

T.C
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI İŞLETMECİLİK PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ VE BİR
UYGULAMA**

Yavuz KÖROĞLU

Danışman
Prof. Dr. Berna TANER

İZMİR 2009

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ VE BİR UYGULAMA**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Adı SOYADI

Yavuz KÖROĞLU

İmza

YÜKSEK LİSANS TEZİ PROJE SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Yavuz KÖROĞLU
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : Uluslararası İşletmecilik
Proje Konusu : Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi Ve Bir Uygulama

Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans proje sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan projesini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek proje konusu gerekse projenin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek projenin,

BAŞARILI	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ ile	<input type="radio"/>
DÜZELTME	<input type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
RED edilmesine	<input type="radio"/>	ile karar verilmiştir.	

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.

Öğrenci sınava gelmemiştir.

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

	Evet
Proje, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.	<input type="radio"/>
Proje, mevcut hali ile basılabilir.	<input type="radio"/>
Proje, gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/>
Projenin, basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/>

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red
.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red
.....	<input type="checkbox"/>	Başarılı	<input type="checkbox"/>	Düzeltilme	<input type="checkbox"/>	Red

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi Ve
Bir Uygulama

Yavuz KÖROĞLU

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Uluslararası İşletmecilik

Finansal piyasalar günümüzde küreselleşme süreciyle birlikte çeşitli ülke ekonomilerinden dışsal boyutta, ülke içi makro ekonomik göstergelerden ise içsel boyutta etkilenmektedir. Makro ekonomik göstergeler ışığında yatırımcılar hisse senetleri üzerinden sağlayacakları getirileri tahmin etmektedirler.. Bu anlamda makro ekonomik göstergelerin erken uyarı sistemleri olduğu ve bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkelerde yatırımcılar tarafından sıkı takip edildikleri söylenebilir.

Çalışmada makro ekonomik değişkenler ile hisse senedi getirilerinin ilişkileri incelenmiş, Türk sermaye piyasaları için makro ekonomik değişkenlerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler test edilmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde bir yatırım aracı olarak hisse senetleri ve getirileri incelenmiş, ikinci bölümde ise hisse senetlerinin getirilerini etkilediği düşünülen makroekonomik değişkenler açıklanmıştır. Bu kapsamda para arzı, enflasyon, petrol fiyatları, altın fiyatları, döviz kuru, cari işlemler dengesi, ekonomik büyüme verileri, reet bütçe dengesi hisse senetlerini etkilediği düşünülen makro ekonomik değişkenler olarak seçilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise sözkonusu makro ekonomik verilerden para arzı, enflasyon, petrol fiyatları, altın fiyatları ve döviz kuru seçilmiş ve Johansen eşbütünleşme

analizi ile hisse senedi getirilerinin makroekonomik verilerle ilişkileri değerlendirilmiştir.

Çalışma sonucunda hisse senedi getirilerinin makroekonomik değişkenler ile ilişki içinde oldukları bu anlamda yatırımcılar tarafından sürekli olarak izlendikleri bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senetleri Piyasası, Makroekonomik değişkenler (Enflasyon, Döviz Kuru, Brent Petrol Fiyatları, Altın Fiyatları, Para arzı (M1)), Johansen Eşbütünleşme Testi, Nedensellik İlişkisi,

ABSTRACT

Master Thesis

The Analysis of Macroeconomic Variables that effect Stock Returns and Application

Yavuz KÖROĞLU

Dokuz Eylül University

Institute of Social Sciences

Department of Business Administration

Internatioanl Business Administration Program

“ **Undoubtedly, It has been great concern to estimate the correlation between the stock exchange earnings and the macroeconomic variables by investors, governmental and academic instutions. In this study we aim to investigate the possible relationships between the chosen macroeconomic variables like money supply (M1), exchange rate (USD), inflation rate, brent petrol prices and global gold prices and the Istanbul Stock Exchange IMKB-100 index for the period 1998 January and 2009 November.**

The time series data for macroeconomic variables are evaulated based on the Johansen Cointegration test is used . The outcome of the Johansen cointegration analysis supports that there exits long run relationship between IMKB 100 indice and the chosen macroeconomic variables. Granger causality tests are based on the Vector Error Correction Model (VECM) produced that all the chosen macroeconomic variables cause the IMKB 100 index in Granger sense. Stock prices cause only exchange rate in Granger sense.

Key Words: Stock Exchange, Macroeconomic Variables (Inflation, Exchange rate, Brent Petrolleum Prices, Gold Prices, Money Suplly (M1)), Johansen Cointegration Test, Granger Causality relations

İÇİNDEKİLER

Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi Ve Bir Uygulama

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
KISALTMALAR	xi
TABLO LİSTESİ	xii
GİRİŞ	xiii

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASI VE İŞLEMLERİ

1.1.HİSSE SENEDİNİN TANIMI	1
1.2.HİSSE SENEDİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ	1
1.3.HİSSE SENEDİNİN TÜRLERİ VE TÜREVLERİ	2
1.4. HİSSE SENEDİ TÜRLERİ	2
1.4.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	2
1.4.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	4
1.4.3. İntifa ve Kurucu Hisse Senetleri	6
1.5. HİSSE SENEDİNİN GETİRİSİ	7
1.5.1. Kar payı (Temettü) geliri	7
1.5.2. Sermaye kazancı	8
1.6. HİSSE SENEDİ ANALİZİ VE DEĞERLEMESİ	8
1.6.1. Temel Analiz Yöntemi	8
1.6.1.1. Ekonomi Analizi	9
1.6.1.2. Sektör Analizi	9
1.6.1.3. Şirket Analizi	10

1.6.1.4. Mali Tablo Analizi	11
1.6.1.5. Diğer Değerleme Yöntemleri	13
1.6.1.6. Genel Değerlendirme	15
1.6.2. Teknik Analiz	15

İKİNCİ BÖLÜM

MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLE İLİŞKİLERİ

2.1. PARA ARZI (M1)	20
2.1.1. Para Arzının Tanımı	22
2.1.1.1. Dışsal Para Arzı Tanım	24
2.1.1.2. İçsel Para Arzı Tanımı	24
2.1.2. Para Arzıyla İlgili Çeşitli Görüşler	24
2.1.2.1. Klasik Görüş	24
2.1.2.2. Şikago Okulu Yaklaşımı	25
2.1.2.3. Krediye Kapsayan Görüş	26
2.1.3. Para Arzının Ölçülmesi	26
2.1.4. Kaydi Para Arzı	27
2.2. ENFLASYON OLGUSU, TANIMI VE TARİHÇESİ	28
2.2.1. Enflasyon Türleri	31
2.2.1.1. Artış Hızına Göre Enflasyon	31
2.2.1.2. Nedenlerine Göre Enflasyon	32
2.2.2. Fiyat Endeksleri	34
2.2.2.1. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)	35
2.2.2.2. Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE)	35
2.2.2.3. GSMH Deflatörü	35
2.2.3. Maliyet Enflasyonu Ve Nedenleri	36
2.2.3.3. Maliyet Enflasyonu ile Talep Enflasyonu Arasındaki Temel Farklar	40
2.2.3.4. Türkiye’de Maliyet Enflasyonunun Nedenleri	41
2.3. PETROL FİYATLARI TANIM VE SINIFLANDIRMASI	45
2.3.1. Petrol Piyasasının Genel Özellikleri	47
2.3.2. Petrol Fiyatlarının Ekonomi Üzerindeki Etkileri	52
2.3.3. Petrol Ticaretinde Faaliyet Gösteren Uluslararası	54

2.3.4. Türkiye’de Petrol Fiyatları	55
2.3.5. Türkiye’nin Petrol İthalat Ve İhracatı	56
2.4. ALTIN FİYATLARI VE TÜRKİYE’DE ALTIN BORSASI	59
2.5. DÖVİZ KURU	62
2.5.1. Nominal Kurların Belirlenmesi Modelleri	62
2.5.1.1. Reel Faktörler	63
2.5.1.2. Varlık Yaklaşımı Modelleri	65
2.5.2. Döviz Kuru Rejimleri	66
2.5.2.1. Esnek Kur Rejimleri	66
2.5.2.2. Serbest dalgalanma	67
2.5.4. Kredibilite	71
2.5.5. Oynaklık	73
2.6. DİĞER MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER	74
2.6.1. Cari İşlemler Dengesinin Tanımı	74
2.6.2. Cari İşlemler Dengesini Etkileyen Faktörler	75
2.6.2.1. Ticaret Hadleri	76
2.6.2.2. Mali Politikalar	80
2.6.2.3. Reel Döviz Kurları	81
2.6.3. Ekonomik Büyümenin Tanımı	83
2.6.3.1. Ekonomik Büyüme Kuramlarının Bugünü	84
2.6.3.2. Neoklasik Büyüme Modeli Ve Öngörülerinin Başarısızlığı	88
2.6.4. Reel Bütçe Dengesi	91
2.7. LİTERATÜR TARAMASI	95

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	109
3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ	111
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	119
3.3.1. Zaman Serisi Verileri Ve Bileşenleri	119
3.3.2. Zaman Serilerinde Durağanlık Ve Trend	120
3.3.3. Dickey-Fuller Testi	123
3.3.4. Dickey- Fuller Testinin Eksik Ve Eleştirilen Yönleri	125

3.3.5. Akaike Bilgi Kriteri (AIC: Akaike Information Criterion)	127
3.3.6. Johansen Eşbütünleme Testi	129
3.4. VERİLERİN ANALİZİ	133
3.5. BULGULARIN YORUMLANMASI	136
SONUÇ VE ÖNERİLER	140
KAYNAKÇA	143

