alış verişine aracılık eden en önemli menkul kıymet olan hisse senedinin ekonomiye etkileri oldukça önemlidir. Hisse senetlerinin ekonomik işlevleri aşağıda sıralanmıştır (Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, 2004:8);

Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

Hisse senetleri, üretim araçlarının iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlar.

Hisse senetleri, halkı ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.

Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.

Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket yatırım ve işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yolla sağlasa, bunun bir aracı maliyeti vardır.

1.2. HİSSE SENEDİ TÜRLERİ

Hisse senetlerinin, hamiline ve namına yazılı hisse senetleri, adi ve imtiyazlı hisse senetleri, bedelli ve bedelsiz hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetleri ve kurucu ve intifa hisse senetleri gibi çeşitleri vardır.

1.2.1. Hamiline ve Namına Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetlerinin hamiline ve namına yazılı hisse senetleri olarak ayrılması devir işlemlerindeki farklılıklardan ortaya çıkmaktadır. Esas sözleşmede aksine hüküm yer almadıkça, hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekmektedir.

Hamiline yazılı hisse senedi çıkartılabilmesi için hisse bedellerinin tamamının ödenmiş olması ve şirketin esas sözleşmesinde konuya ilişkin hüküm bulunması

gerekmektedir. Hamiline hisse senedinde, senedin hamiline yazılı olduğu belirtilir. Hamiline yazılı hisse senedinin yatırımcıya sağladığı en önemli avantaj, hisse senedi sahipliğinin teslim ile devredilmesidir. Böylece yatırımcı, hisse senedi satımını kolaylıkla gerçekleştirebilir. Hamiline yazılı hisse senetleri, gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınaî mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi avantajlara da sahiptir (Taner ve Akaya,2009).

Nama yazılı hisse senetleri, pay defterinde yazılı kimseler adına düzenlenir. Mülkiyetin devri, esas sözleşmede aksine hüküm olmadıkça, hisse senedinin, satın alana teslimi ve şirket pay defterine kayıt edilmesi ile gerçekleşir (Sarıkamış, Ceylan, Aydın ve Coşkun, 2008). Nama yazılı hisse senetlerinde, sahiplerinin adı, soyadı, adresleri yazılır. Pay defterine kayıtlı kişi, şirketin ortaklık hakkına sahiptir (TTK, Madde – 415 – 417).

1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri, esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlar. Bu şekilde sahibine eşit haklar sağlayan hisse senetleri adi hisse senetleridir. Adi hisse senetleri, sahiplerine genel kurulda eşit oy kullanma hakkı ile kar dağıtım ve tasfiyede eşit olarak pay alma hakkı tanır (Taner, 2009:123).

İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetlerine nazaran kara iştirak ve genel kurulda oy kullanmak bakımından, sahibine imtiyazlı haklar sağlar (TTK, Madde – 401).

Bu bakımdan, şirketin kurucuları, ileride yeni ortakların katılımını düşünüyorlar ise, yeni ortaklarla aynı haklara sahip olmamak için, kuruluş sermayesini temsil eden hisse senetlerine, esas sözleşmede bazı imtiyazlar sağlarlar (Karşlı, 2004:447).

1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Bedelli hisse senetleri, yeni taahhüt ve ödeme yolu ile çıkartılan, kuruluş aşamasında veya sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımı ile eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınan hisse

senetleridir. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan fon transferi sağlanmaktadır (Kondak, 1998:81).

Bedelsiz hisse senetleri; yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının, sermayeye ilave edilmesi nedeniyle çıkarılan hisse senetleridir (Coşkun, 2002:180).

1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Primli hisse senedi, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetleridir. Primli hisse senetlerinin ihracı için şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması ya da genel kurul tarafından karar alınması gerekmektedir. Primli hisse senetleri kayıtlı sermaye sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile ihraç edilebilir (Coşkun, 2008:273).

Primsiz hisse senetleri; üzerinde yazılı olan değer ile ihraç edilen hisse senetleridir.

1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkı da vermez ve kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere esas sözleşme hükümleri gereğince, şirketin karının bir kısmına iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir (Karlı, 2004:448).

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı karar doğrultusunda bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir (Karan, 2004:310).

1.3. HİSSE SENEDİ TÜREVLERİ

Hisse senetlerinin, Kar-Zarar Ortaklığı Belgeleri, Katılma İntifa senetleri ve Oydan yoksun hisse senetleri gibi türevleri vardır.

1.3.1. Kar – Zarar Ortaklığı Belgeleri

Kar - zarar ortaklığı belgeleri, değişime konu olan menkul kıymetleri çoğaltmak ve çeşitlendirmek amacıyla çıkarılmaktadır. Faiz dışı kazanca uygun yönü sebebiyle kendine özgü bir yanı bulunmaktadır.

Kar – zarar ortaklığı belgeleri, kar ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, sahiplerine şirket yönetiminde oy hakkı vermez hisse senedinin aksine vadelidir. Vade bitiminde anapara ve kar payı belge sahiplerine geri ödenir. Kar – zarar ortaklığı belgelerinde en kısa vade 1 ay, en uzun vade 7 yıldır (Kondak, 1998:82).

1.3.2. Katılma İntifa Senetleri

Katılma intifa senetleri, şirketlerin nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın, kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma haklarını sağlayan senetlerdir. Bu senetler, nakit karşılığı satılmak üzere, nama veya hamiline olarak çıkartılabilir. Bu tür senetler zarara katılma yükümlülüğü getirmezler, bu senetlerin belirli bir geri ödeme vadesi yoktur, ortaklık hakkını temsil etmedikleri için senet sahiplerinin şirket yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı da yoktur (Sarıaslan ve Erol, 2008:114).

1.3.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Oydan yoksun hisse senetleri şirketin sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri, sahibine oy hakkı vermeyen ancak kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan menkul kıymetlerdir (Ergül, 2004:14).

Oydan yoksun hisse senetlerinin ilk ihracında halka arz zorunludur. Bu senetler sahiplerine, esas sözleşmede gösterilecek oranda kar payında imtiyaz tanınması da zorunludur. Şirketler, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak koşuluyla, senet sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanıyabilmektedir. Şirketin 3. yıl art arda kar dağıtmaması veya mevzuatın izin vermediği durumlarda bir yıl kar dağıtmaması halinde, bu durumun kesinleştiği genel kurul toplantısının tarihini izleyen yıl oydan yoksun hisse senetleri, adi hisse senedi haline dönüşmekte ve senet

sahipleri esas sermayeye katılımları oranında oy hakkı elde etmektedirler (Ergül, 2004:14).

1.4. HİSSE SENEDİ SAHİBİNİN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

Hisse senedi sahibinin; oy kullanma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, şirket karından pay alma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve şirket faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı vardır. Bununla birlikte, sermaye ve sır saklama borcu vardır.

1.4.1. Hisse Senedi Sahibinin Hakları

Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder, sahibine her türlü ortaklık haklarında yararlanma imkânı sağlar. Bunlar; oy kullanma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, şirket karından pay alma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı, şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı gibi haklardır (Taner ve Akkaya, 2009:122).

1.4.1.1. Oy Kullanma Hakkı

Oy kullanma hakkı, TTK'ya göre hisse sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir (TTK, Madde – 373).

Oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir payın oy hakkı artırılabilir ancak her hisse sahibine ait oyların sınırlandırılması mümkün değildir. Bununla birlikte SPK'nu ile getirilen düzenlemeyle anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun hisse senetleri ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir (SPK, Madde – 14/A).

1.4.1.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Şirket yönetimine katılma hakkı, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Fakat yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin % 51'ni elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir.

Ancak, sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde % 10'luk oy ile yönetimin ele geçirebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir (TTK, Madde – 341, 348, 349, 366, 367).

Öte yandan TTK'nun 341, 348, 356, 359, 366, 367 ve 377. Maddeleri'nde esas sermayenin en az onda birini temsil eden hisse sahiplerine tanınan haklar, SPK'nun 11. Maddesi hükümlerine göre halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az % 5'nin temsil eden hisse sahipleri tarafından kullanılabilir.

1.4.1.3. Şirket Karından Pay Alma Hakkı

Hisse sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kar payı, hisse sahibinin olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ya göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kar payı dağıtılamaz (TTK, Madde – 469).

1.4.1.4. Rüçhan Hakkı

Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında artırılan sermaye kısmından da pay alma hakkını ifade etmektedir. Bu hak, eski senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır. Rüçhan hakkı ortak yönünde kar ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Rüçhan hakkı iki şekilde ortadan kaldırılabilir. Esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınmış ise yönetim kurulu rüçhan haklarının kullanımını kısıtlayabilir veya kaldırılabilir (Coşkun, 2008:270).

1.4.1.5. Tasfiyeden Pay Alma Hakkı

Tasfiyeden pay alma hakkı, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa hissesi oranında iştirak eder (TTK, Madde – 455).

Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen hisse ile sınırlı bir borç yaratır. Hisse bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu değildir. Hisse senedi değerinde meydana gelen artış ve kullanılmayan rüçhan hakkı kuponlarının satışından sağlanan gelir de hisse senetlerinin sağladığı diğer mali haklar arasında sayılabilir.

1.4.1.6. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi Alma Hakkı

Şirket faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı, Türk Ticaret Kanunu'na göre esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca hisse sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle da kar ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TTK, Madde – 362 ve 363).

Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır, incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (TTK, Madde – 363).

1.4.2. Hisse Senedi Sahibinin Yükümlülükleri

Hisse senedi sahiplerinin, sermaye borcu ve sır saklama gibi yükümlülükleri vardır.

1.4.2.1. Sermaye Borcu

Sermaye borcu, hisse senedi sahipleri, taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunun belirlediği tarihlerde yatırmak zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilir, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilir, hatta tazminat ödenek zorunda kalabilir. Sermayesi tamamen ödenmemiş bir şirket iflas eder ya da tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için hisse senedi sahiplerinden taahhütlerin henüz ödenmemiş kısmı kabul talep edilebilir (Erdem, 2008:80).

1.4.2.2. Sır Saklama Borcu

Sır saklama borcu, her hisse sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da, şirket sırlarını saklamak zorundadır (TTK, Madde – 363).

1.5. HİSSE SENEDİ FİYAT VE DEĞER KAVRAMLARI

Hisse senetlerinin nominal, ihraç, piyasa ve borsa fiyatları vardır. Bununla birlikte defter, tasfiye, işleyen teşebbüs, net aktif, alternatif ve gerçek değerleri vardır.

1.5.1. Hisse Senedi Fiyat Kavramları

1.5.1.1. Nominal Fiyat

Nominal fiyat, hisse senedinin üzerinde yazılı olan fiyattır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. Hisse senedinin nominal fiyatı en az 1 kuruş olabilir ve bu değer en az 1'er kuruş olarak yükseltilebilir (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2010:183).

1.5.1.2. İhraç Fiyatı

İhraç fiyatı, hisse senetlerinin şirket tarafından ihracı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Bu fiyat uzman kuruluşlarca şirketin gelecekte elde edebileceği nakit akışı tahmin edilerek hesaplanır. Mevzuatımıza göre ihraç fiyatının nominal fiyattın altında olması mümkün değildir (Karan, 2004:309).

1.5.1.3. Piyasa Fiyatı

Piyasa fiyatı, bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyattır. Bu fiyat piyasadaki arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişim olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişimler bağılı olarak bir hisse senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişimler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde ya da altında bir fiyat oluşabilir (Bolak, 1991:79).

1.5.1.4. Borsa Fiyatı

Borsa fiyatı, borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyattır. Borsanın işleyişine göre hisse senetlerinin açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyatları da hesaplanmakta ve ilan edilmektedir (Apak, 1995:34).

1.5.2. Hisse Senedi Değer Kavramları

1.5.2.1. Defter Değeri

Defter değeri, bir işletmenin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. İşletmenin öz sermayesi, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar toplamından oluşmaktadır. Bir işletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, tersi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır (Coşkun, 2002:181).

1.5.2.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucunda oluşan değerdir (İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu, 2010:186).

1.5.2.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde alacağı değerdir. İşletmenin varlıklarının tek tek toplamından ziyade, bir bütün olarak işletmenin değerini ifade etmektedir (Korkmaz ve Ceylan 2010:179).

1.5.2.4. Net Aktif Değeri

Net aktif değeri, hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi ile oluşan değerdir (Kondak, 1998:89).

1.5.2.5. Alternatif Gelir Değeri

Alternatif gelir değeri, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp başka bir yatırım şeklinde değerlendirilmiş olması halinde, söz konusu tutar ile elde edilebilecek alternatif gelirin hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilen değerdir. Bu değer belirlenmesinde, sermayeden elde edilen gelir genellikle banka faizi ve devlet tahvili getirisi ile karşılaştırılmaktadır.

1.5.2.6. Gerçek Değer

Gerçek değer, işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payı, sermaye yapısı gibi faktörlere göre belirlenen değerdir. Bu değer, yatırımcıların işletmeden bekledikleri gelir yaratma potansiyelini ve kazanç oranını yansıtır. Mevcut koşullar altında yatırımcılarca hisse senedine biçilen, hisse senedi için normal bulunan değerdir (Şakar, 1997:107).

1.6. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA KARŞILAŞILABİLCEK RİSKLER

Risk sözcüğü; genel olarak “arzu edilmeyen bir olay veya etkinin ortaya çıkma olasılığı” nı ifade etmektedir (Sarıkamış, 2000:163).

Finansal anlamda risk ise; beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı yani yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan sağlayacağı getirinin, beklenen getiriden farklı olması olasılığıdır (Bolak, 2001:136).

Finansal risk, yatırımcıların yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getirinin yatırım yaparken kesin olarak bilinmediğini, gerçekleşecek getirinin farklılık göstererek beklenen getiriden az ya da fazla gerçekleşme olasılığını, kısaca beklentiden sapmayı ifade eder (Altay, 2004:3).

Menkul Kıymet yatırımlarında yatırımcılar bir takım bekleyişlere, tahminlere dayanarak yatırım kararı verirler. Bir menkul kıymetin gerçek getirisi tahmini getirisinden ne kadar büyük farklılıklar, sapmalar gösteriyorsa, söz konusu menkul kıymetin riskinin o kadar yüksek olduğu söylenebilir (Bolak, 2001:104).

Sermaye piyasalarında risk, sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak iki grupta incelenmektedir.

1.6.1. Sistematik Riskler

Sistematik risk, bütün katılımcıların grup olarak katlanmaları gereken, piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerden kaynaklanan ve finansal varlığın dışında ortaya çıkan ekonomik, politik ve sosyal koşulların ortaya çıkardığı ve finansal varlığın getirisini etkileyen tehlikeyi işaret eder (Sarıkamış, 2000:176).

Gelişmiş ülke ekonomileri ile karşılaştırıldığında, Türk sermaye piyasasındaki hisse senetlerinin oldukça yüksek sistematik risk taşıdığı söylenebilir. Bundan dolayı faiz oranlarındaki veya döviz kurundaki değişiklikler İMKB’de hisse senedi fiyatlarını hemen etkileyebilmektedir (Kanalıcı,1995:12).

Yatırımcıların gerek farklı alanlara yatırım yapmak ya da hisse senetleri arasında çeşitlendirmeye gitmek yoluyla, bu riski elimine etmeleri mümkün değildir. Başka bir deyişle, yatırımcılar açısından sistematik riskin kontrol olanağı bulunmamaktadır (Diril, 2000:16).

Sistematik risk kaynakları; Pazar riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski ve ülke riskidir.

1.6.1.1. Pazar (Piyasa) Riski

Yatırımcıların beklentilerindeki basit değişimlerden dolayı, çok sayıda hisse senedinin fiyatında meydana gelen düşüşlerin ortaya çıkardığı kayıplara pazar (piyasa) riski denilmektedir. Bu risk ekonomik durgunluk, resesyon, tüketim tutum ve eğilimlerinde uzun dönemli negatif gelişmeler ve benzeri faktörlerle kendini göstermektedir. Ayrıca psikolojik nedenlerle meydana gelen fiyat dalgalanmaları da bütün yatırım araçlarını etkileyebilmektedir (Halabak, 2006:81).

Pazar riski fiyat hareketlerinden doğmaktadır ve hisse senetleri sahipleri için çok önemlidir. Yatırımcılar iyi veya kötü yönde etkileyebilecek birçok etken Pazar riskini artıracak veya azaltacaktır. Yatırımcılarda çeşitli spekülatif olaylar ise paniğe sebep olacak ve pazar fiyatlarında düşme gerçekleşecektir (Tanık, 2006:4).

1.6.1.2.Enflasyon Riski

Enflasyon riski, satın alma gücü riski olarak da ifade edilebilir. Enflasyon riski kendini yatırım tahsis edilmiş paranın enflasyon etkisiyle satın alma gücünün azalması şeklinde göstermektedir. Satın alma gücündeki azalma, dolaylı olarak sabit para birimi ile hesaplanan finansal varlık getirisini azaltmaktadır (Ertuna, 1991:7).

Enflasyon hakkında yatırımcıların beklentilerinin borçlanma ve sahipliği temsil eden finansal varlıklar üzerinde değişik yönde etkide bulunacağı ifade edilebilir. Borçlanmayı temsil eden finansal varlıklar sabit getirili oldukları için, enflasyon en çok onların getirileri üzerinde olumsuz etkide bulunur. Sahipliği temsil

eden hisse senetleri ise, enflasyonist kararlar nedeni ile daha fazla parasal gelir elde etme ve böylece enflasyonun etkisini düşürme olasılığı verebilmektedir. Buna enflasyon nedeni ile ortaklığın reel yatırımlarının değerlerindeki artışın sağladığı avantajı da eklemek gerekmektedir. Yatırımcılar enflasyonun olumsuz etkisinden kaçmak için yatırımlarını hisse senetlerine yönlendirmeye başlarlar (Sarıkamış, 2000:178).

Enflasyonun yani fiyatlar genel seviyesinin devamlı artması ve buna bağlı olarak piyasadaki paranın değerinin düşmesi anlamına gelmektedir. Fiyatlar genel seviyesinin de sürekli artışının, yatırımın getirisinin üzerinde gerçekleşmesi yatırımcının satın alma gücünü düşürecektir. Aynı zamanda yatırımcının hisse senedi yatırımından önemli bir beklentisi olan kar payı da enflasyonun yüksek olmasına bağlı olarak düşecektir (Diril, 2000:17).

1.6.1.3.Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, piyasa faiz oranının yükselme ve düşme olasılığını ifade eder. Piyasa faiz oranında meydana gelen değişimler, belirli faiz getirisine sahip menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarının ve buna bağlı olarak verimlerinin değişmesine sebep olmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2010:496).

Tüm menkul kıymetlerin fiyatları, faiz oranı değişimlerinden aynı derecede etkilenmemektedirler fakat etkilenme yönleri aynı olmaktadır. Yani, tahvil ve hisse senetlerinin fiyatları diğer koşullar aynı kalmak üzere, genel faiz oranındaki değişimlerden ters yönde etkilenmektedir. Faiz oranlarındaki artış birikim sahiplerinin yatırımlarından bekledikleri getiri oranının yükselmesine yol açarak, hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine neden olan bir etmen olmaktadır (Akgüç, 1998:865).

1.6.1.4.Kur Riski

Kur riski, yatırım yapan kişi veya kuruluşun, farklı para birimleri üzerinden alacaklanması, borçlanması veya herhangi bir kıymete yatırım yapması gibi durumlarda üstlenilen risktir. Yatırımcıların, sahip oldukları fonlarını, gerek yaşadıkları gerekse diğer ülkelerdeki piyasalarda işlem gören, yabancı para birimlerini esas alan menkul kıymetlerde değerlendirilmeleri durumunda kur riski söz konusu olmaktadır (Mumcu, 2005:18).

Kur riski döviz kurlarındaki değişimlerin, getiri oranlarında yol açabileceği belirsizlikler olarak tanımlanabilir. Kur riski özellikle uluslararası yatırımlar açısından önem taşımaktadır. Döviz kurlarının sürekli değişmesi, uluslararası portföye sahip yatırımcıların her zaman kazanacağı ya da her zaman kaybedeceği anlamına gelmemektedir. Uluslararası alanda portföy oluşturan yatırımcıların, yatırımlarının portföyde yer alan ülkelerin bazılarının parası karşısında değer kazanması yada değer kaybetmesi mümkün olmaktadır (Bıtırak, 2010:8).

1.6.1.5.Politik Risk

Politik risk, politik koşullardaki değişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri ifade etmektedir. Politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak da görölmektedir (Karabıyık, 1997:80).

Dünyadaki ve ülkedeki siyasi bunalımlar, kararsızlıklar ve savaşlar yatırımcıların davranışlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu yüzden riski azaltmak için bu tür gelişmeleri yakından takip etmek gerekmektedir.

1.6.2. Sistemik Olmayan Riskler

Toplam riskin bir bölümü olan sistemik olmayan risk, firmaya yada firmanın içinde bulunduğu sektöre ait kısmıdır. Sistemik olmayan risk, firmanın kendisinden kaynaklanan ve yine firma tarafından kontrol edilebilirliği bulunan, portföy çeşitlendirilmesi ile yok edilebilen risktir. Yönetim kapasitesi, tüketici tercihleri, işçi grevleri gibi etkiler şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinde sistemik olmayan risk unsurlarını ortaya çıkarabilir. Bu etkenler, bir endüstriyi veya bir şirketi ayrı ayrı etkilediğinden yatırımdan önce yatırım yapılması ve düşünölen sektör ve şirket tek başlarına ayrı ayrı incelenmelidir (Teziş, 1987:12).

Sistemik olmayan risk kaynakları; finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski ve sektör riskleridir.

1.6.2.1. Finansal Risk

Finansal risk, firma gelirlerinin, borçlanma sonucu firmanın likiditesini kaybetmesi ve ekonomik olmak üzere çevresel koşullarda özel yada genel bir

değişikliğe ayak uyduramayarak, faiz ve kar payı ödemelerini geçeleştirecek gelir seviyesinin altına düşme tehlikesidir (Korkmaz ve Ceylan, 2010:502).

Finansal risk genellikle borç miktarı, satışlardaki istikrarsızlık, girdi fiyatlarındaki dalgalanmalar, grevler, mamullerin demode olması, şiddetli rekabet ve likidite ihtiyacı gibi faktörlerle doğrusal ilişki içerisindedir ve bu faktörler arttıkça finansal risk de artmaktadır. Diğer yandan teknolojik üstünlüğe sahip olma, piyasada tekel olma, tüketici tarafından kabul edilmiş olma, girdi ve kaynak fiyatlarını kontrol olanağı gibi faktörler ise finansal riski azaltma etkisine sahiptir (Bozkurt, 1978:87).

1.6.2.2. Faaliyet Riski

Faaliyet riski işletmenin aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifleri içinde sabit aktiflerin payı büyük olan bir işletmede faaliyet riski de yüksektir. Sabit aktiflerin tutarsal ve oransal olarak büyük olması, işletmenin sabit giderlerini artırır ve esnekliği azaltır. Aynı zamanda işletmenin sabit giderlerinin yüksek olması başa baş noktasının yüksek düzeyde olmasına sebep olur ve satışlarında bir düşme meydana geldiğinde sabit giderleri düşüremeyeceğinden işletme zarar edebilir. Bu şekilde zararlar karşı karşıya kalan işletmelerin borçlarını ödeyememe durumları söz konusu olabilir (Taner ve Akaya, 2009:195).

1.6.2.3. Yönetim Riski

İşletme yönetiminin aldığı kararların ya da kararları uygularken yapıların hataların işletme başarı yada başarısızlıklarında önemli derecede payı vardır. İşletmeyi yönetenlerin her zaman mükemmel ve vasıflı olmaları beklenemez. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değeri üzerinde oldukça etkilidir (Kanalıcı, 197:21). Bu da yönetim riskini oluşturmaktadır.

Yönetim hataları, işletmenin satışlarının ve karının azalmasına sebep olabileceğinden işletmenin yönetim riskinin de artmasına neden olabilir. Bir hisse senedinin taşıdığı yönetim riskinin derecesini belirleyebilmek için ilgili ortaklığın yönetimini değerlendirmek gerekmektedir. Ancak işletme yönetiminin değerlendirilmesi için herhangi bir matematiksel formül mevcut olmadığı gibi, bu konuda herkes tarafından benimsenmiş yöntemler ve ölçüler koymaya geliştirmek de mümkün değildir. Yönetim riskinin değerlendirilmesi önemli olduğu kadar karmaşıktır (Akgüç, 1998:869).

1.6.2.4. Sektör Riski

Bir sektörde ekonomik, sosyal ve davranışsal değişimler sonucu o sektörde yer alan tüm işletmeler olumsuz etkilenebilir. Bu değişimler işletmelerin karlarını ve dolayısıyla finansal varlıkların pazar fiyatlarını düşmesinde rol oynayabilirler. Bu tür olumsuz değişimlere açık bir sektör riskini oluşturmaktadır. Sektör riski, o sektördeki işletmeler için sistematik risk oluştururken, o sektörde yer alamayan işletmeler için sistematik olmayan bir risk unsurudur (Bozkurt, 1978:79).

1.6.2.5. Likidite Riski

Likidite riski, sahip olunan menkul kıymet, istenildiğinde paraya çevrilememesi veya bu işlem gerçekleştirilirken bazı zorluklarla karşılaşılması sonucu menkul kıymetin piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade etmektedir.(Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001:507).

Likidite riski, yatırımcının elindeki kıymet sayısı, bunların toplam piyasa değeri ve devir işlemlerinin masraflı olması ile de ilgilidir. Kısa vadeli menkul kıymetlerde likidite riski uzun vadeliye göre genellikle daha azdır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001:507).

2.HİSSE SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER

Makroekonomik faktörler denildiğinde genel olarak işletme dışı faktörler ifade edilmektedir. Döviz kurları, para arzı, enflasyon oranı, faiz oranı, kurumlar vergisi oranı, kamu harcamalarındaki değişiklikler hisse senedi fiyatına etki etmektedir. Bu konu ile ilgili olarak farklı ülkelerde birçok araştırma yapılmış ve bunların sonucunda genel ekonomik durum ve hisse senedi fiyatı arasında güçlü bir ilişkinin olduğu konusunda ortak görüşe varılmıştır (Demir, 2001:110).

2.1.FAİZ ORANINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Faiz oranları, hisse senedi fiyatlarını etkileyen önemli bir unsurdur. Piyasadaki faiz oranlarının değişmesi, beklenen getirilerin gerçekleşme olasılıklarını etkilemektedir (Ercan, Ban 2005:179). Hisse senedi fiyatları, piyasa faiz oranındaki değişimlerden ters yönde etkilenir (Kanalıcı, 1997:57).

Geçmişte yapılan çalışmalar, faiz oranlarındaki değişimin sadece hisse senedi fiyatları üzerinde değil, önemli bir alternatif yatırım aracı olan tahvillerin de değerini de değiştirerek hisse senetlerine olan talebi de etkilemektedir (Yılmaz, Güngör ve Kaya, 1997:4).

Tahvil faiz oranları arttığında, tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvilin fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini, hisse senedi piyasasından, tahvil piyasasına aktaracaktır. Bu durum, hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır. Tahvil faiz oranları azaldığında, tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Dolayısıyla yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasından, hisse senedi piyasasına aktarmak isteyecekler ve hisse senetlerine olan talep ve buna bağlı olarak da hisse senedi fiyatları yükselecektir (Brigham, 1995:137).

Faizlerin yüksek olması hisse senedine yapılan yatırımı alternatif yatırım araçlarına yöneltici bir etki yapacaktır. Faiz oranlarının yükselmesi, hisse senetlerinden elde edilecek olan gelirlerin cari değerini azaltacak ve bu da hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır. Yatırımcılar faiz oranlarındaki yükselmeden kaynaklanan hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün yaygınlaşması korkusu ile daha fazla zarar etmemek için sahip oldukları hisse senetlerini ellerinden çıkartacaklardır. Alternatif yatırım araçlarına yönelmiş olmanın sonucu olarak hisse senetlerine talep düşecek bu da menkul kıymetlerin değerinde düşmelere sebep olacak ve sonuç olarak hisse senetleri fiyatları düşük belirlenecektir (Kültür, 1998:17).

Faiz oranlarındaki artış, finansman maliyetlerini artırarak firmaların tahmini kazançlarında düşüşe neden olabilir (Durukan, 1999:27). İşletmelerin tahmini kazançlarının düşmesi de hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır.

Işık vd. (2001), faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir. İskenderoğlu, Kandır ve Önal (2011) de sanayi üretim endeksi ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiş ve aralarında uzun dönemli ve tek yönlü ilişki olduğunu saptamıştır.

2.2. ENFLASYONDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinin yükselmesidir. Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen değişiklikler, menkul kıymetlere yapılan yatırımların

tahmini kazançlarını dolayısıyla menkul kıymetlerin değerini de etkilemektedir. Bu nedenle enflasyon oranındaki söz konusu bir yükselme, menkul kıymetlerin fiyatlarını belirleyen en önemli faktörlerden birisidir (Kanalıcı, 1997:50).

Gelişmiş ülkelerde bu konu ile ilgili yapılan birçok araştırma çelişkili ampirik kanıtlar ortaya koymuştur. Dolayısıyla enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi tartışmalıdır. Enflasyonun süresi ve şiddeti, hisse senedi fiyatlarına ne tür bir etki yapacağına belirleyicisidir (Kültür, 1998; 14).

İlımlı bir fiyat artışı mal ve hizmetler ile menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar için elverişli bir ortam oluşturabilir. Böyle bir durumda ise, üretilen mallara karşı efektif talep yetersizliği endişesinden kurtulan girişimciler mevcut sermayenin tam çalışmasını sağlamayı tercih edeceklerdir. Böylece ekonominin, talep yetersizliği nedeniyle üretim imkânlarının altında çalışması önlenecektir. Diğer taraftan fiyatlar genel seviyesinde görülen böyle bir artış, yatırım yapma arzusunun ve imkânını artırıcı yönde etki yapacaktır. Bunun sonucunda şirketlerin nominal kazançlarında artış görülecektir. Sonuç olarak da dağıtılan temettülerin payının artması ve sonrasında hisse senetlerinin değerinin yükselmesi şeklinde olacaktır (Demireli 2008:208).

Enflasyon oranında hızlı bir yükselme olduğu zaman ise yatırımlar azalacaktır. Yüksek enflasyon olduğu durumda şirketlerin satışlarında düşme görülecek ve dolayısıyla üretimde azalacaktır. Bu nedenle şirketlerin kazançlarında düşme meydana gelecek ve bu da dağıtılan temettü miktarının düşmesine sebep olacaktır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında düşme meydana gelecektir.

Enflasyon, faiz oranı aracılığıyla da hisse senedi getirilerini etkileyebilir. Hisse senedi değeri ile faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yüksek ve uzun süreli enflasyon, faiz oranının da yükselmesine sebep olacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarında yüksek enflasyon sebebi ile oluşan bir yükselme, piyasa fiyatını ve hisse senedi getirisini azaltacaktır. Hisse senedi ile ilgili yatırım kararlarını enflasyonun büyüklüğü, şiddeti, süresi bilgileri ışığında yapmak gerekmektedir (Kültür, 1998:15).

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelere ABD’de bu konuda yapılan çalışmalar şu sonuçları vermiştir.

Hisse senedi fiyatları, enflasyonla aynı nispette artmamıştır. Enflasyon devamlı olarak temettü oranından yüksek olduğu için gerçekte hisse senedi temettü oranı düşmüştür. Bu durum hisse senetlerinin enflasyon karşısında kısmi bir engel meydana getirebileceğini göstermektedir.

Endüstri şirketlerinin hisse senedi fiyatları, kamu malları üreten şirketlerin hisse senedi fiyatlarına göre, enflasyonla başa baş gitmişlerdir. 138 aylık enflasyon döneminde hisse senedi kazançları enflasyon oranına eşit olmuştur.

Görüldüğü gibi enflasyonun hisse senedi fiyatlarına etkisi değişik şekillerde görülmektedir. Hisse senedi ile ilgili yatırım kararlarını enflasyonun büyüklüğü, şiddeti ve süresi bilgileri ışığında yapmak gerekmektedir (Kanalıcı, 1997:51).

Yılmaz, Güngör ve Kaya (1997), hisse senedi fiyatı ile enflasyon arasında uzun dönem anlamlı ilişki olduğunu,

2.3. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Ulusal ekonomik değerlerin diğer ülkelerle karşılaştırılması açısından, ulusal para ile yabancı para arasındaki doğrudan ya da dolaylı olarak bir mübadele oranının mevcut olması gerekir bu mübadele oranına döviz kuru denir (Barak, 2005:53).

Döviz piyasasındaki canlılık ve durgunluk dönemlerinin hisse senetleri fiyatlarına etkisinin ele alınması bu iki piyasanın birbirlerine alternatif piyasalar olarak düşünülmesi ile ele alınmaktadır. Belirli bir ihtiyacın karşılanmasında kullanılmak üzere birbirlerinin yerine geçebilen mallara rakip mallar denir. Bu tanım çerçevesinde hisse senedi ve döviz birer rakip mallardır. Rakip mallardan birisinin fiyatının artması; onun rakibi olan diğer malın talep miktarını artıracaktır ve böyle bir durumda fiyatı artan mala talep azalacaktır. Döviz ve hisse senedini rakip mallar olarak kabul ettiğimize göre, ikisi arasında negatif bir fonksiyonel ilişki söz konusudur. Rakip mallar arasındaki çapraz talep elastikiyeti de daima pozitif değerlidir (Kanalıcı, 1997:53).

Bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artış, yatırımcıların dikkatini çekecektir. Döviz piyasasında görülen hareketlenme yatırımcıları ellerindeki hisse senetlerinin likit hale getirip dövize yönelmesine sebep olacaktır. Döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltacaktır. Bu etki sonucu hisse

senedi değer kaybedecek, fiyatında da döviz kurundaki yükselme sebebiyle bir düşme meydana gelmiş olacaktır (Kültür, 1998:14).

Döviz fiyatlarındaki durgunluk veya düşme ise mekanizmayı ters yönde işletecektir. Yani yatırımcılar hisse senedi piyasasına yönelecektir. Böyle bir durumda da, hisse senetlerine olan talep artacak dolayısıyla hisse senedinin değeri artacak ve sonuç olarak hisse senedinin fiyatında yükselme meydana gelecektir (Kültür, 1998:14).

Döviz fiyatlarının değişimine sebep olan birçok faktör vardır. Bu faktörler ne olursa olsun, herhangi biri sebebiyle döviz fiyatlarında meydana gelen bir değişiklik hisse senedi fiyatlarına etki edecektir. Sonuç olarak hisse senedi fiyatları olumlu ya da olumsuz yönde değişikliğe uğrayacaktır (Kanalıcı, 1997:54).

Zügül ve Şahin (2009), Albeni ve Demir (2005), döviz kuru ve Hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü ilişki oluşunu saptamışlardır.

2.4. PARA ARZINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Para arzı, menkul kıymetler piyasasında işlem gören hisse senedi fiyatlarını etkileyen en önemli faktörlerden biridir (Kanalıcı, 1997:54).

Para arzı, bir ekonomide dönen toplam para miktarıdır. Pazar arzı M1 ve M2 denen iki araçla ölçülür. “M1 (Money 1)”; ekonomideki nakit para, vadesiz mevduat ve çeklerin toplamıdır. “M2 (Money 2)” ise; M1’e ek olarak tasarruf ve kısa dönem vadeli mevduatların toplamıdır (Düğer, 1998:408).

Genel olarak para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışa neden olduğu yönündedir. Para arzındaki değişimler, genel ekonomi üzerindeki dolaysız etkilerden dolayı öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıklarından dolayı piyasa faiz oranlarında düşme meydana gelecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı, firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarında da artırıcı rol oynayacaktır. Bu etkilerin ötesinde, yüksek para arzı artışı enflasyona da neden olarak faiz oranlarını artıracaktır. Dolayısıyla para arzındaki artış nedeni ortaya çıkan hisse senedi fiyatlarındaki artış,

enflasyonu kontrol etmek amacıyla uygulanan kısıtlamalar nedeni ile olumsuz etkilenecektir (Durukan, 1999:27).

Ekonomik sistem içerisinde Merkez Bankası para arzını normal artış oranında daha hızlı artırdığında, halkın tasarrufuna cari işlemler için ihtiyaç duyduğu nakit paradan daha fazlası geçer. Bu durumda para arzındaki artış, reel gelirden artışa sebep olur. Bu durumda ortaya çıkan yeni satın alma gücü toplam harcama miktarını yükseltir. Kişilerin para arzı artışı ile beraber mal ve hizmetleri daha fazla satın alması bazı şartlara bağlıdır. Artan para arzı, işlem ihtiyat ve spekülasyon amacıyla elde tutulan para arasında bölünmektedir.