KISALTMALAR

İAB: İstanbul Altın Borsası

TTK: Türk Ticaret Kanunu

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

ADF: Augmented Dickey Fuller

USD: United State Dollar, Amerikan Doları

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

BP: British Petrolleum

IFC: International Finance Corporation, Uluslararası Finans Kuruluşu

OPEC: Organization of the Petroleum Exporting Countries, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

NAD: Net Aktif Değer

PD: Piyasa Değeri

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	134
Tablo 2: Model Seçimi	135
Tablo 3: Johansen Koentegrasyon Testi	135
Tablo 4: Koentegrasyon İlişkisinin Tahmini	136
Tablo 5: VECM kullanılarak yapılan Nedensellik Testlerinin Sonuçları	136
Tablo 6: Nedensellik Testi Genel Sonuçları	137

GİRİŞ

Finans piyasaları ve akademik çalışmalar makroekonomik değişkenlerin hisse senetleri ile olan korelasyonunu modelleyerek ortaya koymaya çalışmışlar ve bu konu süregelen bir ilgi odağı olmuştur. Bu açıdan bu çalışmada makroekonomik değişkenlerin İMKB 100 endeksindeki hisselerle olan etkileri incelenmiştir. İMKB 100 hisselerinin seçilmesindeki temel faktör bu hisselerin spekülasyon hareketliliklerinin daha düşük olması ve toplam işlem hacimlerinin İMKB 100 dışındaki hisselerle göre daha yüksek olmasıdır. İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli (Discounted Cash Flow, DCF) bu gözlemin teorik çerçevesini oluşturmaktadır. Çok yalın anlamda teoreme göre yatırımcıların hisse senedinden elde etmeyi umdukları kazanç ve temettü gelirlerinin bugünkü değeri, o hisse senedinin fiyatına eşittir. Kar ve temettü gelirleri makroekonomik değişkenlerin gelecekteki durumu ile bağlantılı olduğundan hisse senedi fiyatlarının makroekonomik değişkenlerden etkilenecek hareket etmesi beklenilmesi gereken bir sonuçtur. İMKB borsasında işlem gören hisse senetlerinin fiyatı ile Türkiye ekonomisinin yapısını yansıttığı düşünülerek seçilen makro ekonomik değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiyi araştırmaktır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin araştırılmasında Eşbütünleşme analizi, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin ortaya konulmasında Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılmıştır. Belirtildiği üzere beklenen hareketlenmenin gözlemlenebilmesi açısından volatilenin düşük olması daha sağlıklı bulgular elde edilmesine katkıda bulunacaktır. Bu kapsamda İMKB hisse senetlerinin analizi açısından İMKB 100 endeksi senetleri ele alınmıştır.

Bu gözlem ve teorik motivasyondan hareketle pek çok araştırmacı hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmanın makroekonomik değişkenler ile ilişkili olduğunu kanıtlayan ampirik çalışmalar yapmıştır. Yapılan çalışmaların büyük bir kısmı hisse senetlerinin getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki korelasyonu, Amerikan ekonomisi için araştırmıştır. Amerika dışındaki diğer ülkeleri ele alan çalışmaların pek çoğu, Chen vd. (1986)'nin çalışması esas alınarak yapılmıştır.

1985 yılında kurulan ve 1986 yılı başında faaliyete geçen İMKB, hisse senedi ve bazı borçlanma araçlarının alınıp satılmasına imkan sağlamakta ve Türk sermaye piyasasının gelişmesinde büyük bir rol üstlenmektedir. Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Türk sermaye piyasası ve dolayısıyla onun alt piyasası olan hisse senedi piyasasını gelişen (emerging) piyasalar arasında sayarak İMKB'yi de gelişen borsalar arasında göstermektedir. Bununla birlikte İMKB faaliyete geçmesiyle birlikte sürekli bir gelişme kaydetmiş ve gelişen borsalar arasında önemli bir yer edinmiştir. İMKB, başlangıçta çok kısıtlı bir kesime hitap etmesi, aşırı spekülatif bir yapıya sahip olması, işlem hacminin düşük olması ve gerekli mevzuatın düzenlenmemiş olması nedeniyle beklenen fonksiyonunu uzun süre yerine getirememiştir. Ayrıca hisse senetlerinin Türkiye için yeni bir yatırım aracı olması, işleyişinin kavranamaması ve bu konuda yeterince bilgi ve araştırma bulunmaması yatırımcıların katılımını engellemiştir. (Durukan, 1999: 22). Kurumsal yatırımcıların eksikliği nedeniyle spekülatif etkiden tam anlamıyla kurtulabilmiş değildir.

Sermaye piyasası araçlarının en önemlilerinden birisi de hisse senetleridir. Gelişmiş sermaye piyasalarında yatırımcılar tarafından yüz yıldan fazla bir süredir yatırım aracı olarak kullanılan hisse senetleri ülkemizde son 15 yıldan bu yana özellikle İMKB'nin kurulması ile birlikte yatırımcılar tarafından ilgi gösterilen bir yatırım aracı haline gelmiştir. Piyasanın gelişmesine paralel olarak bu ilgi gün geçtikçe artmaktadır. Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasanın gelişmesi ve istikrarlı bir seyir izlemesinin sağlanabilmesi yatırımcıların alacakları kararlara, kararların sağlığı ise hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve anlamlı biçimde belirlenmesine bağlıdır.

Hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum arasındaki ilişki uzun yıllardan beri çeşitli ekonomi ve finans uzmanlarının araştırmalarına konu olmuştur. Bazı araştırmacılar ekonomik göstergelerin yardımı ile hisse senedi fiyatlarında

meydana gelebilecek bir artış veya azalışın önceden tahmin edilebileceğini savunmuşlardır. Bazı araştırmacılar da olaya etkin piyasa kuramı açısından yaklaşarak hisse senedi fiyatlarının gelecekle ilgili bütün beklentileri yansıttığını ve bu yüzden de geçmiş ekonomik verilerle gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmesinin mümkün olmayacağı görüşünü savunmuşlardır. Diğer bir ifade ile, etkin bir piyasada hiçbir yatırımcı geçmiş fiyat hareketlerini analiz ederek ortalama piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde edemez.

Ekonomik gelişmelere karşı sermaye piyasası bazı dönemlerde aşırı tepki verebilmektedir. Hisse senetleri, sermaye piyasasındaki en riskli yatırım araçları olmasından dolayı, ekonomik gelişmelere de en hızlı tepkiyi vermektedir. Bir ülkeye ait ekonomik göstergelerin hisse senetleri ile olan ilişkileri farklı boyut ve yönlerde dir. Ekonomik faktörler her zaman hisse senetleri ile aynı yönde hareket etmeyebilir. Bu durum ekonomik faktörlerin hisse senetleri üzerindeki etkilerini ölçmeyi zorlaştırmaktadır. Çünkü ekonomik faktörlerdeki değişimlerin nedenleri çok farklı olabilmektedir. Bir şirketin hisse senedinin fiyatı, yatırımcının bu şirketten beklediği kazanç ve nakit akışı ile ilgili performans beklentilerini yansıtır ve bu beklentiler de ekonominin genel performansından etkilenmektedir (Reilly, 1992: 247).

Bununla birlikte makroekonomik olarak meydana gelen değişme ve gelişmeler ekonominin temelini oluşturan firmalar üzerinde etkide bulunabilecek nitelikte olduğu için, hisse senedi fiyatlarının topluca artma veya düşme eğilimine girmesine neden olur. Bununla birlikte, her bir firmanın performansı ile ekonominin genelindeki gelişmeler arasındaki ilişki az ya da çok farklılaşabilmektedir

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASI VE İŞLEMLERİ

1.1. HİSSE SENEDİNİN TANIMI

Hisse senetleri anonim ortaklıklar tarafından ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır. Hisse senetleri literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında da kullanılırlar. (Apak, 1995; 29)

Türk Ticaret Kanununun 269. Maddesi Anonim ortaklığı; ‘ bir unvana sahip esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan ortaklık’ şeklinde tanımlamakta ve ‘ortakların sorumluluğu, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır.’ Demek suretiyle, hisse senetleri için kesin bir tanım yapmamakla beraber bunların nitelikleri belirlemiş olmaktadır.

1.2. HİSSE SENEDİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Hisse Senedi, bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak hükmünde bir belgedir. Tahvil gibi borç senedi olmayıp, bir ortaklık ve mülkiyet senedir. Şirket var olduğu, faaliyetlerini sürdürdüğü ve kar ettiği sürece sahibine gelir getirir. Ancak, tahvil gelirlerinden farklı olarak sabit olmayıp değişkendir. Şirketin bilanço karına ve yatırım kararlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir. Hisse senedi sahibine sağladığı gelire ‘temettü’ kar payı denir. Temettü miktarındaki değişiklikler hisse senedinin piyasa değerini de etkiler.

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünen ticaret şirketlerinde sermaye paylarını temsil eder. Buna karşılık kolektif, adi komandit ve limitet şirketlerde paydaşların payları senede bağlansa bile, bunlar kıymetli evrak niteliğine sahip değildir. Bu sebeple birer kanıtlama aracıdır.