Para arzı artışının tamamının işlem amacıyla talep edildiği kabul edilirse, artan para mal ve hizmetlere olan talebe etki edecek ve artmasına sebep olacaktır. Buna karşılık para arzında meydana gelen artış, atıl kalemlere ayrılıyorsa, bu takdirde sürecin faiz oranı nedeniyle dolaylı olarak işlenmesi söz konusu olacaktır. Para miktarı yükselip spekülasyon güdüsü arttıkça düşüş de yatırımları artıracaktır. Faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki negatif yönlü olduğundan, faiz oranlarındaki düşüş hisse senedi fiyatlarında yükselişe sebep olacaktır (Kültür, 1998:15).

Para arzında artış değil de azalma söz konusu olması durumunda ise yukarıdaki süreç tersine işleyecektir. Görüldüğü gibi para arzındaki değişiklikler, hisse senedi fiyatlarını çeşitli şekillerde pozitif ya da negatif yönde etkilemektedir (Kanalıcı, 1997:57).

Durukan (1999), para arzının hisse senedi fiyat hareketlerini belirlemede istatistiksel bir etkisinin olmadığını saptamıştır. Akkum ve Vuran (2007), hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi açıklayan denklemler de para arzının da olduğunu savunmuştur. Gençtürk (2009), para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ilişki olduğunu saptamıştır.

2.5.GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILADAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Hisse senedi fiyatlarına etkileyen eden makroekonomik faktörlerden bir tanesi de Gayri Safi Milli Hâsıla'daki değişikliklerdir.

Milli bir ekonominin üretim ile ilgili faaliyet hacminin ölçüsü Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) ile belirlenir. GSMH, belirli bir dönemdeki ekonomik faaliyetlerin toplamının milli para birimi ile ifadesidir. Başka bir deyişle GSMH; bir ekonomide belirli bir dönemde (genellikle bir yıl) üretilen tamamlanmış mal ve hizmetlerin gayri safi miktarlarının para cininden tutarları toplamıdır (Düğer ve Dulupçu; 2001:302).

Bir ülkede (n) tane mal üretiliyor ve bunların ortalama fiyatı (p), üretim miktarı (q) ise;

$$\text{GSMH} = \sum_{i=1}^n p_i \cdot q_i \quad \text{olur.}$$

Gayri safi milli hâsıla da bir artış olduğu varsayalım. Gayri safi milli hasılda söz konusu olan artış çarpan vasıtasıyla reel geliri artırır. Eğer ekonomide toplam arz elastikiyeti uygunsa, bu takdirde çarpan reel yönde işleyecektir. Ekonomide reel gelir artışı oldukça, kişilerin kullanılabilir gelirlerinde de artma meydana gelecektir. Kişilerin gelirleri arttığı için mal ve hizmetlere olan talep de artacaktır. Dolayısıyla toplam talepte gözle görülür bir yükselme olacaktır. Toplam talepteki artışında şirket kazançları üzerinde pozitif bir etkisi olacaktır (Kanalıcı, 1997:48).

Ekonomideki ekonomik birimler mal ve hizmetleri daha fazla talep etmeye devam ettikçe, şirketlerin satışlarında artış olacaktır. Çünkü şirketlerin ürünlerine olan talep artışı, satış miktarlarına yansiyacak ve satış miktarlarında artış gözlenecektir. Şirketlerin satışlarında artış söz konusu olduğunda ise, kazançlarında artış meydana gelecektir.

Şirketin kazancı arttığı için menkul kıymetler piyasasında faaliyet gösteren yatırımcılar o şirketin hisse senetlerini satın almak isterler. Bu durumda yüksek kazanç elde eden şirketlerin hisse senetlerine talep artacaktır. Bu durumda şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinde dolayısıyla fiyatlarında artış meydana gelecektir.

GSMH'da meydana gelen artış, faiz oranların vasıtasıyla da hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. GSMH'nın artması ile toplam gelir ve buna bağlı olarak toplam talep de artacaktır. Toplam talebin artmasına bağlı olarak fiyatlar genel

seviyesinin yükselmesi faiz oranlarının yükselmesine sebep olacaktır. Faiz oranlarındaki yükselme ise hisse senetlerine olan talebi aşağı çekerek talebi düşürecek ve hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir etki yaratacaktır (Yalçın, 2011:63).

Yukarıda gayri safi milli hâsılanın yükseldiğini varsaydık. Fakat bu durum her zaman mümkün olmayabilir. Bazı yıllarda konjonktürün içinde bulunduğu olumsuzluklardan ve çeşitli nedenlerden dolayı GSMH’da bir azalma söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, bu azalma ekonomiyi etkileyecektir ve yukarıda ifade edilen bütün değişikliklerin tersi gerçekleşecektir (Kanalıcı, 1997:49).

2.6. HÜKÜMET HARCAMALARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Devletin yüklendiği görevlerin önemli bir kısmı onu belli harcamalarda bulunmaya mecbur etmektedir. Her şeyden önce, kamu kesiminin varlığına yol açan temel neden sayılabilecek “kolektif ihtiyaçların karşılanması” için devletin bir takım hizmetlerden yararlanması, bir kısım malları kullanması gerekmektedir. Yine büyüme ve kalkınma hızını artırmak, gelir dağılımını iyileştirmek, kaynak dağılımını düzeltmek gibi çeşitli amaçlar bazen kolektif hizmetler sağlamada olduğu gibi devleti doğrudan mal ve hizmet alımına yöneltir. Bazen de özel kesime karşılıksız ödemeleri gerekli kılar. Bütün bunların anlamı kamu harcamalarının yapılma zorunluluğudur (Arslan, 2002:2).

Kamu harcamaları ekonomide meydana gelen değişikliklere bağlı olarak hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış çarpan vasıtası ile reel gelirin de artmasına sebep olacaktır. Tüketim harcamalarındaki bir artışın milli geliri ne ölçüde arttıracığını ortaya koyan mekanizmaya “çarpan mekanizması”, yatırım harcamalarındaki bir artışı milli gelirdeki artışa bağlayan katsayıya da “çarpan katsayısı” denilmektedir (Şahin, 2006:349).

Ekonomide mecmu arz elastikiyeti uygunsa yani arz elastikiyeti geniş ise çarpan reel yönde işleyecektir ve kamu harcamalarındaki artış reel geliri arttıracaktır. Reel gelirdeki artışa bağlı olarak kişilerin kullanılabilir gelirlerinde de bir artış olacaktır. Toplam harcamalardaki yükselişe bağlı olarak toplam talep miktarı ve çeşitliliği de artacaktır. Buna bağlı olarak firmaların satış miktarları da artış

gösterecektir. Satış miktarı artan firmaların karlılık oranları da artacaktır. Karlılık oranları artan firmaların hisse senetlerine olan talep de artış gösterecektir ve hisse senetlerinin fiyatı artan talebe bağlı olarak yükselecektir (Kanalıcı:1997:47).

Kamu harcamalarındaki artışın açıklanması gereken bir başka boyutu daha vardır. Tam istihdama veya mecmu arz elastikliğinin tıkanıdığı noktaya varduktan sonra çarpan nakdi yönde işler. Arz elastikiyetinin daralışı tam istihdam seviyesinde hissedileceği gibi, tüketim malları sanayinde teçhizatın kapasite haddini doldurmuş olmasından da ileri gelebilir. Üretime devam etmenin imkânsız hale geldiği noktada işgücü talebi duraklar.

Müteşebbislerin davranış ve tercihleri de arz elastikliğini tayinde önemli bir noktadır. Netice olarak, mecmu arz elastikiyeti bu sebeplerden hangisi olursa olsun sıfıra yaklaşınca çarpanın reel tesiri de sona erer. Çarpanın nakdi yönde işlemesi sonucu mekanizma yine işlemeye devam eder. Hükümet harcamalarındaki artış toplam harcamaları uyarır. Bu durum nakdi gelirin ve fiyatlar genel seviyesinin ve buna bağlı olarak faiz oranlarının artmasına sebep olur. Faiz oranlarındaki artış ise hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır (Kanalıcı, 1997:47).

2.7. KURUMLAR VERGİSİNDEKİ DEĞİŞİKLİKLER

Kurumlar Vergisi'nin tarihi, 1907'ye kadar dayanmaktadır. 1907'de "Temettü Nizamnamesi" olarak yürürlüğe giren Kurumlar Vergisi, 1914'te Temettü Vergisi, 1926'da Kazanç Vergisi, 1934 yılında 2. Kazanç Vergileri gibi biçimlerde uygulanarak 1949'a gelinmiştir. Kurumlar Vergisi Kanunu ilk defa 1949'da yapılan reformla kabul edilmiştir (TTK, Madde:5422).

Bu vergi de gelir vergisi gibi Alman hukuku kaynaklıdır. 1950 yılında yürürlüğe giren bu kanundan önce de şirketler üzerinden vergi alınıyordu. Ancak gerçek kişi kurum ayırımı söz konusu değildi. Bu kanun 2006 yılına kadar uygulanmıştır. 21.06.2006 Tarih ve 26205 Sayılı Resmi Gazete'de 5520 yasa numarası ile 1 Ocak 2006'dan geçerli olmak üzere günün şartlarına uygun yeni bir yasa çıkarılmıştır (Şenyüz, Gerçek ve Yüce, 2008:244).

Kurumlar vergisi, Türk Vergi sistemine göre işletmelerin safi kazançları üzerinden alınır.

Kurumlar vergisi oranlarının yükselmesi veya düşmesi hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Kurumlar vergisi oranının herhangi bir sebeple yükselmesi durumunda, vergi artışına paralel olarak şirketin kazancı da azalacaktır. Şirket kazancındaki azalma ise temettü olarak hisse senedi sahiplerinin daha az kazanmalarına sebep olacaktır. Yatırımcıların yatırımlarını yaparken dikkat ettikleri en önemli husus yatırım yaptıkları hisse senetlerinin dağıttıkları kar payıdır.

Artan kurumlar vergisine istinaden kar payında meydana gelen bir azalma yatırımcıyı olumsuz olarak etkileyecektir. Buna bağlı olarak hisse senetlerinin getirisi düşecek, talepte ve fiyatta azalma meydana gelecektir. Artan kurumlar vergisi oranlarının hisse senetleri fiyatları üzerinde olumsuz bir etkisi vardır. Kurumlar vergisi oranındaki bir düşme ise tam tersi bir etki yaparak talebi ve hisse senetlerinin fiyatlarını arttıracaktır (Kanalıcı, 1997:45).

2.8. SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİNDEKİ DEĞİŞİKLİKLER

Ekonomik faaliyetin firma kazançları üzerindeki etkisinden dolayı, hisse senedi fiyatlarını etkilediği savunulmaktadır. Başka bir deyiş ile artan üretim beklenen nakit akışlarını artırarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkiye sahip olmaktadır (Durukan, 1999:26).

Üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile saptanabilmektedir (Karamustafa ve Küçükkale, 2002:257). Sanayi üretim endeksi, ekonomik faaliyetin bir göstergesidir. Endeks, gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir.

Sanayi üretimindeki artışlar artan üretim miktarının göstergesi olarak firma kazançlarını da arttırmaktadır ve hisse senedi fiyatlarını pozitif olarak etkilemektedir.

Humme ve Mamillan tarafından 2007 yılında yapılan çalışmada, sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu saptarken, Mumcu tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin negatif olduğu kanısına varmıştır.

2.9. ALTIN FİYATLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLER

Kıymetli madenler hisse senedine alternatif yatırım araçlarından bir tanesidir. Kıymetli madenler arasında da altın başta gelmektedir. Altını diğer metaller karşısında üstün duruma getiren temel özelliklerin başında üretim hacminin sınırlı olması, esnek olmayan arz yapısı, aynı veya benzer özelliğe sahip başka bir metalin olmayışı ve rezerv aracı olması gelir (Akbulak ve Akbulak, 2005:854).

Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla gerek ABD’de gerekse Türkiye’de yapılan çalışmalar bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır (Dramalija, 2008).

Altın fiyatlarında görülen yükselme eğilimi, yatırımcıların tasarruflarını altın olarak değerlendirmeye yönelmektedir. Bu durumda hisse senedi fiyatlarında yükselme görülecektir. Altın fiyatlarında görülen düşüş eğilimi ise, hisse senedi fiyatlarında yükselmeye sebep olacaktır.

Aksoy ve Topçu 2013 yılında yaptıkları çalışmada, hisse senetleri ile altın getirileri arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile incelemiş ve çalışmanın sonucunda; altın ve hisse senedi getirileri arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir. Demir tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada da, altın ve hisse senetleri arasında ilişki olduğu saptanmıştır.

3. HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN DİĞER FAKTÖRLER

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen işletmeyle ilgili faktörler vardır.

3.1. İŞLETME İÇİ FAKTÖRLER

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri, makroekonomik faktörlerin yanın da işletmeden kaynaklanan faktörlerde etkileyebilmektedir. Bunlar işletmenin finansal yapısı, sermaye artırımını, kar dağıtım politikaları ve “insider trading” gibi faktörlerdir.

3.1.1. Finansal Yapı

İşletmelerin dışında gelişen makroekonomik faktörlerinden etkilenmesinin yanında, işletmenin finansal yapısındaki değişikliklerinde hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu daha önce yapılan çalışmalarla ortaya konmuştur.

İşletmeler yatırımlarını özsermaye ve yabancı kaynak kullanarak iki şekilde finanse ederler. Bir işletmenin finansman ihtiyacını borçlanarak karşılaması bu işletme için finansal bir risk oluşturmaktadır. Yabancı kaynak kullanımı artan işletme, elde ettiği gelirlerin bir kısmını faiz ödemeleri için kullanacak bu da karlılığını azaltacaktır. Kar payı getirisi beklentisi içerisinde olan yatırımcı da negatif bir etki yaratan bu durum hisse senetleri fiyatlarında düşüşe neden olacaktır (Terkalp, 2008:39).

Mali açıdan kuvvetli olan işletmeler fon ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile borçlandıklarında ise kaldıraç etkisi ile işletmenin karlılığı artmakta bu da piyasa değerini yükseltmektedir. Böyle bir durumda hisse senedi fiyatlarında yükselme görülecektir. Ama finansal kaldıraç oranının çok yüksek olması sermaye maliyetini arttıracığından işletmeler açısından bir risk unsuru da oluşturabilir. Bu durum piyasadaki yatırımcılarda değişik tepkilere neden olabilir (Terkalp, 2008:39)

Piyasanın işletmelerin borçlanma politikalarına vereceği tepkide, işletmelerin finansal yapılarının dışında borçlarının vadeleri de önemlidir. Piyasada kısa vadeli borçlanma şekli daha olumlu karşılanmaktadır. Araştırmalar, mali açıdan kötü durumda ama sonraki dönemlerde iyileşme göstermesi beklenen işletmelerin şartları düzeline kadar beklemeyi tercih ettiklerini, sonraki dönemlerde durumunda iyileşme beklenmeyen işletmelerin ise uzun vadeli borçlanmayı tercih ettiklerini göstermektedir. Mali açıdan zayıf olan bir işletmenin hisse senetleri piyasada talep görmez bu da hisse senedinin fiyatında azaltıcı bir etki yapar (Uyar, 2001:307).

Finansal riskin artması ve böylece işletmenin finansal yapısının bozulmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olan faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz (Kanalıcı, 1997:41);

- 1) İşletmenin borçlarının artması,
- 2) Satışlarında dalgalanma,
- 3) Hammadde fiyatlarının artma ihtimali,
- 4) Grev,
- 5) Rekabetin artması,
- 6) Sermaye yetersizliği ve

7) Yönetim hataları.

Bazı faktörler ise finansal riski azaltır, işletmenin finansal yapısında iyileşme sağlanır ve sonuçta bütün bu gelişmeler bağlı olarak işletmenin hisse senedi fiyatı yükselir. Bu faktörler aşağıdaki gibi sayılabilir (Kanalıcı, 1997:41);

- 1) Teknolojik üstünlükler,
- 2) Tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri,
- 3) İşletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme ihtimalinin artması,
- 4) Sermaye artışlarının büyük ölçüde öz kaynaklarla gerçekleştirilmesi.

3.1.2. Sermaye Artırımı

İşletmeler, uzun vadeli plan ve projelerini gerçekleştirmek için gereksinim duydukları fonların tamamını veya bir kısmını sermaye artırımı yoluyla temin edebilmektedirler. Sermaye artırımı işletmenin ortakları tarafından kurum varlıklarına yeni varlıkların eklenmesi şeklinde ifade edilmektedir. Ancak her sermaye artırımında yeni nakdi varlıkların işletmeye eklenmesi söz konusu olmayıp bunun yanında işletmenin sahip olduğu iç kaynakların bir kısmını ya da tamamını sermayeye dönüştürmek suretiyle de artırım yapılabilir. Buna göre sermaye artırımını iki şekilde yapmak mümkündür;

Yeni hisse senedi çıkararak bedellerini ortaklardan ya da üçüncü kişilerden tahsil etmek suretiyle yapılan “nakdi” veya “bedelli sermaye artırımı”.

İç kaynaklarda yer alan fonların sermayeye eklenmesi ve buna karşılık işletmenin ortaklarına herhangi bir bedel karşılığı olmadan ek hisse senedi verilerek yapılan “bedelsiz sermaye artırımı” (Hürer, 1995: 100).

Sermaye artırımı, hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olan işletme içi faktörlerden biridir. Artırımın normal şekli olan bedelli sermaye artırımı, hisse senedi fiyatını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bu etki kendisini sermaye artırımı öncesinde göstermektedir. Eğer mevcut hisse senedinin piyasa fiyatı yeni ihraç edilen hisse senedinin satış fiyatından yüksekse, ortaklar bu hisse senedini piyasa fiyatının altında bir fiyattan satın alma olanağına kavuşacaklardır (Karşlı, 1994:486).

Karlı şirketlerde sermaye artırımı değer kazandırıcı bir olay olmakla beraber, sermaye artırımı tamamlanıp, yeni sermaye ait hisse senetleri dağıtıldığı zaman o şirkete ait hisse senetlerinin fiyatlarında bir miktar düşme gösterir. Çünkü sermaye artırımı sonrasında yeni hisse senetlerinin tedavüle çıkması, o şirketin hisse senetlerinin piyasada bollaşması anlamına gelmektedir.

Ayrıca sermaye artırımına katılıp da yeni hisselerin tamamını veya bir kısmını satmak isteyip dağıtılmasını bekleyenler hemen harekete geçeceklerdir. Yeni tedavüle çıkan hisse senetlerinin, hisse senedi fiyatını etkileyebilmesi için, halkın elindeki hisse miktarının küçük olması, yeni ihraç edilen hisselerin de tedavüldeki hisse miktarına nazaran önemli miktarda olması gerekir. Görülen fiyat düşmesi kısa bir zaman sonra etkisini kaybeder ve arz talep dengesi yeniden meydana gelir (Karşlı, 1994:486).

3.1.3. Kar Dağıtım Politikaları

Firmalar faaliyet dönemimin sonunda elde ettikleri karların bir bölümünü ihtiyatlar ve dağıtılmayan karlar adı altında firmada bırakırken diğer bir bölümünü ortaklara temettü olarak dağıtırlar (Okka, 2011:180). Kar dağıtım politikaları işletmenin karlarının hisse sahiplerine dağıtılması veya bu karların dağıtılmayarak işletmede alıkonulması ve yeniden yatırıma dönüştürülmesi kararını içerir (Ercan ve Ban, 2009:257).

Kar payı dağıtım politikasındaki hedef firma değerini artırmaktır. İşletme yönetimi bir taraftan ortaklara yeterli ve istikrarlı kar payı dağıtımını amaçlarken öte yandan işletmenin büyümesi ve gelişmesi açısından gerekli olan kaynağın oto finansmanla karşılanmasını amaçlayabilir. Birbirleriyle zıt bu iki amacın aynı anda gerçekleştirilmesi optimal bir kar dağıtım politikasını zorunlu kılmaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 1997:440 – 441).

Kar ve kar payı dağıtma hisse senedinin değerini saptamada önemli bir faktördür. Kar payı dağıtımının bu özelliği nedeniyle, kara geçme ve kar payı dağıtma ihtimali hisse senedi dağıtma ihtimali hisse senedi fiyatlarında belirli artışlar meydana getirmektedir. Kara geçme zamanını sağlıklı olarak izleme imkânı bulan bir yatırımcı bu bilgiyle cazip bir yatırım fırsatı yaratmış olmaktadır (Karşlı, 1997:441).

Ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimizasyonu acısından kar paylarının önemi büyüktür. Düzenli ve yüksek kar payı ödemesi yapan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı da yüksek olmaktadır. Doğal olarak yatırımcılar hem hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olması hem de yüksek kar payı almaları nedeniyle yüksek kar payı dağıtan işletmelerin hisse senetlerini talep edecekler, ellerinde bulunan düşük kar payı ödemeli hisse senetlerini ellerinden çıkartacaklardır. Yüksek kar payı ödemesi yapan şirketlerin hisse senetlerine olan talebin artmasıyla o şirketlerin hisse senedi fiyatlarında artışa neden olacaktır (Saban ve Köse, 2002:145).

Firmanın kar payı dağıtım politikasını benimsemesi ve kar payı dağıtımına gitmesi, yatırımcılar nezdinde firmanın karlılığı yönünde bir referans niteliği taşır. Yatırımcılar hisse senedi şeklinde kar payı dağıtım ilanına tepkisiz kalmaktadır. Melez kar payı dağıtım getirileri olumlu yönde etkilerken, nakit hisse senedi şeklinde kar payı, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı getirileri olumsuz etkilemektedir.

Firmaların uyguladıkları kar payı dağıtım politikaları ve bu tür politikalarda yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar acısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar, firmanın gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda kar payı dağıttıklarına inanırlar. Bu nedenle, dağıtılacak kar oranındaki artışlar yatırımcılar tarafından firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğunu dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal olarak, dağıtılacak kar oranındaki düşüşlerde de yatırımcılar tarafından olumsuz bir mesaj çıkarılmaktadır (Karaca, 2007:121 – 122).

Bir hisse senedinin borsa değeri kar payı ödeme tarihi yaklaştıkça yükselir. Bu yükselişin miktarı, kar payı ödeme tarihinde, ödenecek kar payı miktarına kadar çıkar. Bu tarihte hisse senedinin fiyatı (normal fiyat + beklenen kar payı) kadardır. Bununla birlikte fiyatın başka faktörlerin etkisiyle yükselmiş veya düşmüş olması da mümkündür (Demir, 2001:112).

3.1.4. Insider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti)

Insider trading; halka açık bir anonim şirket ile ilgili halka açıklanmamış önemli bir bilgiyi, şirket ile özel bir ilişki nedeniyle veya herhangi bir nedenle elde eden bir kişinin, özel menfaat sağlamak amacıyla bu bilgiyi kullanarak şirketin menkul kıymetleri üzerinde ticaret yapmasıdır. İçeriden öğrenenlerin ticareti olarak ifade edilen bu işlemlerden elde edilen önemli bilgi şirket yöneticileri, çalışanları, şirketin ortakları, şirket danışmanları veya şirket ile herhangi bir şekilde ilişkisi bulunan bir kişinin (insider) bu ilişkisi nedeni ile halka açıklanmamış önemli bilgiyi ya halka açıklanmasını sağlamak ya da bu bilgiye dayanarak ticaret yapmamak zorundadır. Aksi takdirde yatırımcılar arasındaki fırsat eşitliği bozulmuş olmaktadır. (Gücenme, 1994:56).

Büyük kazançlar elde etmek için birkaç büyük şirketin bir araya gelmesi yerine bu günün içerden öğrenenleri kurumsal yatırımcılar ile birlikte hareket ederek rutin “alım” ve “satım” emirlerinin öncesinde küçük, sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonları yüzlerce hatta binlerce kez tekrarlayarak çok yüksek oranda kazanç elde etmektedirler. Hukuki zemini hazırlayan kamu gücü ise bunları ortaya çıkarmakta ve deşifre etmekte yetersiz kalmaktadır (Vinzant, 1999:115).

3.2. PİYASA PSİKOLOJİSİ

Fiyat hareketliliklerini belirli bir takım koşullara bağlamak çoğu zaman olanaksızdır. Ekonomik ve politik ortamın uygun olduğu dönemlerde borsada bir durgunluk görülebilmekte ve fiyatlar düşebilmektedir. Birtakım genel göstergelerin, olumsuz koşulların varlığını işaret ettiği dönemlerde de borsanın canlılığını koruduğu, fiyatların yükseldiği, talebin hızla arttığı görülebilmektedir. Bu gibi çelişkili durumlar “piyasa psikolojisi” ile açıklanmaktadır. Yatırımcıları gerek ekonomik gerekse sosyal ve politik gelişmeler (savaşlar, siyasi krizler, barış anlaşmaları vs.) hakkında karamsar veya iyimser olmaları piyasa psikolojisini belirlemekte ve bu da fiyatları etkilemektedir (Hürer, 1995:98).

3.3. SİYASİ ETKENLER

Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin fiyatları siyasi olaylara karşı oldukça duyarlılık göstermektedir. Yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ve özelleştirme beklentileri bu duyarlılığı daha da artırmaktadır. Yapılan çalışmalar, siyasi faktörlerin finansal sektörden daha fazla etkili olduğunu ortaya koymaktadır (Diril, 2000:116).

Yabancı yatırımlar piyasanın likiditesini yükselterek yatırımların çeşitlendirilmesini sağlamakta buna paralel olarak piyasa etkinliğini de artırmaktadır. Ülkedeki politik istikrar ise yabancı yatırımcıların üzerinde özellikle durdukları konulardan biridir. Türkiye gibi siyasi istikrarın olmadığı bir ülkede hisse senedi piyasaları yapılan uygulamalara aşırı duyarlı olmakta ve fiyatlarda çok büyük dalgalanmalar gerçekleşmektedir. Özellikle seçim dönemlerindeki belirsizlik nedeniyle yatırımcılar zaten riskli bir yatırım aracı olan hisse senetleri yerine para piyasası araçlarını tercih etmekte bu durum da hisse senedi fiyatlarını azaltıcı yönde etki yapmaktadır (Halabak, 2006:144).

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

3.4. MEVSİMSEL DEĞİŞKENLER

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen diğer bir faktör, mevsimsel değişikliklerdir. Mevsimsel değişiklikler, hisse senetleri fiyatlarında genel bir yükselme veya düşüşe neden olabilmektedir. Yılın ilk üç ayında işletmelerin yıllık bilançolarının belli olmasıyla birlikte hisse senedi piyasasında fiyatların genel olarak yükseldiği görülmektedir. Çoğunlukla Mart ayında toplanan işletme genel kurulunda dağıtılacak kar paylarının kesinlik kazanması bu yükselişi Nisan sonuna kadar taşır.

Kar paylarının dağıtımından sonra tatil mevsiminin de etkisi ile hisse senedi fiyatlarında düşme görülür. Yaz aylarındaki durgunluğun ve düşüşün ardından Eylül ayına doğru işletmelerin altı aylık bilanço rakamlarının belirmesi ve tatil mevsiminin

sona ermesiyle piyasa hareketlenmeye başlar, mevsimlik olarak genel bir yükselme olur.

Ancak bu daha ziyade iyi bilançolara sahip işletmeler için geçerlidir. Dokuz aylık bilançoların ardından yılsonu bilanço beklentileri yükselişi sürdürür. Hisse senedi fiyatları, karlılık durumuna göre beklenen temettü dağıtım karlarının yönetim kurullarından çıkmasına kadar geçen süre içinde en yüksek düzeyini bulur. Bundan sonra temettü dağıtımına kadar geçen süre içinde en yüksek düzeyini bulur. Bundan sonra temettü dağıtımına kadar fiyat değişmez. Böylece mevsimlik dalgalanma periyodu tamamlanmış olur (Karşlı, 1994:476).

4. HİSSE SENEDİ FİYATLARI İLE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİLER ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALARA İLİŞKİN LİTERATÜR

Adam ve Tweneboah tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada, Gana Hisse Senedi Piyasası ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, doğrudan yabancı yatırımlar, hazine bonusu faiz oranı tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru kullanılan makroekonomik faktörlerdendir. Çalışmada Johansen eş bütünleşme testi kullanılmış ve test sonucunda Gana hisse senedi piyasası ile doğrudan yabancı yatırımlar ve hazine bonusu faiz oranı ile arasında uzun dönemli nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Adjasi tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, makroekonomik belirsizliğin hisse senedi fiyatlarının oynaklığı üzerindeki etkisini Gana hisse senedi piyasası için incelemiştir. Çalışmada, makroekonomik belirsizlik olarak tüketici fiyat endeksi, para arzı, döviz kuru, faiz oranları, altın fiyatları, petrol fiyatları ve kakao fiyatlarının Exponential GARCH (EGARCH) modelini kullanılarak hesaplanan oynaklık kullanılmıştır. Altın fiyatlarının, para arzının ve petrol fiyatlarının oynaklığındaki artışın hisse senedi fiyatlarının oynaklığını düşürdüğü bununla birlikte kakao fiyatlarındaki ve faiz oranlarındaki oynaklık artışının ise hisse senedi fiyatlarındaki oynaklığını artırdığı tespit edilmiştir.

Akkum ve Vuran tarafından 2002 yılında, Türk sermaye piyasasındaki firmaların hisse senedi getirilerini etkileyen çeşitli makroekonomik faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile analizini amaçladıkları çalışmada, Ocak 1999-Aralık

2002 veri döneminde İMKB 30 endeksinde sürekli mevcut olan 20 firmayı incelemişlerdir. Döviz kurları, para arzı, enflasyon oranı ve piyasa faiz oranı riskinin hisse senedi getirileri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkileri açıklayan denklemlerde getirileri açıklayan makroekonomik faktörler olduğu belirtmiştir. Fakat bu faktörlerin birlikte getirdikleri değişimleri açıklayıcı gücünün yüksek çıkmasına rağmen, getiriler ile arasında beklenen ilişkinin tamamının açıklanamadığı belirtilmiştir.

Albayrak, Öztürk ve Tüylüoğlu tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada, makroekonomik göstergelerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini Prais-Winston Regresyon modeli ile analiz etmişlerdir. Çalışmada, 07.01.2005- 03.02.2012 dönemine ait haftalık zaman serileri kullanılarak mevduat faiz oranları, ABD doları kuru ve altın fiyatlarının İMKB 100 Endeksi üzerine olan etkilerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda ise ABD doları kuru ve altın fiyatlarının İMKB 100 Endeksi üzerinde açık ve önemli bir etkisinin olduğu saptanmıştır.

Albeni ve Demir tarafından 2005 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan makroekonomik faktörleri belirlemek amaçlanmış ve çalışmada çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktör olarak; mevduat faiz oranı, cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatırımları ve Alman Markı tespit edilmiştir. Bununla birlikte faktörlerin endekste ki fiyat değişikliklerini açıklama güçlerinin farklı olduğu saptanmıştır.

Ali v.d. tarafından 2009 yapılan çalışmada, Pakistan borsa fiyatları ile döviz kuru, enflasyon, para arzı, sanayi üretim endeksi ve cari işlemler dengesi gibi makroekonomik göstergeler arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Haziran 1990- Aralık 2008 veri dönemine ait Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senedi fiyatları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki Granger Nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler Borsası hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca yazarlar, hisse senedi fiyatları tahmininde makroekonomik faktörlerin kullanılmayacağını kanısına varmışlardır.

Ayaydın ve Dağlı tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada, gelişen piyasalarda hisse senedi getirileri ile enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve para arzı gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, bu makroekonomik değişkenler ile uluslararası hisse senedi piyasası göstergesi olan S&P 500 endeksinin hisse senedi getirisini etkileme gücü test edilmiş ve 1994- 2009 yılları arasında 16 yıllık süreyi ve farklı bölgelerden 22 ayrı gelişen piyasa üzerinde analiz edilmiştir. Analiz sonucunda; Mevduat faiz oranının çalışmaya dahil edilen bütün piyasalarda hisse senedi getirileri üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu fakat bu etkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı, enflasyon oranında meydana gelen değişikliklerin hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönde etkisi olduğunu sanayi üretim endeksindeki değişimin sadece alt orta gelir düzeyindeki piyasalarda hisse senedi getirileri üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu saptanmıştır. Döviz kurundaki değişimin ise bütün piyasalarda hisse senedi getirileri üzerinde negatif yönlü etkisi olduğu saptanmıştır.

Aydemir ve Demirhan tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, döviz kurları ve hisse senedi arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmada, 2001-2008 veri dönemine ait İMKB Ulusal 100 Endeksi, Hizmet, Mali, Sanayi ve Teknoloji Endeksleri hisse senedi fiyatları modele alınmıştır. Çalışmada VAR ve Toda- Yamamoto yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, tüm hisse endeksleri ile döviz kuru arasında çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. İMKB Ulusal 100, Hizmet, Mali, Sanayi endekslerinden döviz kuruna doğru negatif yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilirken, teknoloji endeksinden döviz kuruna doğru pozitif yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Döviz kurundan çalışmaya dahil edilen tüm hisse endekslerine doğru negatif yönlü nedensellik ilişkisi saptanmıştır. (Aydemir ve Demirhan s:207).

Cihangir ve Kandemir tarafından 2010 yılında finansal kriz dönemlerinde hisse senetleri getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin arbitraj fiyatlama modeli ile saptanmasına yönelik bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada, bağımlı değişken olarak Kasım 2000 ve Şubat 2001 mali krizlerinin yaşandığı dönemi içeren Ocak 1998- Aralık 2002 döneminde İMKB Ulusal 30 Endeksinde devamlılığı bulunan hisse senetleri getirileri alınırken, sanayi üretim endeksi, altın fiyatları,

ortalama döviz kuru sepeti, tüketici fiyat endeksi, para arzı, ithalatın ihracatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı, cari işlemler dengesi, mevduat faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı gibi makroekonomik faktörler ise bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, kısıtlıda olsa bazı makroekonomik faktörlerin değerleri anlamlı bulunmuştur. Asıl olarak ise, Tüketici Fiyat Endeksinin tüm hisse senedi getirilerini etkilediği saptanmıştır.

Çatıkkaş ve Okur tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada yabancı yatırımcıların alım satım hareketlerinin İMKB hisse senedi piyasası ile nedensellik ilişkisini incelemiştir. Çalışmada Ocak 1997- Eylül 2007 veri dönemine ait İMKB Ulusal 100 endeksinin ilgili döneme ait kapanış değerleri, İMKB işlem hacmi, yabancı banka- aracı kurum alış satış farkları modele dahil edilen değişkenlerdir. Analizde durağanlığı test etmek için Dickey- Fuller (ADF) ve Philips-Perron (PP) testleri kullanılmıştır. Nedensellik ilişkisi ise VAR testi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, yabancı yatırımcıların işlemleri ile İMKB işlem hacmi ve İMKB Ulusal 100 Endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu, yabancı banka-aracı kurum alış işlemlerinin İMKB işlem hacmini etkilediği saptanmıştır.

Demir ve Yağcılar tarafından 2009 yılında yapılan İMKB’de işlem gören hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile analiz edilmesini amaçladıkları çalışmada, 2000-2006 veri dönemine ait döviz kuru, kapasite kullanım oranı, hazine bonusu faiz oranı, İMKB-100 endeksi, para arzı, sanayi üretim endeksi, Gayrisafi yurtiçi hâsıla, altın fiyatları ve cari işlemler dengesi kullanılmıştır. Hazine Bonusu Faiz Oranları, Sanayi Üretim Endeksi ve Cari İşlemler Dengesi, İMKB -100 Endeksinin, bankalara ait hisse senedi getirilerini açıklayan diğer faktörler olarak yer aldıkları saptanmıştır. Aynı zamanda Kapasite Kullanım Oranı, Sanayi Üretim Endeksi, Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla ve Cari İşlemler Dengesinin bankalara ait hisse senedi getirileri üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir.

Dizdarlar ve Derindere tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada, İMKB 100 Endeksini etkileyen makroekonomik etkenler incelenmiştir. Çalışmada, 2002-2007 dönemine ait, Cari işlemler hesabı, Dış ticaret dengesi, Yurtiçi doğrudan yatırımlar, Portföy yatırımları, Emisyon hacmi, Para arzı, Sanayi üretim endeksi, Dış borç,

Tüketici fiyat endeksi, Altın fiyatları, Açık piyasa işlemleri ağırlıklı ortalama faizi, Açık piyasa repo ve ters repo işlemleri, Bankalar arası para piyasası gibi makroekonomik veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda İMKB 100 endeksini etkileyen en önemli faktörün döviz kuru olduğu tespit edilmiştir.