Hisse Senetleri, anonim şirketler ve hisseli komandit şirketler tarafından çıkarılmış olup, hisseyi temsil eden kıymetli evraktır. (Apak, 1995; 29) SPK'nın 4. Maddesine göre sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz. Kooperatifler ise, kıymetli evrak niteliğine sahip olmayan ortaklık senedi çıkarabilmektedirler. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Kamu İktisadi Teşekkülleri gibi bazı kuruluşlar özel kanunla hisse senedi çıkarabilmektedir. (Erol ve Yıldırım, 2001; 56-57).

1.3. HİSSE SENEDİNİN TÜRLERİ VE TÜREVLERİ

Ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler, genel olarak hisse senetleri olarak adlandırılır ve hisse senetleri başlığı altında toplanır. Kabul görmüş kural olarak yukarıda sayılan hisse senetlerinin sahiplerine sağladığı hakları taşıyan menkul kıymetler, hisse senetleridir ve bunların kanunlarla belirlenmiş farklı türleri vardır.(Koruyan. 2001;84-89)

Hisse senetlerinin sahiplerine sağladığı haklardan sadece birini taşıyan menkul kıymetler "Hisse Senedi Türevleri" olarak adlandırılır. (Karlı, 2004; 425).

1.4. HİSSE SENEDİ TÜRLERİ

Hisse senetleri birçok şekilde sınıflandırılmaktadır. Hisse senedi türleri aşağıda ayrıntılı olarak incelenmiştir.

1.4.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Devir yetenekleri açısından hisse senetlerini nama ve hamiline yazılı olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Şirket sözleşmesinde tersine hüküm bulunmadıkça hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekmektedir. Hamiline yazılı hisse senedi çıkartılabilmesi için hisse bedellerinin tamamen ödenmiş olması ve şirket sözleşmesinde konuya ilişkin hüküm bulunması gerekmektedir. Çıkarılacak hisse

senetlerini nama yada hamiline olması ve her iki grubun toplam hisse senetleri içindeki oranları şirket ana sözleşmesinde açıkça belirtilmelidir.

Nama yazılı hisse senetlerine sahiplerinin adı, soyadı, adresleri yazılır ve şirketin pay defterine kaydedilirler. Pay defterinde kayıtlı kişi, şirketin ortaklık hakkına sahiptir. Nama yazılı hisse senetleri, ana sözleşmede tersine hüküm yoksa teslim ile devredilebilir. Ancak teslimini şirkete karşı yasal bir anlam taşıması için bu işlemin pay defterine işlenmesi gerekir.

Hamiline yazılı hisse senetlerinde ise sadece senedin hamiline olduğu belirtilir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin yatırımcıya sağladığı en önemli avantaj, hisse senedi sahipliğinin teslim ile devredilebilmesidir. Böylece yatırımcı hisse senedi satmak istediğinde bunu kolayca gerçekleştirebilir. (Taner, 2009; 122-123)

Nama yazılı hisse senetlerinin avantajları ise, ortak sayısının belirlenmesi, ortakların takibinde ve izlenmesinde, mal varlığını korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, hisse senedinin kaybolması durumunda, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybının önlenmesinde görülür. Ortaklı payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama gibi özellikleri nedeniyle de sakıncalar taşımaktadır. Nama yazılı hisse senetlerinin devri ciro ve teslim edilmek suretiyle gerçekleşir.

Hamiline yazılı hisse senetleri ise halka açılmadaki kolaylığı devir işlemindeki kolaylığı, sermayenin tabana yayılması ve dolayısıyla gelir dağılımının dengeli hale getirilmesinde ve tasarruf sahibi açısından gizliliğe, imkan vermesi gibi nedenlerle avantajlı durumdadır. Buna karşılık hisse senedinin kaybedilmesi veya çalınması durumunda hak sahipliğinin kanıtlanması durumunda doğurduğu güçlükler, ortaklıkta yabancılaşmayı kolaylaştırması, genel kurullara katılmamayı teşvik etmesi ve vergi kaçakçılığına mahal vermesi gibi konular açısından sakıncaları bulunmaktadır.

Takas bank hisse senetlerinin saklanması ve devir teslimi gibi konularda faaliyet göstermektedir. Dolayısıyla hisse senetlerinin devri kolayca ve güvenli bir şekilde yapılabilmektedir. Temettü dağıtımlarının yatırımcı hesabına kaydedilmesi gibi kolaylıklar sunmaktadır. Yatırımcılar hamiline yazılı hisse senetlerini fiziksel olarak görmezler.

1.4.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetlerinin sahiplerine sağladığı çıkar açısından adi ve imtiyazlı olarak ikiye ayrılması mümkündür.

Adi hisse senetleri sahiplerine genel kurulda oy hakkı ile kar dağıtım ve tasfiyede pay alma hakkı tanır. Her hisse senedi sahibine şirket sermayesindeki oranı kadar oy hakkı sağlar. (Taner, 2009; 123)

,Bu tür hisse senetleri daha önce belirtilen haklara ek olarak, sahiplerine yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satış ve diğer işletmelerle birleşmelerinde söz hakkı sağlarlar.

Adi Hisse Senetlerini nominal değerli ve nominal değersiz olarak sınıflandırmak mümkündür. Ancak TTK nominal değersiz hisse senedi çıkarılmasına izin vermemektedir. Nominal değersiz hisse senedi uygulaması sermaye piyasalarının oldukça gelişmiş olduğu ülkelerde yaygındır.

İmtiyazlı hisse senetlerinin sahibine sağladığı ayrıcalık konu ve şartlarının ana sözleşmede açıkça belirtilmesi söz konusudur. Bu ayrıcalıklar, temelde kazanılmış haklar olarak nitelendirilmemektedir. Bunların gereğinde sınırlandırılması, niteliklerinin değiştirilmesi ve kaldırılması mümkün olabilmektedir.

Türkiye’de ise sınıflandırılmış hisse senediyle sık sık karşılaşmak mümkündür. Örneğin bu hisse senetleri ihraç edilme önceliğine göre A, B, C, D ve E

olarak sınıflandırılır. Buradaki amaç önce ihraç edilmiş hisse senetlerine diğerlerine göre daha fazla çıkar sağlamaktır. (Ceylan, 2000;333)

Hisse senedi sayısının çoğaltılması, işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşürülmesi amacıyla yapılır. Özellikle, işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının çok artmış olması, hisse senetlerine olan talebi zaman içerisinde azalmaktadır. Bu nedenle, hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki artış yavaşlamakta veya durmaktadır. Yani işletmeler hisse senetlerine olan talebi devam ettirmek için, hisse senetlerinin sayısını çoğaltarak, fiyatını düşürürler.

Diğer bir deyişle, hisse senedi sayısının çoğaltılması, bölünme ile gerçekleştirilir. Bir anonim şirket, bir hisse senedini, daha çok sayıda hisseye böler ve bu hisse senedi karşılığında çok sayıda hisse senedi verirse, hisse senedi sayısı çoğaltılmış olur. (Ceylan ve Korkmaz, 2004; 153)

Hisse senedinin sulandırılması, işletmenin kazanç gücünü arttırmada, hisse senetlerinin sayısını artırılmasıyla yapılır. Kazanç gücü arttırılmadığından, hisse başına kazanç da düşer. (Ceylan ve Korkmaz; 2004;153). Sulandırma, hisse senedi şeklinde kar pay dağıtılması, hisse senedi sayısının çoğaltılması, yararlanma hisse senetlerinin çıkarılması, imtiyazlı hisse senetlerinin adi hisse senedine veya hisse senedine çevrilebilir tahvillerin, adi hisse senedine çevrilmesiyle olur.

Şirketler, vergi matrahlarının hesaplarırken imtiyazlı hisse senetleri kar paylarını düşemezler. Adi hisse senedi kar payları gibi, imtiyazlı hisse senedi kar payları da vergiden sonraki kardan ödenir. Bu durum, işletmelerin imtiyazlı hisse senedi ihraç etme kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir.(Ceylan, 2000; 333)

İmtiyazlı haklar taşıyan hisse senetleri, farklı grup adları taşır. Örneğin aynı şirkete ait, sermaye içinde aynı pay taşıyan (B) grubu hisse senetleri adi hisse senedi olarak anılırken, yönetim katılmada ayrıcalıklı haklara sahip (A) grubu hisse senetleri imtiyazlı hisse senedir. İmtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatları, taşıdığı ayrıcalıklı haklar nedeniyle adi hisse senetlerine göre daha yüksektir.

1.4.3. İntifa ve Kurucu Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Bu durumda, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme hükümleri gereğince, şirket karının bir kısmına iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla bedelsiz hisse olarak ihraç edilir. (TTK Md.402). Bu hisseler kurucu intifa senedi olarak da adlandırılır. (Karşlı, 2004; 448)

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararlarla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Bedelli itfa edilen (ortağa geri ödenen) hisse senetleri de intifa senedi niteliğindedir. Nadir rastlanmakla beraber, bir kısım hisselerin itfa edilmesi esas sermayeyi azaltma anlamı taşır. Ana sözleşmede hüküm yoksa bile, sonradan ana sözleşme değişikliği ile intifa hisse senedi ihdas edilebilir. Kuruluştan sonra hizmeti geçenlere ve alacaklılara her zaman intifa hisse senedi verilmesi mümkündür. (TTK Md.402).