Duman ve Karamustafa tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada, Türkiye’de hisse senedi getirileri ile enflasyon ve reel üretim ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmada, Ocak 1990- Mayıs 2002 veri dönemine aylık veriler kullanılarak yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, enflasyon ile reel üretim arasında negatif yönlü bir ilişki, hisse senedi getirileri ile reel üretim arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Reel üretim düzeyindeki gelişmelerden enflasyon eğiliminin ayrıştırılması ile yapılan analizin ikinci aşamasında ise arındırılmış enflasyonun reel getiriler üzerinde pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Durukan 1999 yılında yaptığı çalışmada 1986-1998 veri dönemine ait enflasyon, faiz oranı, döviz kuru, ekonomik aktivite ve para arzı gibi makroekonomik faktörlerin, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. En Küçük Kareler yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada, para arzı ve enflasyonun hisse senedi fiyat hareketlerini belirlemekte istatistiksel bir etkisinin olmadığını, döviz kurunun hisse senedi fiyatları ile anlamlı ilişkisinin olmadığını, hisse senedi fiyatları üzerinde en etkili makroekonomik faktörün faiz oranı olduğunu ve bu etkinin negatif yönde olduğunu saptamıştır.

Erdem, Arslan ve Erdem tarafından 2005 yılında yapılan çalışmada ile enflasyon, döviz kuru, faiz oranı, para arzı ve endüstriyel üretimden İMKB hisse senedi fiyatı endekslerine doğru oynaklık yayılmasının olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışmada EGARCH modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, makroekonomik değişkenlerden hisse senedi endekslerine doğru anlamlı tek yönlü yayılmanın olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte döviz kurundan hem İMKB 100 hem de endüstri endekslerine doğru pozitif bir oynaklık yayılmasının varlığı saptanmıştır.

Gan v.d. tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada Yeni Zellanda Hisse senedi piyasası ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Johansen

Maksimum Olabilirlik ve Granger nedensellik testleri ile analiz etmişlerdir. Çalışmada, Ocak 1990 ve Ocak 2003 veri dönemine ait enflasyon oranı, uzun dönem faiz oranı, kısa dönem faiz oranı, reel döviz kuru, gayri safi milli hasıla, para arzı, ve yurt içi petrol fiyatları ile Yeni Zelanda Hisse Senedi Endeksi (NZSE40) arasında koentegrasyon ilişkisi olup olmadığı test edilmiştir. Bu değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Gençtürk tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, İMKB' da işlem gören hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişki kriz yaşanan dönem ile krizlerin yaşanmadığı dönemlere göre incelenmiştir. Çalışmada 1992-2006 veri dönemi incelenmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni İMKB 100 Endeksi iken bağımsız değişkenlerini oluşturan makroekonomik faktörler ise Hazine Bonosu faiz oranı, Tüketici Fiyat Endeksi, Para Arzı (M2), Sanayi Üretim Endeksi, Dolar, Altın fiyatlarıdır. Çalışmada Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, kriz döneminde tüketici fiyat endeksi ve para arzı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanırken, kriz yaşanmayan dönemlerde İMKB 100 Endeksi ile Tüketici Fiyat Endeksi, Altın Fiyatları ve Para Arzı ile arasında pozitif yönde, Dolar, Hazine Bonosu Faiz Oranı ve Sanayi Üretim Endeksi arasında ise negatif yönde anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Gong ve Mariano 1997 yılında yaptıkları çalışmada, hisse senedi piyasasında beklenen ve beklenmeyen getirilerin analiz edilmesini amaçlamıştır. Gelişmekte olan Güney Kore piyasası için VAR modeli kullanılarak yapılan çalışmada, ekonomik unsurların hisse senedi piyasasındaki beklenmeyen değişimin az bir kısmının açıklandığı saptanmıştır.

Herve v.d. 2011 yılında yaptıkları çalışmada, Ocak 1999 ile Aralık 2007 tarihleri arasında Fildişi Sahili hisse senedi fiyat endeksi (BRVM10) ile endüstriyel üretim endeksi, yurt içi faiz oranları, tüketici fiyat endeksi, reel döviz kuru ve para arzı gibi makroekonomik faktörler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, uzun dönemli ilişki için Johansen çok değişkenli koentegrasyon testi, kısa dönem ilişkiyi incelemek için ise Granger Nedensellik testi kullanılmıştır. Koentegrasyon testi ile BRVM10 Endeksi ile makroekonomik faktörler arasında uzun dönemli ilişki olduğu saptanırken, Granger nedensellik testi ile analiz edilen kısa dönemli ilişkinin ise zayıf

olduğu saptanmıştır. Tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksindeki değişimler ile hisse senedi endeksindeki değişmeler arasında Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Işık ve diğerleri tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada, Türkiye'deki krizlerin nedenleri ile ilgili olarak yapılan faktör analizlerinde İMKB Endeksi ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelenmiş ve İMKB endeksi ile faiz oranları arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit edilmiştir.

İşcan tarafından 2010 yılında yapılan çalışmada, Aralık 2001 ve Aralık 2009 veri döneminde İMKB 100 Endeksi ve Brent petrol fiyatları arasındaki ilişkiyi Granger Nedensellik testi ile araştırmıştır. Çalışma sonucunda petrol fiyatları ile İMKB 100 Endeksi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Kaya, ömlekçi ve Kara tarafından 2013 yılından yapılan çalışmada, İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında ilişkiyi incelemişlerdir. Ocak 2002- Haziran 2012 veri dönemini kapsayan çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB 100 Endeksi getirisi, bağımsız değişkenler olarak da faiz oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru olarak modele dahil edilmiştir. Çalışmada oklu doğrusal regresyon modeli en küçük kareler tahmin yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, para arzı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü, döviz kuru (TL/USD) İLE İMKB 100 endeksi ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte incelenen dönemde hisse senedi getirileri ile faiz oranları ve sanayi üretim endeksi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı saptanmıştır.

Kumar tarafından 2011 yılında yapılan çalışmada, Hindistan Hisse Senedi Fiyatları (NSE Endeksi) ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Çalışmada, NİSAN 2006 – Mart 2010 veri dönemine ait makroekonomik faktörler; reel döviz kuru, dış ticaret dengesi, doğrudan yabancı yatırımlar, endüstriyel üretim endeksi, toptan eşya fiyat endeksi değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Çalışmada Johansen koentegrasyon ve Granger nedensellik testleri kullanılmıştır. Johansen koentegrasyon testi sonucunda; döviz kuru, döviz rezervleri, dış ticaret dengesi, doğrudan yabancı yatırım, endüstriyel üretim endeksi faktörleri ile hisse senedi fiyatları arasında koentegrasyon ilişkisi olmadığı

saptanırken, toptan eşya fiyat endeksi ile hisse senedi fiyatları arasında koentegrasyon ilişkisi olduğu saptanmıştır. Granger nedensellik testi sonucunda ise hisse senedi fiyatlarının tüketici fiyatlarının Granger nedeni olmadığı ve tüketici fiyatlarının da hisse senedi fiyatlarının Granger nedeni olmadığı saptanmıştır.

Mohammad, Hussain ve Ali tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, Karaçi Borsası hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörlerin arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada döviz kuru, döviz rezervi, gayri safi milli hasıla, para arzı, sanayi üretim endeksi, ve toptan satış fiyat endeksi gibi makroekonomik faktörler kullanılmıştır. Aynı zamanda çalışmada 1986 ve 2008 yılları arasında üçer aylık veriler kullanılmıştır. ARIMA modeli ile yapılan analizler sonucunda; faiz oranı, para arzı, döviz kuru, döviz rezervi ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğu, sanayi üretim endeksi ve gayri safi milli hasıla ile hisse senedi fiyatları ile arasında anlamlı ilişki olmadığı saptanmıştır.

Muradoğlu, Taşkın ve Bigan tarafından 2000 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi getirileri ile enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve endüstriyel üretim gibi makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, gelişmekte olan 19 ülkeye ait, 1976-1997 yılları arası aylık veriler kullanılmıştır. Her ülke için yapılan nedensellik analizi sonucunda, ülkeye ait makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerini belirlemede önemli olduğu saptanmıştır. Hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasında çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Naik ve Padhi tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada, Hint Borsası Endeksi ve sanayi üretim endeksi, para arzı, toptan eşya fiyat endeksi, hazine bonusu faiz oranı ve döviz kuru gibi beş makroekonomik faktör arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Çalışmada, Nisan 1994- Haziran 2011 dönemi aylık veriler Johansen eş bütünleşme ve vektör hata düzeltme modeli ile analiz edilmiş ve hisse senedi fiyatları ile para arzı ve sanayi üretim endeksi arasında pozitif bir ilişki, enflasyon ile ise negatif yönlü ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Döviz kuru ve faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında arasında anlamlı ilişki olmadığı saptanmıştır.

Özer v.d. tarafından 2011 yılında yapılan çalışmada, İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışmanın veri dönemi; Ocak 1996- Aralık 2009 olarak alınmıştır. Çalışmanın

bağımsız değişkenleri; faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi, altın fiyatları, döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi iken bağımlı değişkeni İMKB 100 Endeksidir. Çalışma En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi, Johansen- Juselius Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi, ve VEC modelleri uygulanmış ve bu testler sonucunda, Türkiye ekonomisi için hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında farklı derecelerde de olsa bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

Pekkaya ve Bayramoğlu tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatları arasında döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada Ocak 1990- Nisan 2007 yılları arası işgünlerine ait günlük veriler Granger nedensellik testi ve VAR modeli ile yapılan analizlere dahil edilmiştir. Veri seti, YTL/USD döviz kuru, İMKB 100 endeksi ve S&P 500 endeksinden oluşturulmuştur. Yapılan analizlerin sonucunda ise, 1990-2007 döneminde, İMKB 100 ve S&P 500 endekslerinden döviz kuruna Granger nedensellik olduğu saptanmıştır ve döviz kuru ile İMKB 100 endeksi arasında çift yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. S&P 500 endeksi, tek yönlü olarak döviz kuru ve İMKB 100 endeksini etkilemekte olduğu saptanmıştır.

Rad tarafından 2011 yılında yapılan çalışmada Makroekonomik faktörlerdeki değişimlerin İran – Tahran hisse senedi piyasasına etkilerini incelemiştir. Çalışmada, kısıtsız VAR, genelleştirilmiş tahmin hata varyans ayrıştırması ve etki tepki fonksiyonları kullanılmıştır. 2001-2007 yılları arasında aylık verilerin kullanıldığı çalışmada etki tepki fonksiyonları ile hisse senedi piyasasının tüketici fiyat endeksi, serbest piyasa döviz kurları, likidite (m2) gibi makroekonomik değişkenlerdeki şoklara verdiği yanıtın zayıf ve dört ay içerisinde ortadan kalkmakta olduğunu yani kalıcı olmadığını tespit etmiştir. Genelleştirilmiş tahmin hata varyans ayrıştırması yöntemi ile ise bu makroekonomik değişkenlerin Tahran hisse senedi piyasasındaki değişmelerin %12 gibi küçük bir kısmını etkilediğini belirlemiştir

Rjoub, Türsoy ve Günsel tarafından 2005 yılında yapılan çalışmada, makroekonomik faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada Ocak 2001- Eylül 2005 veri dönemine ait İMKB aylık performansı ile faiz oranı, para arzı, enflasyon, risk primi, döviz kuru faktörleri ile arasındaki ilişki Arbitraj fiyatlama modeli ve En küçük kareler yöntemi

ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda ise makroekonomik göstergeler ve İMKB arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Savaş ve Samiloğlu tarafından 2010 yılında yapılan çalışmada, makroekonomik göstergelerin Türkiye’de hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini analiz edilmiştir. Çalışmada, Hisse senedi getirileri ile geniş para arzı, endüstriyel üretim, reel efektif döviz kuru oranları, uzun dönem yerel faiz oranları ve yabancı faiz oranları arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada Eş bütünleşme için ARDL yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ise modele dahil edilen makroekonomik göstergeler ile hisse senedi fiyatları arasında eş bütünleşme olduğu tespit edilmiş, makroekonomik göstergelerdeki değişikliklerin hisse senedi piyasasını etkilediğini saptamışlardır.

Sayılgan ve Süslü tarafından 2011 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi getirileri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi ABD, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili, Ürdün ve Türkiye gibi ülkeler için analiz edilmiştir. Çalışmada, 1999-2006 yılları arasındaki üçer aylık veriler ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişki Panel Veri Analizi yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda ise; çalışmaya dahil edilen ülkelerdeki hisse senedi getirilerinin; döviz kurundan, enflasyon oranından ve S&P 500 endeksinden etkilendiği saptanmıştır. Fakat faiz oranı, gayri safi milli hasıla, para arzı ve petrol fiyatları ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Sharma ve Mahendru tarafından 2010 yılında yapılan çalışmada çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılarak, Ocak 2008- Ocak 2009 yılları arası aylık verileri ile Hindistan’da döviz kurları, döviz rezervleri, enflasyon oranı ve altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada enflasyon oranı ve döviz rezervlerinin hisse senedi fiyatlarını etkilemediği buna karşın döviz kurları ve altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları ile arasında önemli bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Wongbangpo ve Sharma tarafından 2002 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan makroekonomik faktörler; Gayri safi milli hasıla, tüketici fiyat

endeksi, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru değişkenleridir. Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland hisse senedi piyasaları üzerine yapılan çalışmada; çalışmaya dahil edilen bütün piyasalar da enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü ilişki olduğu, faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında Filipinler, Singapur ve Taylan piyasalarında negatif yönlü, Endonezya ve Malezya piyasalarında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında Endonezya, Malezya ve Filipinler piyasasında pozitif yönlü, Singapur ve Tayland piyasalarında ise negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yılmaz, Güngör ve Kaya tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatları ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığı test edilmiştir. Ocak 1990- Aralık 2003 dönemini kapsayan analizlerde, İMKB Endeksi, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenleri çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada En Küçük Kareler Yöntemi, Johansen- Juselius eş bütünleşme testi, Granger Nedensellik testi ve VEC modeli kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, EKK tahmin testine göre hisse senedi fiyatları ile tüketici fiyat endeksi, döviz kuru, faiz oranı, para arzı ve dış ticaret dengesi değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler olduğu saptanırken, sanayi üretim endeksi ile herhangi bir anlamlı ilişkiye rastlanmamıştır. Çok değişkenli ilişkilerin araştırıldığı Johansen- Juselius eş bütünleşme testi ile dört adet eş bütünleşme vektörünün olduğu bu değişkenler arasında tek yönlüde olsa bir nedensellik ilişkisi olabileceği sonucuna varılmıştır. Granger Nedensellik testi sonucunda, hisse senedi fiyatları ile tüketici fiyat endeksi ve faiz oranı değişkenleri arasında tek yönlü, hisse senedi fiyatları ile para arzı ve döviz kuru değişkenleri arasında karşılıklı bir nedensellik olduğu, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları ile arasında nedensellik olmadığı saptanmıştır. VEC modelden elde edilen sonuçlara göre ise hisse senedi fiyatları en fazla kendi şoklarından, daha sonra sırasıyla faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, dış ticaret dengesi, para arzı, döviz kuru ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden etkilenmektedir.

Yörük ve Ban tarafından 2002 yılında yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatlarını etkileyen risk unsurları üzerine bir çalışma yapmıştır. Şubat 1986- Ocak 1998 yılları arası 144 aylık bir dönemde 37 hisse senedinden oluşan bir portföy Arbitraj Fiyatlama Modeli ile analiz edilmiştir. Yapılan analizde, Tüketici fiyat

endeksi, sanayi üretim endeksi, imalat sanayi üretim endeksi, bütçe nakit dengesi, para arzı (M1), altın fiyatları, döviz kuru değişimi, hazine bonosu faiz oranı ve İMKB 100 Endeksi gibi makroekonomik faktörler hisse senedi fiyatlarını etkilediği kabul edilen değişkenlerdir. Çalışmanın sonucunda, finansal varlıkların beklenen fiyatlarını tahmin edebilmek ve portföy stratejilerinde başarılı sonuçlar elde edebilmek açısından söz konusu makroekonomik faktörlerin etkili olduğu saptanmıştır.

Zhu tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada, Şangay Borsa'sında yer alan enerji sektörü hisse senedi getirileri ile döviz rezervleri, enflasyon oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi, ihracat, ithalat ve işsizlik oranı gibi makroekonomik faktörler ile arasındaki Arbitraj Fiyatlama Modeli ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, Şangay Borsa'sında yer alan enerji sektörü hisse senetlerinin getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin; döviz rezervleri, ihracat ve işsizlik oranı olduğu tespit edilmiştir.

Zügül ve Şahin tarafında 2009 da yapılan çalışmada, Ocak 2004- Aralık 2008 dönemi aylık verileri kullanılarak, İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını, Zaman Serisi verileri “En Küçük Kareler” yöntemi ne göre değerlendirilmiş ve verilerin analizinde doğrusal regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada dolar döviz kuru, para arzı, faiz oranı, ve tüketici fiyat endeksi kullanılan makroekonomik faktörlerdendir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, para arzı, döviz kuru ve faiz oranı ile hisse senedi getiri endeksi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu, bununla birlikte enflasyon oranıyla İMKB 100 Endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

4.1. LİTERATÜR ÇALIŞMASI ÖZET TABLOSU

ÇALIŞMAYI GERÇEKLEŞTİREN KİŞİ/ KİŞİLER	ÇALIŞMADA ELE ALINAN VERİ DÖNEMİ	ÇALIŞMADA KULLANILAN YÖNTEM	ÇALIŞMAYA DAHİL EDİLEN DEĞİŞKENLER	ÇALIŞMANIN SONUCU
Adam ve Tweneboah	2000-2008	Johansen eş bütünleşme testi	Doğrudan yabancı yatırımlar, hazine bonusu faiz oranı tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru	Gana hisse senedi piyasası ile doğrudan yabancı yatırımlar ve hazine bonusu faiz oranı ile arasında uzun dönemli nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Adjasi	2002-2009	Exponential GARCH (EGARCH)	Tüketici fiyat endeksi, para arzı, döviz kuru, faiz oranları, altın fiyatları, petrol fiyatları ve kakao fiyatları	Kakao fiyatlarındaki ve faiz oranlarındaki oynaklık artışının ise hisse senedi fiyatlarındaki oynaklığını artırdığı tespit edilmiştir.
Akkum ve Vuran	1999-2002	Arbitraj Fiyatlama Modeli	Döviz kurları, para arzı, enflasyon oranı ve piyasa faiz oranı	Getirileri açıklayan makroekonomik faktörler olduğu belirtmiştir
Albayrak, Öztürk ve Tüylüoğlu	2005-2012	Prais- Winston Regresyon modeli	Mevduat faiz oranları, ABD dolar kuru ve altın fiyatları	ABD dolar kuru ve altın fiyatlarının İMKB 100 Endeksi üzerinde açık ve önemli bir etkisinin olduğu saptanmıştır.
Albeni ve Demir	2000-2005	Çoklu Doğrusal Regresyon analizi	Mevduat faiz oranı, Alman Markı, Cumhuriyet Altını, tüketici fiyat endeksi, para arzı,	Mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktör olarak; mevduat faiz oranı, cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatırımları ve Alman Markı tespit edilmiştir
Ali v.d.	1990-2008	Granger Nedensellik testi	Döviz kuru, enflasyon, para arzı, sanayi üretim endeksi ve cari işlemler dengesi	Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir
Ayaydın ve Dağlı	1994- 2009	Granger Nedensellik testi	Enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve para arzı	Enflasyon meydana gelen değişikliklerin hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönde etkisi olduğunu ve döviz kurundaki değişimin hisse senedi getirileri üzerinde negatif yönlü etkisi olduğu saptanmıştır.

Aydemir ve Demirhan	2001-2008	VAR ve Toda-Yamamoto yöntemi	İMKB Ulusal 100 Endeksi, Hizmet, Mali, Sanayi ve Teknoloji Endeksleri hisse senedi fiyatları modele	Döviz kurundan çalışmaya dahil edilen tüm hisse endekslerine doğru negatif yönlü nedensellik ilişkisi saptanmıştır
Cihangir ve Kandemir	1998-2002	Arbitraj Fiyatlama Modeli	Sanayi üretim endeksi, altın fiyatları, ortalama döviz kuru sepeti, tüketici fiyat endeksi, para arzı, ithalatın ihracatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı, cari işlemler dengesi, mevduat faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı	Tüketici Fiyat Endeksinin tüm hisse senedi getirilerini etkilediği saptanmıştır
Çatıkkaş ve Okur	1997-2007	Dickey- Fuller (ADF) , Philips-Perron (PP) testleri ve VAR yöntemi	Yabancı banka-aracı kurum alış satış farkları	Yabancı banka-aracı kurum alış işlemlerinin İMKB işlem hacmini etkilediği saptanmıştır.
Demir ve Yağcılar	2000-2006	Arbitraj Fiyatlama Modeli	Döviz kuru, kapasite kullanım oranı, hazine bonusu faiz oranı, İMKB-100 endeksi, para arzı, sanayi üretim endeksi, Gayrisafi yurtiçi hâsıla, altın fiyatları ve cari işlemler dengesi	Hazine Bonusu Faiz Oranları, Sanayi Üretim Endeksi ve Cari İşlemler Dengesi, İMKB -100 Endeksinin, bankalara ait hisse senedi getirilerini açıklayan diğer faktörler olarak yer aldıkları saptanmıştır
Dizdarlar ve Derindere	2002-2007	Granger Nedensellik ilişkisi	Cari işlemler hesabı, Dış ticaret dengesi, Yurtiçi doğrudan yatırımlar, Portföy yatırımları, Emisyon hacmi, Para arzı, Sanayi üretim endeksi, Dış borç, Tüketici fiyat endeksi, Altın fiyatları	Çalışma sonucunda İMKB 100 endeksini etkileyen en önemli faktörün döviz kuru olduğu tespit edilmiştir.
Durukan	1986-1998	En Küçük Kareler yöntemi	Enflasyon, faiz oranı, döviz kuru, ekonomik aktivite ve para arzı	Hisse senedi fiyatları üzerinde en etkili makroekonomik faktörün faiz oranı olduğunu ve bu etkinin negatif yönde olduğunu saptamıştır

Erdem, Arslan ve Erdem	2000-2005	EGARCH modeli	Enflasyon, döviz kuru, faiz oranı, para arzı ve endüstriyel üretim	Döviz kurundan hem İMKB 100 hem de endüstri endekslerine doğru pozitif bir oynaklık yayılmasının varlığı saptanmıştır
Gan v.d.	1990-2003	Johansen Maksimum Olabilirlik ve Granger nedensellik testleri	Enflasyon oranı, uzun dönem faiz oranı, kısa dönem faiz oranı, reel döviz kuru, gayri safi milli hasıla, para arzı, ve yurt içi petrol fiyatları	Bu değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu tespit edilmiştir
Gençtürk	1992- 2006	Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemi	Hazine Bonusu faiz oranı, Tüketici Fiyat Endeksi, Para Arzı (M2), Sanayi Üretim Endeksi, Dolar, Altın fiyatlarıdır	Kriz döneminde tüfe ve M2 arasında anlamlı ilişki olduğu, kriz yaşanmayan dönemlerde Tüfe, Altın, M2 ile arasında pozitif yönde, Dolar, Hazine Bonusu Faiz Oranı ve Sanayi Üretim Endeksi arasında ise negatif yönde anlamlı ilişki olduğu saptanmıştır
Herve v.d	199-2007	VAR yöntemi Johansen çok değişkenli koenteegrasyon testi, kısa dönem ilişkiyi incelemek için ise Granger Nedensellik testi kullanılmıştır	Endüstriyel üretim endeksi, yurt içi faiz oranları, tüketici fiyat endeksi, reel döviz kuru ve para arzı	Tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksindeki değişimler ile hisse senedi endeksindeki değişimler arasında Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Işık v.d.	1995-2003	Granger nedensellik yöntemi	Faiz oranı	İMKB endeksi ile faiz oranları arasında negatif yönlü ilişki olduğunu tespit edilmiştir
Kaya, Çömlekçi ve Kara	2002-1012	Çoklu doğrusal regresyon modeli , en küçük kareler	Faiz oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru	Para arzı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü, döviz kuru (TL/USD) İLE İMKB 100 endeksi ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Mohammad, Hussain ve Ali	1986 - 2008	ARIMA modeli	Döviz kuru, döviz rezervi, gayri safi milli hasıla, para arzı, sanayi üretim endeksi, ve toptan satış fiyat endeksi	Faiz oranı, para arzı, döviz kuru, döviz rezervi ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğu, sanayi üretim endeksi ve gayri safi milli hasıla ile hisse

				senedi fiyatları ile arasında anlamlı ilişki olmadığı saptanmıştır.
Muradoğlu, Taşkın ve Bigan	1976-1997	Nedensellik analizi	Enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve endüstriyel üretim	Hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasında çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir
Özer v.d.	1996- 2009	En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi, Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi, ve VEC modelleri	Faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi, altın fiyatları, döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi	Türkiye ekonomisi için hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında farklı dercelerde de olsa bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.
Yılmaz, Güngör ve Kaya	1990- 2003	Johansen-Juselius eş bütünleşme testi, Granger Nedensellik testi ve VEC modeli kullanılmıştır	Para arzı, faiz oranı, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi	Faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, dış ticaret dengesi, para arzı, döviz kuru ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden etkilenmektedir.
Zhu	2005-2011	Arbitraj Fiyatlama Modeli	Döviz rezervleri, enflasyon oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi, ihracat, ithalat ve işsizlik oranı	Hisse senetlerinin getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin; döviz rezervleri, ihracat ve işsizlik oranı olduğu tespit edilmiştir.
Züğül ve Şahin	2004- 2008	Zaman Serisi verileri “En Küçük Kareler”	Döviz kuru, para arzı, faiz oranı, ve tüketici fiyat endeksi	Para arzı, döviz kuru ve faiz oranı ile hisse senedi getiri endeksi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit etmişlerdir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KRİZ DÖNEMİNDE İMKB'DE YER ALAN OTOMOTİV VE İNŞAAT İŞLETMELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON MODELİ İLE ANALİZİ

1.ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON MODELİ

Regresyon analizi; veriler kullanılarak “bağımlı değişken” ile “açıklayıcı değişken ve değişkenler” olarak adlandırılan bağımsız değişken veya değişkenler arasındaki ilişkiyi ele almaktadır.

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli: $Y_i = (b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n) + e_i$

Çoklu Doğrusal Regresyon modeli şu şekilde yazılabilir:

Y ; Bağımlı değişken

X_i ; Bağımsız değişken

B_i ; Tahmin edilecek parametreler

ε ; Hata terimi

e_i modelin stokastikliğini (rastlantısal) ifade eder ve modele dahil edilmeyen değişkenleri içerir. Ayrıca model spesifikasyonunda yapılan hataların etkisi hata modeline yansır. Çoklu doğrusal regresyon modelinin varsayımları şöyledir.

- 1) Normal Dağılım
- 2) Doğrusallık
- 3) Hata terimlerinin ortalaması sıfırdır
- 4) Sabit varyans
- 5) Otokorelasyon olmaması
- 6) Bağımsız değişkenler arasında tam doğrusal bağlantı olmaması

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

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

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

Belirlilik Katsayısı: Belirlilik katsayısı (R^2) bağımlı değişkenin yüzde kaçının modele dahil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir.

2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KISITLARI

2008 Küresel ekonomik krizin etkilerini göstermeye başladığı 2007 yılı ve krizden çıkış dönemi olarak belirtilen 2009 yılı sonu özetle; Ocak 2007- Aralık 2009 süreci; çalışmanın otomotiv ve inşaat sektörleri hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörlerin belirlenmesi amacıyla yapılan çoklu doğrusal regresyon analizinin ilk veri dönemidir.Çalışmada, kriz olmayan süreç olarak ve kriz dönemi ile karşılaştırabilmek adına Ocak 2010 - Aralık 2012 ise analizin ikinci veri dönemini oluşturmaktadır.

Çalışmada, BİST100 endeksine dahil olan otomotiv ve inşaat sektörlerine ait toplam 21 firmanın hisse senetlerinin fiyatları ve çalışmaya dahil edilen 11 adet makroekonomik faktörün aylık verileri kullanılmıştır.Veriler, Borsa İstanbul ve Türkiye İstatistik Kurumu internet sitelerinden elde edilmiştir.

Çalışmada eviews paket istatistik programı kullanılmıştır.

2.1. ARAŞTIRMANIN BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLERİ

Araştırmada, Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinde kullanılan bağımlı değişkenler; BİST100 Endeksinde yer alan ve Tablo: 5’de belirtilen otomotiv ve inşaat firmalarının hisse senetlerinin Ocak 2007 - Aralık 2012 dönemine ait aylık fiyatlarıdır.

Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise; Tablo: 6’ da belirtilen makroekonomik faktörlerin aylık değerleridir.

Tablo: 5. Modele Dahil Edilen Otomotive İnşaat İşletmeleri

İNŞAAT İŞLETMELERİ	OTOMOTİV İŞLETMELER
Atakule GMYO	Anadolu Isuzu
Avrasya GMYO	Doğuş Otomotiv
Akmerkez GMYO	Ford Oto.Fab.
Doğuş GMYO	Karsan Otomotiv
Edip GMYO	Tofaş Otomotiv
EGS GMYO	Otokar
İdealist GMYO	
İş GMYO	
Nurol GMYO	
Özderici GMYO	
Pera GMYO	
Vakıf GMYO	
Yapı Kredi GMYO	
Ata GMYO	
Yeşil GMYO	

Tablo: 6. Modelde Yer Alan Bağımsız Değişkenler

KODU	ADI
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
İHİTKO	İhracatın ithalatı karşılama oranı
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
ALTN	Altın fiyatları
DLR	USD Doları
EURO	Euro
MFO	Mevduat Faiz Oranı
CİD	Cari İşlemler Dengesi
M2	Para Arzı
SÜE	Sanayi Üretim Endeksi
İBS	İç Borç Stoku

Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin modele dahil edilme nedenleri ve biçimleri;

TÜFE; Enflasyonun göstergesi olarak tüketici fiyat endekslerindeki aylık oranları modele dahil edilmiştir.

İHİTKO; İhracatın ithalatı karşılama oranı, bir ülkenin yurtdışına sattığı ürünlerin toplam parasal değerinin, yurt dışından aldığı ürünlerin toplam parasal değerine oranıdır. İHİT, aylık ihracat rakamlarının aynı dönem ithalat rakamına bölünmesiyle bulunup modele dahil edilmiştir.

KKO; Kapasite kullanım oranı, bir ülkedeki tüm üretim maliyetlerinin düzeyini belirleyen ve o ülkedeki tüm üretim işletmelerinin teorik ya da maksimum kapasitelerinin ne kadarını kullandığını gösteren bu oran reel ekonomik faaliyetlerin

göstergesi olarak modele alınmıştır. Modele imalat sanayi kapasite kullanım oranları dahil edilmiştir.

ALT; Cumhuriyet altını fiyatlarındaki modele dahil edilmiştir.

MFO; Kısa vadeli mevduat faiz oranları modele dahil edilmiştir.

CİD; Cari işlemler dengesi, bir ülkenin tasarruflarıyla yatırım harcamaları arasındaki fark olan bu dengenin aylık değişim oranları modele dahil edilmiştir.

M2; Para Arzı, Merkez Bankası politikalarının piyasanın yönünü belirlenmesinde önemli rol almaktadır bu nedenle modele dahil edilmiştir.

SÜE; Sanayi üretim endeksi, tüm sanayi kollarının üretim sınıflarına göre ağırlıklandırılmasından oluşturulmuş istatistiksel bilgileri içeren verilerdir.

İBS; Ülkedeki iç borç stokunun durumu yatırım araçları getirisini farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Bu borçların ödenmesi için piyasadan fon toplanması paraya olan talebi artıracak bu da paranın fiyatını etkileyecektir. Ters bir durum paranın fiyatını düşüreceğinden hisse senetlerine yönelme veya kaçınma şeklinde ortaya çıkması beklenen davranışlar söz konusu olabilecektir. Bu durum hisse getirilerinde pozitif veya negatif yönde tepkimeler gösterecektir.

DLR; ABD Doları

EURO; Avrupa Birliği Ülkeleri para birimi

3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

BİST100 endeksine dahil olan hisse senetlerinin fiyatları üzerinde makroekonomik faktörlerin olası etkilerini ve bu faktörlerle ilgili sistematik risk duyarlılık katsayılarını test etmek için analize dahil edilen 21 firma için çoklu doğrusal regresyon analizi eviews paket programı yardımıyla yapılmıştır. Ocak 2007-Aralık 2009 ve Ocak 2010-Aralık 2012 dönemini kapsayan 72 aya ait bağımlı ve bağımsız değişkenlerin verileri kullanılarak 21 firma için regresyon denklemleri elde edilmiştir.

Çalışmada çoklu doğrusal regresyon analizinin temel varsayımlarından geçerliliğinin test edilmesi mümkün olan otokorelasyon, çoklu doğrusallık ve sabit varyans test edilmiştir. Parametre tahminçileri sapmasız ve tutarlı olmalarına rağmen etkin olmamasına neden olan otokorelasyon tespiti (Yıldırım, 2011:162) amacı ile iki dönem gecikmeli Breusch-Gofrey (Legrange çarpanı- LM) testi uygulanmıştır.

Regresyon katsayıları yanlış işaretli ve R2 değeri olduğundan büyük çıkmasına neden olan çoklu doğrusallığın (Tanrı, 2010:157) testinde VIF (Variance Inflation Factor) testi uygulanmıştır. Hata teriminin sabit varyansa sahip olmaması durumu olarak adlandırılan değişen varyans tahmincilerin en iyi tahminci olma özelliklerini yitirmelerine engel olmaktadır (Tanrı, 2010:172).Çalışmada aynı zamanda değişen varyansın tespiti için White değişen varyans testi yapılmıştır.

4.ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırma bulguları olarak öncelikle korelasyon analizi sonuçları daha sonra çoklu doğrusal regresyon analizi sonuçları verilecektir.

4.1. KORELASYON ANALİZİ SONUÇLARI

Çalışmada, çoklu doğrusal regresyon analizi yapmadan önce makroekonomik faktörler ile otomotiv ve inşaat firmalarının hisse senedi fiyatları ile arasındaki ilişki olup olmadığını tespit etmek amacıyla korelasyon analizi yapılmıştır. Yapılan korelasyon analizi sonucunda bağımsız değişkenler arasında tam doğrusal ilişki olmadığı tespit edildiğinden tüm makroekonomik faktörler çoklu doğrusal regresyon analizine dahil edilmiştir.

4.1.1. (2007:1-2009:12) Kriz Dönemi Korelasyon Analizi Sonuçları

Korelasyon analizi değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin gücünü tespit etmek amacıyla yapılmıştır.

Tablo: 7. Makroekonomik Değişkenler ile İnşaat Sektörüne Ait Bazı Hisse Senetleri İlişkisine Ait Korelasyon Analizi (2007-2009)

Bağımsız değişkenler	n	İnşaat		Otomotiv	
		R	p	r	P
ALTN	36	-0,66	0,00	-0,71	0,00
EURO	36	-0,67	0,00	-0,75	0,00
İBS	36	-0,43	0,00	-0,51	0,00
İHİTKO	36	-0,54	0,00	-0,57	0,00
KKO	36	0,78	0,00	0,81	0,00
MFO	36	0,15	0,39	0,20	0,24
CİD	36	-0,50	0,00	-0,56	0,00
M2	36	-0,61	0,00	-0,64	0,00
SÜE	36	-0,64	0,00	0,64	0,00
TÜFE	36	-0,76	0,00	-0,79	0,00
DLR	36	-0,67	0,00	-0,74	0,00

Tablo: 7'e göre yapılan korelasyon analizi sonucunda her iki sektör içinde makroekonomik değişkenler arasında tam doğrusal ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

4.1.2. (2010:1- 2012:2) Kriz Olmayan Dönem Korelasyon Analizi

Sonuçları

Korelasyon analizi değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin gücünü tespit etmek amacıyla yapılmıştır.