Madde 403' de ise, "İntifa senedi sahiplerine azalık hakları verilemez; ancak, safi kazanca veya tasfiye neticesine iştirak yahut yeni çıkarılacak hisse senetlerini alma hakları tanınabilir." hükmü yer almaktadır. İntifa hisse senedi pay sahibine, pay bedeli iade edilmesine karşın, onun anonim ortaklıkta pay sahibi kalması durumunda verilir ve bu senedin sahibinin, yönetim hakları da dahil pay sahibi haklarını kullanmasını sağlar. Ticaret Hukukumuzda intifa hisse senedi bulunmamaktadır.

Şirket karından, önce (TTK Md.466) da zikredilen kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i (SPK'na tabi şirketlerde birinci temettü oranı %50'dir) oranında kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse

senetlerine özel temettü ödenmez. Ödenebilecek miktar da kalan karın %10'unu geçemez. (TTK md.298).¹

1.5. HİSSE SENEDİNİN GETİRİSİ

Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler.

1.5.1. Kar payı (Temettü) geliri

Şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri karın dağıtılmasından elde edilen gelirdir. Hisse senedi Borsa'da işlem gören şirketler kar dağıtıp, dağıtmamak konusunda serbesttir. Borsa şirketleri karını nakden veya temettüsünün sermayeye ilavesi suretiyle hisse senedi ihraç ederek dağıtabilir. Hisse senetleri Borsa'da işlem

¹ MADDE 402- Umumi heyet, esas mukavele gereğince veya esas mukaveleyi değiştirerek, bedeli itfa olunan payların sahipleri, alacaklılar, kurucular veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri ihdasına karar verebilir. İlk esas mukavelede derpiş edilmiş olmadıkça kurucular, lehine intifa senetleri ihdas olunamaz. İntifa senetleri sahipleri, 429-432'nci maddelere tabi bulunan bir heyet teşkil ederler. Şu kadar ki; intifa senetlerinin ihdası esnasında daha ağır hükümler konmuş olmadıkça bu heyet kararlarını mevcudun mutlak ekseriyetiyle verir. MADDE 403- İntifa senedi sahiplerine azalık hakları verilemez; ancak, safi kazançta veya tasfiye neticesine iştirak yahut yeni çıkarılacak hisse senetleri alma hakları tanınabilir. MADDE 429- İdare meclisi veya murakıplar, tahvil sahiplerini umumi heyet halinde icabında toplantıya davet edebilirler. Tedavülde bulunan tahvillerin bedelleri tutarının beşte birine sahip olanların talebi halinde de umumi heyeti toplantıya davete mecburdurlar. Tahvil sahiplerinin toplantıya daveti ve toplanma talebinde bulunanların ihtiyacı halinde mahkemeden izin alma yetkileri şirket umumi heyetinin toplantıya daveti hakkındaki hükümlere tabidir. MADDE 430- Tahvil sahiplerinin umumi heyeti aşağıdaki hususlar hakkında müzakere yapıp karar vermek yetkisini haizdir: 1) Tahvil sahiplerine ait hususi teminatın azaltılması veya kaldırılması; 2) Faiz vadelerinden bir veya birkaçının uzatılması, faiz miktarının indirilmesi veya ödenme şartlarının değiştirilmesi; 3) İtfa müddetinin uzatılması ve itfa şartlarının değiştirilmesi; 4) Tahvil sahiplerinin alacaklarına mukabil hisse senedi almalarının kabul edilmesi; 5) Yukarıdaki hususların icrasına ve gayrimenkul teminatı azaltılmasına veya kaldırılmasına dair muamelelerde tahvil sahiplerini temsil etmek üzere bir veya müteaddit temsilci tayini. MADDE 431- Yukarıdaki maddenin 1,2,3, ve 4 sayılı bentlerinde yazılı hususlara ait kararların bütün tahvil sahipleri hakkında muteber olması için tedavülde bulunan tahvillerin üçte ikisini temsil eden tahvil sahiplerinin rey şarttır. 5'inci bentte bahis olunan temsilcinin tayini için, mezkur tahvillerin yarısını temsil eden tahvil sahiplerinin reyidir. MADDE 432- Tahvil sahipleri umumi heyetin toplantısından önce, idare meclisi tedavülde bulunan tahvillerin bir cetvelini yaparak tahvil sahiplerinin görebilecekleri bir yere asar.

görmeyen halka açık şirketler ise dağıtılabılır karın yarısından az olmamak üzere belirlenecek birinci temettüsünü nakden dağıtmak zorundadır.

1.5.2. Sermaye kazancı

Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelirdir.

1.6. HİSSE SENEDİ ANALİZİ VE DEĞERLEMESİ

Hisse senedi analizi, geçmiş verileri inceleyerek gelecek durumla ve şu anki durumla ilgili somut dayanağı olan tahminler yapmaktır. Dolayısıyla, geçmiş verilere bakılarak hisse senedinin fiyatının ne yönde gideceği belirlenmeye çalışılır.

Bir hisse senedini almadan önce, bir çok kritere bakmak mümkündür. Ancak, bir hisse değerini ölçmek için tek bir doğru yol yoktur. Yaygın olarak kullanılan yöntemler; (1) temel analiz ve (2) teknik analizdir.

1.6.1. Temel Analiz Yöntemi

Hisse senedinin fiyatını yalnızca temel ekonomik faktörler belirler. Bu yöntemde hisse alımına ya da satımına karar verilirken “tümdengelim”den hareket edilir. Önce, genel ekonomik durum, sonra sırasıyla sektör ve nihayet şirketin mali durumu analiz edilir. Bu yöntem, gerçek değerinin hisse senedinin etkileme faktörleri dikkate alınarak hesaplanması ile ilgilidir. Başka bir ifade ile, temel analiz bir menkul değer veya hisse senedinin fiyatını yalnızca ekonomik faktörlere bağlamaktadır. (Taner, 2009; 184)

1.6.1.1. Ekonomi Analizi

Gelişen ve büyüyen bir ekonomide hisse senedine yapılan yatırımın getirisinin yüksek olması ihtimali daha yüksektir. Bu yüzden, GSMH, Kişi Başına Harcanabilir Gelir, para arzı, faiz oranları, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları, kamu kesimi harcamaları, enflasyon, işsizlik, sabit yatırım harcamaları, inşaat endüstrisindeki gelişmeler, para ve maliye politikaları önemli göstergelerdendir.

Ekonomik analiz sonucunda ekonominin dengeli ve güçlü görüldüğü büyüme sürecine girdiği kanısına varılırsa , bu durum yatırım için uygun bir ortam olarak değerlendirilir. Ekonomide durgunluk ya da büyüme oranında azalma ise, tam aksi yönde bir veri bütünü niteliği taşır. (Taner, 2009; 186)

1.6.1.2. Sektör Analizi

Genel ekonomik gelişmeler, tüm sektörleri etkiler. Bu etkileşim, şirketin performansı ve hisse senedi fiyatına yansır. Bazı sektörler, konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız aşağı yukarı hareket ederken, bazı sektörler ekonomik gelişmeye paralel gelişme gösterir. Yani, ekonominin gelişme ve büyüme dönemlerinde kar, tersi durumda zarar ederler.

Bu yüzden, şirketin içinde bulunduğu sektör hakkında bilgi toplanmalıdır. Sektör endeksi ile borsa endeksinin geçmiş performansı karşılaştırılır. Sektör borsanın gerisinde kalıyorsa, hisse seçimi daha dikkatli yapılır. Ayrıca, sektörün potansiyeli, sorunları ve özellikleri nedir, bunların araştırılması yerinde olur. Burada satışların kalitesi önemlidir. Ortalama brüt kar marjının yeterince yüksek olup olmadığını da göz önünde bulundurmalıdır. Sektörün cazibesini ölçmek için bakılması gereken diğer faktörler ise; (1) uzun vadeli büyüme potansiyeli, (2) sektör ve şirketin yaşam eğrisinin hangi noktasında bulunduğu, (3) ortalama veya potansiyel karlılık, (4) sektördeki rekabet ve (5) sektördeki senetlerin piyasa fiyatlarıdır.

Yatırımcı risk ve getiri tercihlerini karşılaştırmak suretiyle, kendisi için yatırım yapacağı en uygun sektörü belirlemeye çalışacaktır. Yatırımcı seçimini yaparken, sektörlerin hangi aşamada olduğunu, hammadde sağlama olanaklarını, teknolojik altyapılarını, kamu ile olan ilişkilerini, üretim maliyetlerini, üretilen ürünün tüketim alışkanlığını, iç pazar ve dış pazar genişliğini ve satış olanaklarını göz önünde bulunduracaktır. (Taner, 2009; 186)

1.6.1.3. Şirket Analizi

Genel ekonomi ve sektör ile ilgili bilgileri edinen yatırımcı, hisse senedinin gelecekte sağlayacağı getirileri belirlemek amacıyla yatırım yapacağı şirketi de inceleyerek, karar verme sürecinde şirket ile ilgili edindiği bilgilerden de yararlanacaktır. (Taner, 2009 ; 186).

Yatırım yapılacak firmanın sektördeki durumunun incelenmesi çok önemlidir. Burada bakılması gerekenler; uzun vadeli temel verilerinin güçlü olup-olmadığı yani, yüksek satış büyümesi, yüksek pazar payı ve sektörde dominant pozisyonu olup olmadığı gibi kriterlerdir. Faaliyetlerin ve yönetimin rasyonelliği; bu bağlamda karlılığı, büyüme yolları, fırsatları ve rekabetteki konumu yatırım kararlarında stratejik önem taşır. Yöneticilerin tecrübesi ve yönetimin geçmişi gibi detaylarda ayrıca değerlendirilmesi gerekir.

Ayrıca, uzun vadeli yatırımcılar için işletme kalitesi değerlemeden çok daha önemlidir. İşletme kalitesi şirketin nakit akımı üretme kapasitesini belirler, bu da sonuçta hisse senedi fiyatının tespit edilmesine yarar. İşletmenin sürekliliği çok önemlidir. Olgun sektörler süreklilik arz eden nakit akımlarına (veya faaliyet kar ve net kar) sahiptirler. Yeni ve geleceği belli olmayan sektörlerle göre olgun sektörlerin riski daha azdır.

1.6.1.4. Mali Tablo Analizi

Şirket analizinde en önemli konu, geçmiş finansal verilerden hareketle geleceğe ait bir takım öngörüler yapmaktır. Bu ise, mali tablo analizi ile olur.

Mali tablolar, temel üç tablodan oluşur. Bunlar bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosudur. Bu tablolardaki çeşitli kalemler arasında ilişki kurulması, ölçülmesi ve yorumu mali tablo analizi olarak ifade edilir. Bu tablolar aşağıdaki şekilde tanımlanır.

i- Bilanço; bir şirketin belli bir anda sahip olduğu varlıklar ile bunların kaynakları olan borç ve özsermayeyi gösteren bir tablodur. Şirketin bir anlık pozisyonunu gösterdiğinden, fotoğraf niteliği taşır. Ancak, geçmiş birkaç dönem itibariyle düzenlenen bilançolar, yatırımcıya karşılaştırma yapma imkanı verir. Zaten sağlıklı bir analiz için bu gereklidir.

Bilançonun varlıkları ya da aktifi, iki ana kalemden oluşur; Dönen ve Duran Varlıklar. Dönen Varlıklar şirketin en likit varlıklarını gösterir, yani nakit, nakit benzeri araçlar, alacaklar ve stoklar. Duran Varlıklar ise, şirketin likit olmayan aktiflerini gösterir, yani uzun vadeli alacaklar, iştirakler ve maddi duran varlıklardır.

Varlıkların kaynakları ise bilançonun pasifini meydana getirir; ve üç ana kalemden oluşur; Kısa Vadeli Borçlar, Uzun Vadeli Borçlar ve Özsermaye. Borçlar, genelde finansal ve ticari olarak ikiye ayrılır. Özsermaye altında şirketin sermayesi, yedekleri, yeniden değerlendirme artışı fonu ve net kar gösterilir.

ii- Gelir Tablosu; şirketin dönem içindeki satışlarını, satışların maliyetlerini, faaliyet giderlerini, faaliyet dışı gelir-giderini, vergi karşılıklarını ve kar/zararını gösterir.

iii- Nakit Akım Tablosu: Faaliyet karına nakit çıkışı gerektirmeyen kalemler ilave edilir, işletme sermayesi değişimleri ve finansal hareketlere bakılır.

Bu tablolardaki hesaplar arasında basit matematik ilişkiler kurularak elde edilen rasyolar yatırım kararları için çok önemli bir yol göstericidir. Rasyoları inceleyerek şirketler hakkında sağlıklı bilgi edinilebilir. Bu analizde, şirketin durumu ve geleceği hakkında önemli ipuçları verecek belli başlı rasyolar şunlardır:

- Cari Oran; Dönen varlıkları, kısa vadeli borçlara oranlar; bu oran ne kadar yüksekse şirket o kadar likit durumdadır. Yani, şirket faaliyetlerinden sonra artı nakit pozisyonunda ne oranda kalabildiğini gösterir.
- Asit Oranı; Cari oranın konsantre hali; dönen varlıklardan daha yavaş nakde çevrilebilen kalemler çıkartılır ve bu şirketin nakit pozisyonuna bakılır.
- Alacak Devir Hızı; Şirketin satışlardan doğan alacaklarını tahsil ettiği hızı gösterir; satışlarını ne kadar hızlı nakde çevirebiliyorsa o kadar iyidir.
- Stok Devir Hızı; Üretim stokta tuttuğu malları ne hızla sattığını gösterir; yine bu oran ne kadar hızlıysa o kadar iyidir.
- Borç Devir Hızı; Üretim için satın alınan ara mallar için ödenen borcun ne kadar çabuk geri ödendiğini gösterir; bu oran ne kadar yavaş ise şirket için o kadar iyidir.
- Net Nakit Döngüsü; Alacak devir hızına stok devir hızı eklenir ve borç devir hızı çıkartılır, geriye kalan rakam ise net nakit döngüsüdür. Tüm operasyonlar sonucu şirketin elinde nakit kalıyorsa, net nakit döngüsü

rakamı pozitif olur, net nakit döngüsünün negatif çıkması ise şirket borçlu duruma düşüyor demektir.

- Borç/Özsermaye Oranı; Şirketin, işletme sermayesi ve yatırımlarının finansman ihtiyacını dış kaynaklardan mı (borç) yoksa iç kaynaklardan mı (özsermaye) karşıladığını gösterir. Ülkemizde dış kaynak finansmanının genelde içsel kaynaklardan daha yüksek maliyetli olduğu düşünülürse bu oranın düşük olması tercih edilir. Ayrıca, sadece finansal borç kalemlerine bakılarak yorumlanabilir veya net borç rakamlara göre de bakılabilir. Net borç ise finansal borçlardan hazır değerler ve menkul değerler cüzdanı düşüldükten sonra bulunur.
- Finansman Gideri Karşılama Oranı; Şirketin faaliyet karı artı net faaliyet kalemlerinin finansman giderlerini ne oranda karşıladığını gösterir. Bu oran ne kadar yüksekse o kadar iyidir.
- Kar Marjları; Brüt, faaliyet ve net kar rakamlarına bakılır. Ne kadar yüksekse o kadar iyidir.
- Ayrıca, nakit çıkış gerektirmeyen kalemlere faaliyet karı ilave ederek Vergi, Finansman gideri, Amortisman öncesi Kar (VFAÖK) marjına da bakarak gerçekte şirket faaliyetinden ne kadar kar elde edildiğini gösterir.
- Aktif ve Özsermaye Verimliliği; Ortalama aktiflerin ve ortalama özsermayenin net kara bölünmesiyle bulunur. Şirket aktiflerini ve özsermayesini kullanarak ne kadar kar ettiğini gösterir. Bu rakam ne kadar yüksekse şirket için o kadar iyidir.

1.6.1.5. Diğer Değerleme Yöntemleri

Diğer değerlendirme yöntemleri ise Proforma mali tablo hazırlamak ve güncel yöntemler olarak ikiye ayrılır.

i- Proforma mali tablo hazırlama; Genelde proforma mali tablo gerektiren değerleme yöntemleri şöyle sıralanabilir: İndirgenmiş Nakit Akımı; bu yöntemde önümüzdeki yıllar için beklenen nakit akımları bugünkü değere indirgenir. Fakat, ülkemizde halen yüksek enflasyon ve gelecekle ilgili makro ekonomik beklentilerin net olmaması bu yönetime olan güveni azaltmaktadır.

ii- Güncel yöntemler; Burada mevcut piyasa ve sektör rasyoları ile şirketin değeri tespit edilir, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri, temettü verimi oranı, vb gibi oranlardır.

Bu değerleme yöntemlerinin yanı sıra her bir sektör için spesifik değerleme yöntemleri kullanılması da mümkündür. Örneğin, çimento şirketleri için fiyat-kapasite, enerji dağıtım şirketleri için fiyat-abone ve perakende şirketleri için firma değeri/satış hasılatı gibi rasyolar ile değerleme yapılabilir. Bunların dışında ekspertiz değerlemeler (özellikle gayrimenkul yatırım ortaklıkları için) ve elde etme maliyeti değerleme yöntemleri de mevcuttur.

Yukarıdaki incelemeler sanayi şirketleri için geçerlidir ve mali şirketler için farklı rasyolara bakmak gerekir. Mali sektör şirketleri kendi içinde alt sektörlere ayrılır, her alt sektörün ayrı özellikleri ve rasyoları vardır. Ancak, her sektör için yatay ve dikey analiz yapmak mümkündür. Ayrıca, bu analizlerden çıkan rasyolarla, her şirketin mali analiz ve yorumu yapılabilir.

Holding şirketleri için ve iştiraki olan diğer şirketler için, öncelikle net aktif değerlemesi yapılabilir. Bu değerleme yöntemine göre, ilk etapta, şirketin portföyündeki iştiraklerini değerlemek gerekir. İştiraklerden İMKB'ye kota olan şirketler işlem fiyatı ile değerlenir, kota olmayanlar için ise yukarıda belirtilen yöntemlerle değerleme yapılır. İştirakler değeri toplanıp diğer aktifler eklenir ve

pasifler (özsermaye düşüldükten sonra) çıkartılır. Böylece net aktif değer (NAD) bulunmuş olur. Bu değer, holdingin (şirketin) piyasa değeri (PD) ile karşılaştırılır. NAD, PD'den küçükse hisse senedi fiyatının ıskontolu olduğunu gösterir. Holdinglerin konsolide mali tablolarına bakmak da çok faydalı olabilir. Konsolide tablolarla holding iştiraklerinin topluca performansları görülebilir. Bunların neticesinde, şirket hakkında bir fikir edinip bu bağlamda sağlıklı bir karara varmak mümkün olabilir.

Yeni yatırımcılar bu işi profesyonel olarak yapmadıkları sürece yukarıdaki konularda bilgiyi toplayıp analiz yapmaları çok zaman alacağından pek etkin olmayabilir. Dolayısıyla, yeni yatırımcılara en önemli tavsiye, bu konu ve kavramları bilenlere ve profesyonel danışmanlara başvurmaları gerektiğidir.