Tablo: 8. Makroekonomik Değişkenler ile İnşaat Sektörüne Ait Bazı Hisse Senetleri İlişkisine Ait Krelasyon Analizi (2010-2012)

Bağımsız değişkenler	n	İnşaat		Otomotiv	
		r	p	r	p
ALTN	36	-0,72	0,00	0,72	0,00
EURO	36	-0,59	0,00	0,59	0,00
İBS	36	-0,61	0,00	0,56	0,00
İHİTKO	36	-0,15	0,37	0,37	0,03
KKO	36	-0,19	0,26	0,40	0,02
MFO	36	-0,71	0,00	0,19	0,28
CİD	36	-0,50	0,00	0,05	0,77
M2	36	-0,56	0,00	0,88	0,00
SÜE	36	-0,32	0,06	0,66	0,00
TÜFE	36	-0,68	0,00	0,82	0,00
DLR	36	-0,79	0,00	0,61	0,00

Tablo: 8'e göre yapılan korelasyon analizi sonucunda her iki sektör içinde makroekonomik değişkenler arasında tam doğrusal ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

4.2. (2007:1- 2009:12) KRİZ DÖNEMİ ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI

Kriz dönemi çoklu doğrusal regresyon analizi sonuçları otomotiv ve inşaat sektörleri için ayrı ayrı başlıklar altında verilmiştir.

4.2.1. (2007:1- 2009:12) Kriz Dönemi Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları

Kriz dönemi otomotiv sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyona analizi sonucunda aşağıdaki tablolar elde edilmiştir.

Tablo: 9. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009)

Bağımsız Değişkenler	B	SH_B	T	p
Sabit	34,649	7,046	4,917	0,00
ALTN	-0,018	0,013	-1,373	0,18
EURO	1,497	2,531	0,591	0,56
İBS	0,000	0,000	1,923	0,07
İHİTKO	0,000	0,000	1,239	0,23
KKO	0,052	0,061	0,846	0,41
MFO	-0,318	0,125	-2,544	0,02
CİD	0,000	0,000	-2,786	0,01
M2	0,000	0,000	2,127	0,04
SÜE	0,021	0,024	0,848	0,40
TÜFE	-0,234	0,056	-4,195	0,00
DLR	-5,145	2,302	-2,235	0,03
R ² =0,969 ΔR ² =0,954 F _(11,24) =68,281 p=0.000 Durbin-Watson=2,427				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	1,210	Prob. F(11,24)		0,33
Obs*R-squared	12,838	Prob. Chi-Square(11)		0,30
Scaled explained SS	7,594	Prob. Chi-Square(11)		0,75
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyon)				
F-statistic	5,504	Prob. F(2,22)		0,01
Obs*R-squared	12,005	Prob. Chi-Square(2)		0,00
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
ALTN	0,015	66,826		
EURO	0,038	26,313		
İBS	0,039	25,917		
İHİTKO	0,129	7,730		
KKO	0,037	26,707		
MFO	0,060	16,756		
CİD	0,280	3,576		
M2	0,034	29,489		
SÜE	0,170	5,883		
TÜFE	0,021	47,523		
DLR	0,057	17,634		

Modelde çoklu doğrusal bağlantıyı test etmek amacı ile yapılan VIF testi sonucuna göre modelde çoklu doğrusal bağlantı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (VIF>10). Çoklu doğrusal bağlantıya neden olan değişkenler adım adım modelden çıkarılarak analiz tekrarlanmış ve Tablo: 10'da yer alan 5 bağımsız değişken modelde kalmıştır.

Değişen varyansın varlığını test etmek amacı ile yapılan White testi sonucunda modelde değişen varyansa rastlanmamıştır ($p>0,05$). Modelde oto korelasyonu test etmek amacı ile Breusch-Gofrey (LM) testi iki dönem gecikmeli uygulanmıştır. Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda modelde oto korelasyon bulunduğu tespit edilmiştir ($p<0,05$).

Oto korelasyonun ortadan kaldırılmasında kullanılan yöntemlerden biri olan AR teriminin eklenmesi yöntemi kullanılarak modele AR(1) terimi eklenmiş ve model

$$OTOMOTİV_t = \text{Sabit} + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \text{AR}(1) + \varepsilon_t$$

olarak düzeltilmiş ve regresyon analizi ile Breusch-Gofrey (LM) testi tekrarlanmıştır. Yapılan Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda birinci modelde var olan oto korelasyon sorununu ortadan kaldırılmıştır ($p>0,05$).

Tablo: 10. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş)

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	T	P
Sabit	4,837	4,974	0,973	0,34
İHİTKO	0,000	0,000	-2,027	0,05
KKO	0,067	0,070	0,954	0,35
M2	-0,240	0,130	-1,843	0,08
CİD	0,000	0,000	0,637	0,53
SÜE	-0,005	0,022	-0,242	0,81
AR(1)	0,927	0,064	14,401	0,00
R ² =0,931 ΔR ² =0,916 F _(6, 28) =62,767 p=0.000 Durbin-Watson=2,322				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	2,400	Prob. F(6,28)		0,05
Obs*R-squared	11,888	Prob. Chi-Square(6)		0,06
Scaled explained SS	8,847	Prob. Chi-Square(6)		0,18
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyonu)				
F-statistic	2,183	Prob. F(2,26)		0,13
Obs*R-squared	5,032	Prob. Chi-Square(2)		0,08
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
İHİTKO	0,40	2,48		
KKO	0,65	1,54		
MFO	0,89	1,118		
CİD	0,44	2,255		
SÜE	0,84	1,192		
AR(1)	0,83	1,208		

Modelin anlamlılığını ifade eden F testi sonucuna ($F_{(6, 28)}=62,767$, $p<0,05$) göre model anlamlıdır.

Modelden elde edilen sonuçlara göre, kapasite kullanım oranı dışındaki değişkenlerin hiçbirinin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p>0,05$). Sonuçlara göre otomotiv sektörü hisse fiyatlarının kapasite kullanım oranı dışında ihracatın ithalatı karşılama oranı, mevduat faiz oranı, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden hiçbiri ile ilişkili olmadığı söylenebilir. Elde edilen regresyon eşitliği aşağıdaki gibidir:

$$\text{OTOMOTİV}_t = 4,837 + 0,0671\text{KKO} + 0,927 (\text{OTOMOTİV}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Regresyon denklemine göre kapasite kullanım oranı ile pozitif yönlü ilişkisi vardır. Cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi ile otomotiv sektörü hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü ilişkisi olduğu görülmektedir fakat bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Denkleme göre kapasite kullanım oranındaki bir birimlik artış, otomotiv sektörüne ait hisse senedi fiyatları üzerine 0,0671 düzeyinde artışa neden olmaktadır.

4.2.2. (2007:1- 2009:12) Kriz Dönemi İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları

Kriz dönemi inşaat sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi sonucu aşağıdaki tablolar elde edilmiştir.

Tablo: 11. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009)

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	T	P
Sabit	7,677	2,883	2,663	0,01
ALTN	-0,011	0,005	-2,099	0,05
EURO	1,665	1,036	1,608	0,12
İBS	0,000	0,000	3,580	0,00
İHİTKO	0,000	0,000	-0,168	0,87
KKO	0,023	0,025	0,913	0,37
MFO	-0,116	0,051	-2,264	0,03
CİD	0,000	0,000	-1,695	0,10
M2	0,000	0,000	-0,236	0,82
SÜE	0,013	0,010	1,306	0,20
TÜFE	-0,065	0,023	-2,848	0,01
DLR	-1,405	0,942	-1,492	0,15
R ² =0,962 ΔR ² =0,9441 F _(11, 24) =55,077 p=0.000 Durbin-Watson=2,236				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	0,472	Prob. F(11,24)		0,90
Obs*R-squared	6,408	Prob. Chi-Square(11)		0,85
Scaled explained SS	2,933	Prob. Chi-Square(11)		0,99
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyonu)				
F-statistic	0,484	Prob. F(1,23)		0,49
Obs*R-squared	0,742	Prob. Chi-Square(1)		0,39
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
ALTN	0,02	66,826		
EURO	0,09	26,313		
İBS	0,02	25,917		
İHİTKO	0,06	7,730		
KKO	0,17	26,707		
MFO	0,25	16,756		
CİD	0,12	3,576		
M2	0,02	29,489		
SÜE	0,22	5,883		
TÜFE	0,02	47,523		
DLR	0,05	17,634		

Modelde çoklu doğrusal bağlantıyı test etmek amacı ile yapılan VIF testi sonucuna göre modelde çoklu doğrusal bağlantı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (VIF>10). Çoklu doğrusal bağlantıya neden olan değişkenler adım adım modelden

çıkarılarak analiz tekrarlanmış ve Tablo: 12’de yer alan 6 bağımsız değişken modelde kalmıştır.

Değişen varyansın varlığını test etmek amacı ile yapılan White testi sonucunda modelde değişen varyansa rastlanmamıştır ($p>0,05$). Modelde oto korelasyonu test etmek amacı ile Breusch-Gofrey (LM) testi iki dönem gecikmeli uygulanmıştır. Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda modelde oto korelasyon bulunmadığı tespit edilmiştir ($p>0,05$).

Tablo: 12. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2007-2009) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş)

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	T	P
Sabit	15,664	1,969	7,954	0,00
İHİTKO	0,000	0,000	-1,096	0,28
MFO	-0,166	0,024	-6,924	0,00
CİD	0,000	0,000	-0,073	0,94
SÜE	0,033	0,010	3,302	0,00
TÜFE	-0,075	0,007	-10,351	0,00
DLR	-0,079	0,745	-0,106	0,92
R ² =0,902 ΔR ² =0,881 F _(6, 29) =44,360 p=0.000 Durbin-Watson=1,298				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	0,835	Prob. F(6,29)		0,55
Obs*R-squared	5,305	Prob. Chi-Square(6)		0,51
Scaled explained SS	2,129	Prob. Chi-Square(6)		0,91
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyonu)				
F-statistic	2,019	Prob. F(2,27)		0,15
Obs*R-squared	4,684	Prob. Chi-Square(2)		0,10
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans		VIF	
İHİTKO	0,21		4,823	
MFO	0,58		1,728	
CİD	0,44		2,272	
SÜE	0,37		2,718	
TÜFE	0,44		2,269	
DLR	0,19		5,168	

Modelin anlamlılığını ifade eden F testi sonucuna ($F_{(6, 29)}=44,360$, $p<0,05$) göre model anlamlıdır.

Modelden elde edilen sonuçlara göre; mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi değişkenlerinin katsayısı inşaat sektörü hisseleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p < 0,01$). Diğer değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p > 0,05$). Sonuçlara göre inşaat sektörü hisselerinin mevduat faiz oranı ve Tüketici Fiyat Endeksi ile negatif yönlü; sanayi üretim endeksi ile pozitif yönlü ilişkili olduğu söylenebilir. Elde edilen regresyon eşitliği aşağıdaki gibidir:

$$\text{İNŞAAT}_t = 15,664 + 0,166\text{MFO} + 0,033\text{SÜE} - 0,075\text{TÜFE} + \varepsilon_t$$

Parametreler şu şekilde açıklanabilir;

Mevduat Faiz Oranındaki bir birimlik artış, inşaat sektörüne ait hisse senedi fiyatları üzerinde 0,166 düzeyinde azalışa neden olmaktadır.

Sanayi Üretim Endeksindeki bir birimlik artış, inşaat sektörüne ait hisse senedi fiyatları üzerinde 0,033 düzeyinde artışa neden olmaktadır.

Tüketici Fiyat Endeksindeki bir birimlik artış, inşaat sektörüne ait hisse senedi fiyatları üzerinde 0,075 düzeyinde azalışa neden olmaktadır.

Doların da inşaat sektörüne ait hisse senedi fiyatları ile negatif yönlü ilişkisi vardır fakat bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

4.3. (2010:1- 2012:12) KRİZ OLMAYAN DÖNEM ÇOKLU DOĞRUSAL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI

Kriz olmayan dönem çoklu doğrusal regresyon analizi sonuçları otomotiv ve inşaat sektörleri için ayrı başlıklar altında toplanmıştır.

4.3.1. (2010:1- 2012:12) Kriz Olmayan Dönem Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analiz Sonuçları

Kriz Olmayan Dönem otomotiv sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi sonucunda aşağıdaki tablolar elde edilmiştir.

Tablo: 13. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012)

Bağımsız Değişkenler	B	SH _B	T	P
Sabit	-24,875	23,942	-1,039	0,31
ALTN	-0,010	0,008	-1,213	0,24
EURO	3,341	2,546	1,312	0,20
İBS	0,000	0,000	1,785	0,09
İHİTKO	0,000	0,000	0,431	0,67
KKO	-0,201	0,151	-1,336	0,19
MFO	0,141	0,188	0,751	0,46
CİD	0,000	0,000	-0,132	0,90
M2	0,000	0,000	2,881	0,01
SÜE	0,033	0,032	1,010	0,32
TÜFE	-0,019	0,075	-0,246	0,81
DLR	-10,141	4,161	-2,437	0,02
R ² =0,931 ΔR ² =0,900 F _(11, 24) =29,572 p=0.000 Durbin-Watson=1,693				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	1,418	Prob. F(11,24)		0,23
Obs*R-squared	14,179	Prob. Chi-Square(11)		0,22
Scaled explained SS	4,816	Prob. Chi-Square(11)		0,94
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyon)				
F-statistic	0,809	Prob. F(2,22)		0,46
Obs*R-squared	2,467	Prob. Chi-Square(2)		0,29
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
ALTN	0,021	48,317		
EURO	0,085	11,723		
İBS	0,015	66,548		
İHİTKO	0,062	16,002		
KKO	0,165	6,056		
MFO	0,253	3,957		
CİD	0,120	8,361		
M2	0,025	40,199		
SÜE	0,221	4,533		
TÜFE	0,020	48,879		
DLR	0,051	19,491		

Modelde çoklu doğrusal bağlantıyı test etmek amacı ile yapılan VIF testi sonucuna göre modelde çoklu doğrusal bağlantı olduğu sonucuna ulaşılmıştır ($VIF > 10$). Çoklu doğrusal bağlantıya neden olan değişkenler adım adım modelden çıkarılarak analiz tekrarlanmış ve Tablo: 14'de yer alan 5 bağımsız değişken modelde kalmıştır.

Değişen varyansın varlığını test etmek amacı ile yapılan White testi sonucunda modelde değişen varyansa rastlanmamıştır ($p > 0,05$). Modelde oto korelasyonu test etmek amacı ile Breusch-Gofrey (LM) testi iki dönem gecikmeli olarak uygulanmıştır. Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda modelde oto korelasyon bulunmadığı tespit edilmiştir ($p > 0,05$).

Tablo: 14. Otomotiv Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012) (Çoklu Doğrusal Bağlantı Düzeltilmiş)

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	t	P
Sabit	1,167	21,468	0,054	0,96
İHİTKO	0,000	0,000	0,335	0,74
KKO	0,062	0,117	0,531	0,60
MFO	-0,204	0,267	-0,766	0,45
CİD	0,000	0,000	-0,416	0,68
SÜE	-0,005	0,021	-0,230	0,82
AR(1)	1,031	0,067	15,451	0,00
R ² =0,892 ΔR ² =0,869 F _(6, 28) =38,609 p=0.000 Durbin-Watson=2,156				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	0,431	Prob. F(6,28)		0,85
Obs*R-squared	2,961	Prob. Chi-Square(6)		0,81
Scaled explained SS	2,922	Prob. Chi-Square(6)		0,82
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyonu)				
F-statistic	0,174	Prob. F(2,26)		0,84
Obs*R-squared	0,464	Prob. Chi-Square(2)		0,79
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
İHİTKO	0,19	5,208		
KKO	0,97	1,033		
MFO	0,95	1,050		
CİD	0,21	4,746		
SÜE	0,68	1,470		
AR(1)	0,93	1,071		

Modelin anlamlılığını ifade eden F testi sonucuna (F_(6, 28)=38,609, p<0,05) göre model anlamlıdır.

Modelden elde edilen sonuçlara göre, değişkenlerin hiçbirinin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p > 0,05$). Sonuçlara göre inşaat sektörü hisse fiyatlarının ihracatın ithalatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı, mevduat faiz oranı, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden hiçbirisi ile ilişkili olmadığı söylenebilir. Elde edilen regresyon eşitliği aşağıdaki gibidir:

$$\text{OTOMOTİV}_t = 1,167 + 0,000\text{İHİTKO} + 0,060\text{KKO} - 0,204\text{MFO} + 0,000\text{CİD} - 0,005\text{SÜE} + 1,031 (\text{OTOMOTİV}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Otomotiv sektörü hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler ile ilişkisini açıklayan regresyon denkleminde göre; kapasite kullanım oranı ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü, mevduat faiz oranı ile negatif yönlü ilişki olduğu görülmektedir fakat bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

4.3.2. (2010:1-2012:12) Kriz Olmayan Dönem İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

Kriz olmayan dönem inşaat sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi sonucu aşağıdaki tablolar elde edilmiştir.

**Tablo: 15. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı
(2010-2012)**

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	t	P
Sabit	-19,708	19,941	-0,988	0,33
ALTN	-0,011	0,007	-1,705	0,10
EURO	1,189	2,121	0,561	0,58
İBS	0,000	0,000	2,555	0,02
İHİTKO	0,000	0,000	1,407	0,17
KKO	0,084	0,125	0,666	0,51
MFO	-0,126	0,157	-0,802	0,43
CİD	-0,001	0,000	-3,318	0,00
M2	0,000	0,000	-0,587	0,56
SÜE	0,031	0,027	1,145	0,26
TÜFE	-0,123	0,063	-1,961	0,06
DLR	-3,751	3,466	-1,082	0,29
RESID(-1)	0,034	0,248	0,139	0,89
R ² =0,898 ΔR ² =0,851 F _(11, 24) =19,136 p=0.000 Durbin-Watson=2,82				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	1,512	Prob. F(11,24)		0,19
Obs*R-squared	14,734	Prob. Chi-Square(11)		0,20
Scaled explained SS	6,719	Prob. Chi-Square(11)		0,82
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyon)				
F-statistic	3,873	Prob. F(2,22)		0,04
Obs*R-squared	9,374	Prob. Chi-Square(2)		0,01
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
ALTN	0,021	48,317		
EURO	0,085	11,723		
İBS	0,015	66,548		
İHİTKO	0,062	16,002		
KKO	0,165	6,056		
MFO	0,253	3,957		
CİD	0,120	8,361		
M2	0,025	40,199		
SÜE	0,221	4,533		
TÜFE	0,020	48,879		
DLR	0,051	19,491		

Modelde çoklu doğrusal bağlantıyı test etmek amacı ile yapılan VIF testi sonucuna göre modelde çoklu doğrusal bağlantı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (VIF>10). Çoklu doğrusal bağlantıya neden olan değişkenler adım adım modelden çıkarılarak analiz tekrarlanmış ve Tablo: 16'da yer alan 5 bağımsız değişken modelde kalmıştır.