1.6.1.6.Genel Değerlendirme

Bu kriterde tüm yukarıda bahsi geçen konulara ilave olarak şirket hisse senedinin fiyatı, şirketin önündeki iş imkanları, ekonominin gidişatı, borsa endeksinin trendi gibi faktörler göz önünde tutularak hisse senedi hakkında genel bir değerlendirme yapılır. Bu genel çerçeve içinde kullanılan bazı önemli araçlar vardır. Cazip sektör tespit edebilmek için, sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin mali tablolarını inceleyip karşılaştırmalar yapmak gerekir. Kısaca, orta-uzun süreli değerlendirmelerde, mali tablo analizi ve beklenen karlılık ile iş imkanı ve ihracat hedefi dikkate alınmalıdır.

1.6.2. Teknik Analiz

Hisse senedi değerlemesinde temel analizin yanı sıra kullanılan diğer bir yöntemde teknik analiz yöntemi olarak bilinmektedir.

Teknik analiz yönteminde hisse senedine ilişkin değerlendirme yapılırken temel analizde olduğu gibi ekonomi, sektör ve işletme ile ilgili faktörlerin gözden geçirilmesi söz konusu değildir. Teknik analizde incelenen başlıca göstergeler hisse senedinin “borsadaki verimi”, “piyasadaki fiyatı” ve “işlem miktarları”dır. (Taner, 2009; 193)

Teknik analizde amaç, ele alınan hisse senedinin borsadaki teknik yönden kuvveti veya zayıflığı ile hisse senedinin gelecekte ne gibi hareketlerde bulunabileceğini tahmin etmektir. Örneğin, alım-satımı çok az olan senetler büyük alım veya satış sırasında anormal fiyat değişikliklerine uğrar. Bu senetler, fazla derinliği olmayan senetler olarak bilinir ve genellikle fiyatları suni olarak oynamaya (manipülasyon’a) açık olduklarından, teknik analiz açısından incelemeleri için pek zaman harcamaya da gerek yoktur. Teknik analizde, sadece grafiklere bakılmayıp yatırımcıların hislerini de göz önünde bulundurmak gerekir. Örneğin, temel analizi iyi olan bir hisse senedinin beklenen yönde harekete geçmemesi teknik analizin, bir başka ifadeyle hislerin ya da diğer değişkenlerin bu beklentiyi onaylamadığını gösterir.

Bir başka açıdan teknik analiz, elde edilen bilgilerin grafikler üzerine ne şekilde yansıdığını görmek ve yatırımcıya ne tip mesajlar vermek istediğini deşifre etmektir. Analiz, üç önemli varsayımdan kaynaklanmaktadır. Bunlar;

- Piyasada izlenen fiyat hareketleri zaten oluşabilecek her şey göz önüne alınarak gerçekleşmektedir.
- Senet fiyatları akımlar içinde hareket ederek değişmektedirler.
- Tarih tekerrürden ibarettir.

Eğer fiyatlar yükseliyorsa, sebepler ne olursa olsun temel veriler kuvvetli olup, alıcı satıcıyı sayı yönünden aşmakta, bir başka ifadeyle, talep arzı bastırmaktadır. Bunun tam tersi de, düşüş içinde olan fiyatlar için geçerlidir.

Teknik analizciler, kullandıkları yöntem veya teknikler sayesinde diğer analiz yöntemlerine göre daha iyi, erken, sağlıklı bir uyarı sinyali alındığını savunmaktadırlar. (Rençber, 1995; 130). Teknik analiz, Dow Jones tarafından ortaya atılan teoriyi yoğun olarak kullanmaktadır. Altı ilke ile açıklanır. Bunlar;

- 1- Ortalamalar/endeksler her türlü faktörü, etkeni içerir ve yansıtır.
- 2- Piyasada üç temel prensip vardır. Her trend süre bakımından kendinden bir büyük olan trendi düzeltir.
 - Bir yıldan uzun olan trendler veya birincil hareketler,
 - Üç hafta ile üç ay arasında olan ikincil hareketler,
 - Üç haftadan az olan küçük oynama veya dalgalanmalardır.
- 3- Ana trendler/birincil hareketler üç aşamada geçer.
 - a. Fiyatlar düşerken akıllı yatırımcıların alıma geçtiği, biriktirme ve toplama dönemidir.
 - b. Fiyatlar hızla artarken trendi izleyen birçok kişinin alıma geçtiği (boğa piyasası) dönemdir.
 - c. Hisse senetlerini özellikle akıllı yatırımcılar tarafından elden çıkarıldığı dağıtım dönemidir.
- 4- Ortalamalar veya piyasa göstergelerinin birbirini onaylaması gerekir. Başka bir ifadeyle, endeks ve ortalamalar birbiriyle aynı uyarı ve sinyalleri vermelidir.

- 5- İşlem miktarı trendi onaylamalıdır. Trend belirlenirken fiyata ek olarak işlem miktarına da bakılmalıdır. İster düşüş, ister çıkış olsun her ana trend işlem miktarının artmasıyla desteklenir ve doğrulanır.
- 6- Yön veya eğimin değiştiğine dair sinyaller alınana kadar her trend geçerlidir.

Çalışmanın ikinci bölümünde hisse senedi getirilerini etkilediği düşünülen makro ekonomik değişkenler incelenecektir. Bu kapsamda oynaklık derecesi yüksek olan Türk sermaye piyasalarında getirilere en çok yön veren para arzı (M1), enflasyon (TÜFE), petrol fiyatları, altın fiyatları ve döviz (USD, Amerikan doları) değişkenleri makro ekonomik değişkenler olarak seçilmiştir. Çalışma kapsamında değişkenler seçilirken literatürde yer alan araştırmalar temel alınmıştır. Çalışmanın literatür taraması bölümünde konuyla ilgili olarak daha önceki yıllarda yapılan çeşitli araştırmalara yer verilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLE İLİŞKİLERİ

Makro ekonomik değişkenlerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler uzun bir süredir çeşitli araştırmalara konu olmaktadır. Literatür incelendiğinde hisse senedi getirileri ile makro ekonomik değişkenler arasında önemli ilişkiler olduğu, hisse senedi getirilerinin makro ekonomik değişkenler doğrultusunda dönem dönem tahmin edilebildiği saptanmıştır.

Para arzının (M1) çalışmaya dahil edilmesindeki nedenlerden birisi portföy teorisine göre para arzındaki artışın yatırımcıların portföylerinde hisse senetlerine daha ağırlık vermelerine neden olmasıdır. Bir başka deyişle yatırımcılar, para arzındaki artışı hisse senedi piyasalarında değerlendirme eğilimindedirler. Altın fiyatlarının baz alınması ise altının hisse senetlerine göre alternatif bir yatırım aracı olmasından kaynaklanmaktadır.

Yine çalışmada ele alınan makro ekonomik değişkenlerden birisi de petrol fiyatlarıdır. Çalışmada ele alınan Brent varil başı petrol fiyatları uluslararası piyasalarda yaygın olarak fiyatı takip edilen göstergedir.

Çalışmadaki bir diğer değişken olan enflasyon ile hisse senetleri arasındaki ilişkinin negatif olduğunu düşünülür. Enflasyon firmaların üretim maliyetlerini arttırmak yolu ile gelecekteki beklenen nakit akışını ve firmaların gelirlerini azaltacaktır.

Soenen ve Hennigar (1988), Mukherjee ve Naka (1995) yaptıkları çalışmalarda, hem döviz kuru seviyesinin hem de kurda meydana gelen değişmelerin hisse senedi piyasasının performansını etkilediğini öngörmüşlerdir. Bu kapsamda döviz parametresinin İMKB 100 endeksi ile olan nedenselliğini incelemek üzere ABD doları değişken olarak seçilmiştir.

2.1. PARA ARZI (M1)

Türkiye’de T.C. Merkez Bankası çeşitli para arzı tanımları yapmaktadır. Bu tanımlardan en çok kullanılanı dar tanımlı para arzı olarak bilinen ve M1 ile gösterilen para arzı tanımıdır.

Ekonomistlerin para arzı ile ilgili olarak geliştirdikleri pek çok ölçütten biri olan M2, dar anlamda para arzı olarak ifade edilip, dolaşımdaki para, mevduat banklarındaki vadesiz mevduat ve TCMB mevduatının toplamı olan M1’e mevduat bankalarındaki vadeli mevduatın eklenmesiyle elde edilir. (Stiglitz, 2003; 722-723)

Para arzının makro değişkenler üzerine etkisi eskiden beri tartışılan bir konudur. Bu konudaki tartışmaların temeli Monetarist ve Keynesyen ekonomistlere dayanmaktadır. Gerçekten de monetaristler, 1929 bunalımının temel sebebi olarak para arzındaki azalmayı göstermişlerdir. Bu konuda Keynesçi yaklaşım Monetarist görüşün tersine, para arzındaki azalmanın ekonomide bunalım ve GSMH'nin düşmesine yol açtığını kabul etmemektedir. Yaklaşımına göre ABD'de 1929 - 1932 döneminde GSMH meydana gelen düşüş, para arzında gerileme doğurmuştur. Keynes'e göre, para arzındaki azalma büyük bunalımda önemli bir rol oynamamıştır. Bilindiği üzere para arzı teorisi, ekonomide para arzının oluşumunu, para arzındaki değişmelerin ekonomiye etkilerini ve nihayet para arzının Merkez Bankası tarafından kontrol edilebilme imkanlarını inceler. (Paya, 1997; 144). Para arzı bir değişken

olarak Keynesçi ekonomistlere göre doğrudan kontrol edilemez. Bunun da temel nedeni paranın dolaşım hızının istikrarlı olmayışındandır. Öte yandan monetaristlere göre, paranın dolaşım hızı hemen hemen sabittir ve kolaylıkla kontrol edilebilir. (Güneş, 1993; 5) Monetarist yaklaşımda, para arzının para otoriteleri tarafından kontrol edileceği varsayılmakta, yani para arzı dışsal bir değişken olarak ele alınmaktadır. (Togay, 1994; 47). İktisat teorisinde miktar kuramcıları öncelikle para miktarıyla fiyatlar arasındaki ilişkiyle ilgilenmişler ve para arzını, fiyatlar genel düzeyinin temel belirleyicisi olarak görmüşlerdir. Günümüzde modern miktar kuramcıları (monetaristler), paranın fiyatlar genel düzeyini belirlemesinin ötesinde, daha geniş işlevinin olacağını görmüşlerdir.

Monetaristler, paranın kısa dönemde ekonomik faaliyetleri de etkileyeceğini kabul etmektedirler. (Parasız, 2002; 371). Oysaki Post Keynesyen yaklaşıma göre, para arzı, firmaların, hane halklarının ve bankaların davranışlarının sonucunda, diğer bir deyişle ekonomik hayatın yarattığı gereksinimler sonucunda belirlenir. Yani para arzı içseldir, para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki fiyatlardan para arzına doğrudur. Para arzının içselliği yaklaşımı bu anlamda, parasal sektörün reel sektörden ve dolayısıyla para arzının para talebinden bağımsız olarak ele alınmayacağı ana fikrine dayanmaktadır. (Togay, 1994; 47).

Monetarist yaklaşımın başını çeken Milton Friedman ile onun izleyicileri enflasyonun kaynağı olarak para arzındaki büyümeyi göstermektedir. Friedman para talebi, para arzı eşitliğinden yola çıkarak, para talebi ve paranın dolaşım hızının istikrarlı, para arzının dışsal olduğunun ileri sürerken, para arzındaki artışların bir kural içerisinde olması gerektiğini savunmaktadır. (Çolak, 2001; 43). Monetaristlere göre eğer para arzı ekonominin durgunluk döneminde arttırılmışsa artan harcamalar, öncelikle istihdam ve reel üretimi arttıracaktır. Eğer ekonomi tam istihdamda çalışıyorsa, böyle bir durum gayrisafi milli hasıladaki yükselme, yalnızca fiyatlar genel düzeyini etkileyen nominal bir artış olacaktır. Para arzındaki bir artış GSMH'nin yükselmesine neden olacaktır. Çünkü başlangıçta halkın eline para

geçince, halk eline geçen aşırı parayı harcamaya başlayacak ve harcamalar para arzı para talebine eşit oluncaya kadar sürecektir. Para arzı artışı artan işlem talebiyle emilinceye kadar gelir artmaya devam edecektir. Keynesgil ekonomistlere göre, paranın GSMH'yı etkileme yolu oldukça farklıdır. Çünkü paranın dolaşım hızı hem kısa hem de uzun dönemde istikrarlı değildir.

2.1.1. Para Arzının Tanımı

Para yalnız günlük hayatta değil, aynı zamanda ekonomistler arasında da uyumsuzluk konusu olmaktan kurtulamamıştır. Para konusunda çeşitli görüşler vardır. Ekonomistler arasında gerek paranın ekonomide oynadığı rol, gerekse neyin para olduğu konusunda anlaşmazlık devam etmektedir. Bundan dolayı para arzı tanımına nelerin gireceği konusunda görüş birliği yoktur. Özellikle finansal sektör geliştikçe ve bunun ekonomide oynadığı rol arttıkça para arzının tanımı giderek güçleşmektedir. Yalnızca ticari bankalardan oluşan bir finansal sisteme göre bankaların yanı sıra banka dışı mali araçların rollerinin arttığı bir finansal sistemde para arzı tanımı farklılık arz etmektedir.

Bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarını para arzı denir. (Ünsal ,2000; 383)

TCMB'nın 2007/01 Tarihli Düzenlemesi ile Para Arzı tanımlaması aşağıdaki şekilde yapılmıştır. 2007 Ocak ayında parasal sektör tanımı Merkez Bankası ve Mevduat Bankalarına ilave olarak Kalkınma ve Yatırım Bankaları, Katılım Bankaları ve B Tipi Likit Fonları (Para Piyasası Fonları) kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Ayrıca uluslararası standartlara uyum kapsamında para arzı kalemlerinin kapsam ve sunumunda da düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda 2005 Aralık ayından itibaren aşağıda özetlenen değişiklikler para arzı tablosuna yansıtılmıştır.²

- Katılım Bankaları ve Kalkınma ve Yatırım Bankalarının parasal yükümlülükleri para arzına ilave edilmiştir.
- B-tipi likit yatırım fonları para arzına dahil edilmiştir.
- M2Y içerisinde yer alan yabancı para cinsinden parasal yükümlükler vade gruplarına göre M1 ve M2 para arzı tanımları içerisinde gösterilmiştir.
- Tüm para arzı kalemleri, bankalar arası işlemler hariç olacak şekilde hazırlanmıştır. Bu kapsamda, repo işlemleri yoluyla sağlanan fon tutarından B Tipi Likit Fonlar ile yapılan repolar çıkartılmıştır.
- Mevcut sunumda, Resmi Mevduatlar (Vadeli/Vadesiz) ve Diğer TCMB Mevduatı içerisinde yer alan merkezi yönetime ait mevduatlar M3 para arzı tanımından çıkarılıp, karşılık kalemleri içerisindeki merkezi yönetim mevduatı. kalemine dahil edilmiştir. Merkezi yönetim dışında kalan ve mevcut sunumda M3 içerisinde yer alan diğer genel yönetim mevduatları (yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kurumları) ise vade gruplarına göre M1 ve M2 içerisinde gösterilmeye başlanmıştır.

Bu kapsamda bugüne kadar yayınlanmakta olan M2Y, M2YR, M3, M3Y, M3YR tanımları kaldırılmış olup, 2005 Aralık ayından itibaren aşağıdaki yeni tanımlar oluşturulmuştur:

M1= Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevduat (YTL, YP)

M2= M1 + Vadeli Mevduat (YTL, YP)

² www.tcmb.gov.tr

$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları}$

2.1.1.1. Dışsal Para Arzı Tanım

Dışsal ve içsel para arzı tanımı J. G. Gurley ve E. S. Shaw tarafından "Money on a Theory of Finance" (Finansman Teorisinde Para) adlı eserinde geliştirilmiştir. Dışsal para arzıyla içsel para arzı arasındaki ayrım, para emisyonunun karşılıklarıyla ilgili analize dayanmaktadır. Para arzının dışsal olduğunu savunanlar para arzının para otoritelerince belirlendiğini, bu nedenle makroekonomik değişkenlerden bağımsız olduğunu ileri sürmektedir.

2.1.1.2. İçsel Para Arzı Tanımı

Eğer kamu otoriteleri para arzını belirlerken ve diğer amaçları güderken pasif davranarak ekonomide yükselen para talebine göre para arzını yükseltir, ya da azaltırsa bu durumda içsel para arzı durumu geçerlidir.

2.1.2. Para Arzıyla İlgili Çeşitli Görüşler

Para arzıyla ilgili çeşitli görüşlere aşağıda yer verilmiştir.

2.1.2.1. Klasik Görüş

Bu yaklaşım en eski ve en çok kullanılan yaklaşımdır. Burada, paranın sadece "değişim aracı" fonksiyonu üzerinde durulmuş ve para kapsamına, ödeme aracı

olarak genel kabul gören değerler sokulmuştur. (Keyder, 2000; 143). Klasik yaklaşım temelde paranın muamelelere aracı olma fonksiyonundan hareket etmektedir. Dolayısıyla para arzı kapsamına herkesçe kabul gören ödeme araçları dahil edilmiştir. Bu da ülkenin gelişmişlik düzeyine göre değişmektedir. Çekin pek kullanılmadığı toplumlarda para arzını tedavül eden kağıt ve madeni paralar oluşturmaktadır. Toplumun gelişmesine paralel olarak çek kullanımını yaygınlaştıkça vadesiz tasarruf mevduatı ve ticari mevduat para arzı kapsamına girmektedir.

2.1.2.2. Şikago Okulu Yaklaşımı

Bu yaklaşımın öncüleri Milton Friedman (1956), David Meiselman gibi Şikago Üniversitesi akademisyenleridir. Milton ve Meiselman para arzı tanımına tedavüldeki nakit ve vadesiz mevduata ilave olarak vadeli mevduatları da katmaktadır. Friedman ve takipçilerinin bu yolu seçmelerinin nedeni şudur:

- Vadeli mevduatları kapsayan para arzıyla (M2) Milli gelir arasında diğer para arzı tanımlarına göre (Mq, Mj gibi) daha yüksek bir korrelasyon vardır. Bir başka deyişle, M2 para arzı tamamıyla milli gelirdeki ve fiyatlardaki artışı kolayca açıklamak mümkündür.
- Tedavüldeki nakit, vadesiz mevduatlar ve vadeli mevduatlar arasında büyük ölçüde ikame söz konusudur.
- Gürler ve Shaw ve Sayers'in Görüşü Bu yaklaşım para arzı tanımına halkın likit kıymet olarak kabul edebileceği tüm kıymetlerin dahil edilmesini vurgulamak tadır. Buna göre para arzı kavramına her tür ödeme vasıtaları ve

bunları yakından ikame eden vadeli mevduat ve çeşitli esham ve tahvilat girmektedir.