Değişen varyansın varlığını test etmek amacı ile yapılan White testi sonucunda modelde değişen varyansa rastlanmamıştır ($p>0,05$). Modelde oto korelasyonu test etmek amacı ile Breusch-Gofrey (LM) testi iki dönem gecikmeli uygulanmıştır. Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda modelde oto korelasyon bulunduğu tespit edilmiştir ($p<0,05$).

Oto korelasyonun ortadan kaldırılmasında kullanılan yöntemlerden biri olan AR teriminin eklenmesi yöntemi kullanılarak modele AR(1) terimi eklenmiş ve model

$$\text{İNŞAAT}_t = \text{Sabit} + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \text{AR}(1) + \varepsilon_t$$

olarak düzeltilmiş ve regresyon analizi ile Breusch-Gofrey (LM) testi tekrarlanmıştır. Yapılan Breusch-Gofrey (LM) testi sonucunda birinci modelde var olan oto korelasyon sorununu ortadan kaldırılmıştır ($p>0,05$).

Tablo: 16. İnşaat Sektörü Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Çıktısı (2010-2012) (Çoklu Doğrusal Bağlantı ve Otokorelasyon Düzeltilmiş)

Bağımsız değişkenler	B	SH _B	t	P
Sabit	5,058	9,844	0,514	0,61
İHİTKO	0,000	0,000	1,333	0,19
KKO	0,020	0,118	0,167	0,87
MFO	-0,204	0,252	-0,810	0,42
CİD	-0,001	,000	-2,601	0,01
SÜE	0,011	0,020	0,563	0,58
AR(1)	0,843	0,119	7,106	0,00
R ² =0,825 ΔR ² =0,789 F _(6, 28) =22,128 p=0.000 Durbin-Watson=1,751				
Değişen Varyans Testi (White)				
F-statistic	0,851	Prob. F(6,28)		0,54
Obs*R-squared	5,399	Prob. Chi-Square(6)		0,49
Scaled explained SS	8,322	Prob. Chi-Square(6)		0,22
Breusch-Godfrey Ardışık Bağımlılık LM Test (Otokorelasyonu)				
F-statistic	0,653	Prob. F(2,26)		0,53
Obs*R-squared	1,673	Prob. Chi-Square(2)		0,43
Çoklu Bağlantı (VIF)				
	Tolerans	VIF		
İHİTKO	0,18	5,503		
KKO	0,95	1,050		
MFO	0,87	1,155		
CİD	0,20	5,033		
SÜE	0,70	1,420		
AR(1)	0,79	1,266		

Modelin anlamlılığını ifade eden F testi sonucuna (F_(6, 28)=22,128, p<0,05) göre model anlamlıdır.

Modelden elde edilen sonuçlara göre, Cari İşlemler Dengesi değişkeninin katsayısı inşaat sektörü hisseleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p < 0,05$). Diğer değişkenlerin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p > 0,05$). Sonuçlara göre inşaat sektörü hisselerinin cari işlemler dengesi ile negatif yönlü ilişkili olduğu söylenebilir. Elde edilen regresyon eşitliği aşağıdaki gibidir:

$$\mathbf{\dot{I}\dot{N}\dot{S}\dot{A}\dot{A}\dot{T}_t = 5,058 - 0,001\dot{C}\dot{I}\dot{D} + 0,843(\dot{I}\dot{N}\dot{S}\dot{A}\dot{A}\dot{T}_{t-1}) + \varepsilon_t}$$

Parametre şu şekilde açıklanabilir;

Cari işlemler Dengesindeki bir birimlik artış, inşaat sektörüne ait hisse senedi fiyatları üzerinde 0,001 düzeyinde azalışa neden olmaktadır.

SONUÇ

Çalışmada, kriz döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören otomotiv ve inşaat firmalarının hisse senedi fiyatlarını etkileyen çeşitli makroekonomik faktörlerin Çoklu regresyon modeli ile analiz edilmesini amaçlayan bu araştırmada, Ocak 2007-Aralık 2012 döneminde BİST100 endeksinde sürekli mevcut olan 21 firma incelenmiştir. Bu firmaların hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek çeşitli makroekonomik değişkenler çoklu regresyon analizine dahil edilerek, otomotiv ve inşaat sektörleri için 2007:1-2009:12 ve 2010:1-2012:12 dönemlerine ait ayrı ayrı hisse senedi getirilerindeki değişimleri tanımlayan regresyon denklemleri elde edilmiştir.

Çalışmada, hisse senedi fiyat değişimlerinin analizi otomotiv sektöründen (Anadolu Isuzu, Doğu Otomotiv, Ford Otosan, Karsan, Tofaş, Otokar) ve İnşaat sektöründen (Atakule GMYO, Avrasya GMYO, Doğu GMYO, Edip GMYO, EGS GMYO, İdealist GMYO, İş GMYO, Nurol GMYO, Özderici GMYO, Pera GMYO, Vakıf GMYO, Yeşil GMYO, Yapı Kredi GMYO) firmaları kullanılarak yapılmıştır. Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinde kullanılan bağımlı değişken seçilmiş olan otomotiv ve inşaat firmalarının hisse senetlerinin Ocak 2007- Aralık 2012 yıllarına ait aylık fiyatlarıdır. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi modeline dahil edilen bağımsız değişkenler Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), İhracatın ithalatı karşılama oranı (İHİTKO), Kapasite Kullanım Oranı (KKO), altın fiyatları (ALTN), dolar (DLR), Mevduat Faiz Oranı (MFO), Cari İşlemler Dengesi (CİD), Para Arzı (M2), Sanayi Üretim Endeksi (SUE), İç Borç Stoku (İBS) ve Euro dur. Veriler IMKB ve TÜİK internet sitelerinden alınmıştır.

Kriz (2007:1-2009:12) dönemi otomotiv sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon analizinde otomotiv sektörü hisse fiyatlarının göre; kapasite kullanım oranı ile pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi ile otomotiv sektörü hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü ilişkisi olduğu görülmektedir. Ancak hisse senedi fiyatları ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı olmadığından ihracatın ithalatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı,

mevduat faiz oranı, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden hiçbiri ile ilişkili olmadığı söylenebilir.

Kriz (2007:1-2009:12) dönemi inşaat sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon analizinde mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi değişkenlerinin katsayısı inşaat sektörü hisseleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Sonuçlara göre inşaat sektörü hisselerinin mevduat faiz oranı ve Tüketici Fiyat Endeksi ile negatif yönlü; sanayi üretim endeksi ile pozitif yönlü ilişkili olduğu söylenebilir. Bununla birlikte dolar değişkeninin de negatif yönlü ilişkisi vardır fakat bu ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır.

Kriz olmayan (2010:1-2012:12) dönemi otomotiv sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon denkleminde göre; kapasite kullanım oranı ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü, mevduat faiz oranı ile negatif yönlü ilişki olduğu görülmektedir fakat bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durumda, göre inşaat sektörü hisse fiyatlarının ihracatın ithalatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı, mevduat faiz oranı, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinden hiçbiri ile ilişkili olmadığı söylenebilir.

Kriz olmayan (2010:1-2012:12) dönemi inşaat sektörü için yapılan çoklu doğrusal regresyon denkleminde göre; sadece Cari İşlemler Dengesi değişkeninin katsayısı inşaat sektörü hisseleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Sonuçlara göre inşaat sektörü hisselerinin cari işlemler dengesi ile negatif yönlü ilişkili olduğu söylenebilir. Bununla birlikte mevduat faiz oranı ile negatif yönlü, kapasite kullanım oranı ve sanayi üretim endeksi değişkenleri ile inşaat sektörü hisse senedi fiyatları ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğu fakat bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı saptanmıştır.

Çalışmada; otomotiv sektörü hisse senedi fiyatlarının ne kriz döneminde ne de kriz olmayan dönemde çalışmaya dahil edilen makroekonomik faktörlerden etkilenmediği sonucuna varılmıştır. İnşaat sektörü hisse senedi fiyatları ise kriz döneminde mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksinden etkilendiği, kriz olmayan dönemde ise sadece cari işlemler dengesi değişkeninden etkilendiği saptanmıştır.

KAYNAKÇA

- Afşar, M. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1558, Eskişehir.
- Akbulak, S. Ve Akbulak, Y. (2005). *Türkiye’de Reel ve Mali Sektör* (1.Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (7.Baskı), İstanbul:Avcıol Basım.
- Akgüç, Ö. (2009). *Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları*, Başkent Üniversitesi, İİBF, Muhasebe ve Finansman Dergisi.
- Aktan, C. Ve Şen, H. (2001). *Ekonomik Kriz:Nedenleri ve Çözüm Önerileri*, Yeni Türkiye Ekonomisi Kriz Özel Sayısı II, Kasım- Aralık 2001, Sayı:42, Yıl:7.
- Alantar, D. (2009). *Küresel Finansal Kriz ve Türkiye’nin Makroekonomik Göstergelerin Etkisi*, Maliye Bakanlığı Bütçe Komisyonluğu Dergisi, Cilt:3, Sayı:31
- Altay, E. (2001). *Varlık Fiyatlama Modelleri: FVFM ve AFT ve İMKB’ DE Uygulaması*, Doktora Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Apak, S. (1995). *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, İstanbul: Bilim Teknik Yayın Evi.
- Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). *Küresel Krizler*, İstanbul:Avcıol Basım Yayın.
- Arslan, A. (2002). *Kamu Harcamalarında Verimlilik, Etkinlik ve Denetim*, Maliye Dergisi, www.sgb.gov.tr, E.T: 2711.2012.
- Aydın, N. (2004). *Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar* (1.Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi.
- Barak, O. (2005). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomiler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finansal Modeller, İMKB’ de Bir Uygulama*, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Berk, N. (1995). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Bıtrak, İ.A. (2010). *Türkiye'deki Makroekonomik Verilerin Hisse Senetleri Getirileri Üzerine Etkisinin AFM ile Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- Bolak, M. (1991). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi* (1. Baskı), İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi* (4.Baskı). İstanbul:Beta Yayıncılık.
- Bozkurt, Ü. (1978). *Türkiye'de Pay Senetlerini Etkileyen Etmenler*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:7, Sayı:1.
- Brealey, Richard A. Ve Myers, Stewart C. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*, Çevirenler: Bozkurt Ünal, Arıkan Türkan ve Doğukanlı Hatice, İstanbul: Me Grow Hill- Literatür Yayıncılık ortak yayını.
- Brigham, E. (1995). *Fundamentals of Financial Management*, Orlando, USA: The Dryden Pres, 7 th.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. Ve Sevil G. (2008). *Finansal Yönetim* (5. Baskı), Ankara: Sözkese Matbacılık.
- Celasun, M. (2003). *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası*, www.academie.gov.tr, E.T: 10.01.2013.
- Ceylan, A. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (6. Baskı), Bursa: Ekin Kitap evi.
- Coşkun, S. ve Balatan, Z. (2009). *Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik*, www.tcmb.gov.tr E.T: 12.03.2013.
- Coşkun, M. (2002). *Finansal Piyasalar*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.
- Coşkun, M. (2008). *Sermaye Piyasaları, SPK Lisanslama Sınavlarına Yardımcı*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları.
- Çapanoğlu, M.B. (1993). *Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları*, İstanbul: Beta Basım Yayın.

- Çapraz, N. (2001). *Ekonomik Bunalımların Dünya’da ve Türkiye’de Yansımaları*, İstanbul:Der Yayınları.
- Delice, G. (2009). *Finansal Krizler:Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Erciyes Üniversitesi, İİBF Dergisi, Kayseri
- Demir, Y. (2001). *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: 6, Sayı: 2.
- Demireli, E. (2008). *Etkin Pazar Kuramında Sapmalar: Finansal Anomiler Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma*, Ege Akademik Bakış Dergisi, Cilt:8, Sayı:1.
- Diril, M. (2000). *Hisse Senetlerine Yatırım ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğan, S. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi*, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Dramalija, N. (2008). *Hisse Senetleri Çeşitlendirme ve Risk- Getiri Analizine Uygulamalı Bir Yaklaşım*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Durukan, M.B. (1999). *İMKB’de Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi*, İMKB Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 11.
- Düğer, H. (1998). *İktisada Giriş* (1.Baskı). Kütahya: Sistem Yayınevi.
- Düğer, İ.H. ve Dulupçu, M.A. (2001). *İktisada Giriş* (2.Baskı), İstanbul :Graphis Yayınları.
- Ekşi, G.H. (2007). *Finansal Krizlerin KOBİ’ler Üzerindeki Etkileri ve Başarılı-Başarısız KOBİ’lerin Kriz Dönemi Stratejileri*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Isparta.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2005). *Değer Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitap Evi.

- Erdönmez, P. (2009). *Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi, Bankacılar Dergisi*, Sayı:68, Ankara.
- Ergül, N. (2004). *Herkes İçin Finans*, İstanbul:Literatür yayını.
- Ertuna, İ.Ö. (1991). *Yatırım ve Portföy Analizi*, İstanbul:Boğaziçi Üniversitesi Matbaası,Yayın No:485.
- Gücenme, Ü. (1994). *Türkiye'deki Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.
- Günel, M. (2001). *Krizler, IMF'nin Rolü ve Türkiye*, Yeni Türkiye Ekonomisi Kriz Özel Sayısı II, Kasım- Aralık 2001, Sayı:42, Yıl:7.
- Halabak, D. (2006). *Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri VE Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- http://megep.meb.gov.tr/mte_program_modul/modul_pdf/343FBS043.pdf
E.T:11.12.2012
- <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf&submenuheader=null> E.T: (01.12.2012).
- <http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html> E.T: (28.11.2012) .
- Hürer, H.E. (1995). *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler ve İMKB Üzerine Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (2010). *İMKB Temel Bilgiler Kılavuzu*, <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, E.T: (27.11.2012).
- Kanalıcı, H. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler (1. Baskı)*, Ankara: SPK Yayınları.
- Karabıyık, L.E. (1997). *Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri (1. Baskı)*, Bursa: Marmara Kitabevi.
- Karaca, A. (2007). *Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi*, www.sobiad.org/eJOURNALS/dergi_EBD/arsiv/2012.../ahmet_kar.pdf, E.T: 20.11.2012.

- Karamustafa, O. ve Küçükkale, Y. (2002). *Hisse Senedi Getirileri ve Makro Ekonomik Değişkenlerin Koentegrasyon ve Nedensellik İlişkileri*, VI. Türkiye Finans Eğitim Sempozyumu, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.
- Karan, M.B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Karslı, M. (1994). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, İstanbul: İrfan Yayıncılık.
- Karslı, M. (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler (5. Baskı)*, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Kibritçiöglü, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, www.econturk.org/Turkiyeekonomisi E.T: 06.01.2013.
- Kondak, N. (1998). *Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi, Finansal Araçlar ve Kurumları*, İstanbul: Der Yayınları.
- Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, Bursa: Alfa Yayınları.
- Korkmaz, T. Ve Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi (4.Baskı)* . Bursa:Ekin Yayınevi.
- Korkmaz,T. Ve Ceylan, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler Değer Analizi (5. Baskı)*, Bursa: Ekin Yayın Evi.
- Mishkin, Frederic S, (2001). *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBR Working Paper Series.
- Mumcu, F. (2005). *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- Okka, O. (2010). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özenalp, S. (2000). *Kar Dağıtım Politikası ve Kar Paylarının İstikrarlılığının İMKB’de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*,

- Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Antalya, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Saban, M. Ve Köse Y. (2002). *A.Ş' de Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlılıklar*, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 60.
- Sachs, J.D. (1998). *Alternative Approches to Financial Crises in Emerging Markets, in Capital Flows and Financial Crises*, Cornel Üniversitesi Yayınları, New York.
- Sarıaslan, H. Ve Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim: Kavramlar Kurumlar ve İlkeler*, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye Pazarları*, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Sermaye Piyasaları Kurulu, (2001). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 16. Basım.
- Susam, N. Ve Bakkal, U. (2008). *Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?*, Maliye Dergisi, Sayısı: 155, Ankara.
- Şahin, H. (2006). *İktisada Giriş (7. Baskı)*, Bursa: Ezgi Kitap Evi
- Şen, S. (2009). *Ekonomik Kriz, Mali Kar Üzerindeki Etkisi, Kriz Nedeniyle Oluşan Kur Değişimleri ile Atıl Kapasite Maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi*, Vergi Dünyası Dergisi Mayıs Sayısı.
- Taner, B. Ve Akaya, C. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tanık, M. (2006). *Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve İMKB' da Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tekeli, İ. Ve İlkin, S. (2009). *Dünya Buhranında Türkiye'nin İktisadi Politika Arayışları*, İstanbul: Bile Kültür Sanat Yayınları.
- Terkalp, M. (2008). *Şirketin Borçluluk Durumunun Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve İMKB Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Teziş, F. (1987). *Hisse Senetlerinde Risk Türlerinin Ölçülmesi*, İstanbul:Para ve Sermaye Piyasası Mayıs Ayı Dergisi.
- Türkan, E. (2006). *Ekonomik Kriz ve Güven Faktörü*, İstanbul:Arıkan Basım Yayın Dağıtım Ltd. Şti.
- Uyar, A. (2001). *Hisse Senedi Yatırımcıları İçin Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri*, İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Tartışma Metni*, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Varlık, C. (2002). İkiz Krizler: Para ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar, Ekonomik Yaklaşım Dergisi.
- [www.imkb.gov.tr/...kilavuzu/Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu.sflb.as](http://www.imkb.gov.tr/...kilavuzu/Hisse_Senedi_Alım_Satım_Kılavuzu.sflb.as), E.T: 27.11.2012
- Yalçın, H. (2011). *İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- Yay, T., Yay, G.G. ve Yılmaz, E. (2004). *Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye*, İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, İstanbul.
- Yılmaz, Ö., Güngör, B., Kaya, V. (1997). *Hisse Senedi Fiyatları ve Makro ekonomik Değişkenler Arasındaki Eş bütünleşme ve Nedensellik*, İMKB Dergisi, Cilt: 9, Sayı:34.