2.1.2.3. Krediye Kapsayan Görüş

Bu yaklaşım krediyle parayı aynı anlam da ele almakla ve para arzı tanımını en geniş bir şekilde yapmaktadır. Bu görüşe göre para stoku (M), ticaret bankaları ve bunların yanında, borç para veren diğer bütün kurumların verdiği kredi toplamına eşit alınmaktadır. (Keyder, 2000;145). Bu durumda para arzı, ticari bankaların yanı sıra banka dışı mali araçlarının verdiği tüm krediler girmektedir.

2.1.3. Para Arzının Ölçülmesi

Yukarıda da açıklandığı üzere, para arzının tanımıyla ilgili olarak birçok görüş mevcuttur. Genellikle en derinden en genişine doğru MO, M1, M2, M3 gibi para arzı tanımları yapılmaktadır.

a) Parasal Taban (MO): Parasal tabanı tedavüldeki nakit ve kağıt paralar, artı bankaların ayırdıkları karşılıklar oluşturur. Bir bakıma parasal taban yaklaşık olarak Merkez Bankası'nın bilançosuna tekabül eder.

b) Milli Para Arzı: M1 para arzını bankaların ayırdıkları rezervler dışındaki parasal taban, bankalardaki vadesiz mevduatlar ve posta çekleri oluşturur.

c) M2 para arzı: M2 para arzını, M1 artı bankalardaki vadeli mevduatlar oluşturur.

d) M3 para arzı: M2 artı Banka dışı Mali aracılarn mevduatları, hazine bonoları vb. likit kıymetleri içerir.

2.1.4. Kaydi Para Arzı

Ticari bankalar, herhangi bir işletme gibi kar maksimizasyonu amacına yönelik işletmelerdir. Bankaların verdikleri kredilerin kaynağını mudilerinin kendilerine yatırdıkları fonlar oluşturur. Bankalar mudilerinin kendilerine yatırdıkları paraları rahatlıkla kredi olarak müşterilerine verirler. Çünkü normal dönemlerde bankalara yatırılan mevduatlarla çekilen mevduatlar arasındaki fark pozitifdir. Ancak bankalar, çekilen mevduatların yatırılan mevduatları aştığı dönemlerde, sıkıntıya düşmemek için topladıkları mevduatların bir kısmını kanuni, ya da gönüllü olarak karşılık olarak ayırırlar. Bankaların toplam mevduatlarının ne katlarını karşılık olarak ayırmaları gerektiğini gösteren orana, karşılık oranı (r) denir.

Bankalar kendilerine yatırılan mevduatlardan karşılık ayırdıktan sonra geri kalan kısmını ödünç kredi olarak verir. İşte bu krediler ekonomide çek kullanımının yaygınlığına göre mevduat olarak bankalara geri döner. Bir başka deyişle bankacılıkta "ödünçler mevduat yaratır" kuralı işler.

Burada önemli olan, bankaların verdikleri kredilerin ne kadarının geri döneceğinin saptanmasıdır. Eğer verilen krediler bankalara hiç geri dönmezse, geri dönüş oranı sıfırdır. Bu durum hiç çek kullanılmayan toplumlar için geçerlidir. Eğer bankaların verdikleri kredilerin tamamı bankalara mevduat olarak geri dönüyorsa, bu durum da geri dönüş oranı % 100'dür. Böyle bir durum herkesin çek kullandığı ileri toplumlar da gerçekleşebilir. Nihayet bir toplumda kişiler, hem çekle, hem de nakit kullanarak alışverişte bulunuyorlarsa bu durumda bankaların verdikleri ödünçlerin bir kısmı bankalara dönmeyecek, bir kısmı ise mevduat olarak bankalara geri

dönecektir. Bunun ne kadar olacağı, toplumun çek kullanma alış kanlıklarının gelişmesine bağlı olarak değişecektir.

Kaydi para hesaplamalarını vadeli mevduatları da katarak genişletmek mümkündür. Ancak işletmelerin mantığında bir değişiklik olmayacaktır.³

2.2. ENFLASYON OLGUSU, TANIMI VE TARİHÇESİ

Günümüzde gelişmekte olan birçok ülkenin ana sorunlarından birisi yüksek enflasyondur. Bu ülkelerde, yüksek enflasyonun aşağıya çekilebilmesi için uygun bir para arzının sürekliliğinin sağlanması ve ülke içi tasarrufların artırılması gerekmektedir. Ülke içi tasarrufların arttırılabilmesi de sermaye piyasasının geliştirilmesi ile mümkün olmaktadır. Ancak yüksek enflasyon ortamında sermaye piyasasının geliştirilmesi de oldukça güçtür. Yüksek enflasyon dönemlerinde tasarrufların sermaye piyasası dışına kayması sermaye arzını azaltırken, sabit sermaye yatırımlarındaki azalma da sermaye talebini azaltmakta, bu nedenle enflasyon, sermaye piyasasının gelişmesini engellemektedir (Canbaş ve Demir, 1988; 139-155).

Enflasyon, fiyatların genel seviyesindeki artış olarak tanımlanmaktadır. (Samuelson ve W.D, 1992; .587). Enflasyonun bir başka tanımı, fiyatların sürekli az ya da çok önemli miktarda genel bir biçimde yükselmesidir. İlker Parasız, enflasyonu fiyatlardaki sürekli yükselme eğilimi olarak tanımlarken (Parasız, 2002; 373). Osman Z. Orhan'a göre enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki devamlı bir artış sürecinin yanında paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade etmektedir. Herhangi bir malın değerindeki düşmenin sadece o malın üretimini ve satışını yapanları etkilediğini, oysa paranın değerindeki düşmenin bütün bir toplumu (hatta

³ <http://www.enfal.de/sosyalbilimler/p/003.htm>

küreselleşen dünyada diğer toplumları da) olumsuz etkilemekte olduğunu ve böylece enflasyonun çok önemli bir sosyoekonomik sorun olarak karşımıza çıktığını belirtmektedir. (Orhan, 1995; 1). Klasik (örneğin D. Hume) ve Modern (örneğin M. Friedman) Miktar Teorisyenleri'ne göre enflasyon ya da fiyatlar genel düzeyindeki artışın para arzındaki artışla doğrudan bir ilişkisi vardır. Keynesgil ekonomistler ise enflasyonu, tam istihdamın olduğu bir ortamda toplam arza göre toplam talepte bir fazlalık olması durumu olarak açıklamaktadırlar.

Enflasyon, Birinci Dünya Savaşı'ndan önce fazla görülmemektedir. Birinci Dünya Savaşı'ndan önce fiyatlar genel seviyesinde aşırı artışların olmamasından dolayı enflasyon terimi de ekonomistler tarafından çok sık kullanılmamaktaydı. Ancak Fransız Devrimi dönemindeki "assignat"lar gibi aşırı miktarda kâğıt para emisyonlarına sahne olan bazı istisnai durumları belirtmek amacıyla kullanılıyordu. XVI. yüzyılda Jean Bodin gibi Klasik Miktar Teorisyenleri enflasyonu (fiyat artışlarını) para arzının artmasına bağlıyorlardı. Jean Bodin, fiyat artışının Amerika'dan gelen önemli miktardaki altın ve gümüş gibi kıymetli maden akımının sonucu olduğunu öne sürmekteydi. Gerçekten de, bu kıymetli madenlerin para olarak kullanılmasıyla XVI. yüzyılda Avrupa'da önemli bir enflasyon görülmüştü. (Orhan, 2005;6). Enflasyon terimi asıl, Amerikan İç Savaşı döneminde Kuzeylilerle güneyliler arasındaki savaşın finansmanı için gerekli olan, bu yüzden de çok miktarda basılan yeşil sırtlı (greenbacks) dolarların aşırı fazlalığını belirtmek için kullanıldı.

Birinci Dünya Savaşı ile birlikte enflasyon terimi klasik anlamda, yani merkez bankasının bütçe açığını kapatmak amacıyla fazla miktarda para emisyonu yapması anlamında kullanılıyordu. Ancak, Keynes ve daha sonra 1950'li yıllardaki Keynesgil ekonomistler, para arzındaki artışın her zaman enflasyona yol açmadığını, tersine istihdam ve gelir artışına da yol açabileceğini göstermişlerdir. Onlara göre enflasyon, toplam mal ve hizmet talebinin, mevcut kaynaklara oranla aşırılığı sonucunda ortaya çıkıyordu.

Birinci Dünya Savaşı'nın hemen ardından, 1922-1924 yılları arasında, Weimer Cumhuriyeti döneminde Almanya'da görülen enflasyon oranı tarihte kaydedilen en yüksek enflasyon oranı olmuştur (%10 Milyar). 1929 Buhranı'nın ardından talebin hızla düşmesi nedeniyle, tüm dünya ekonomilerinde fiyatlar hızla düşmüş, ancak bu deflasyonist ortamın sonucunda işsizlik hızla yükselmişti.

İkinci Dünya Savaşı döneminde birçok ülke “savaş ekonomisi” politikası izlemiş ve harcamaların büyük bir bölümü ordu için yapılmıştı. Bu dönemde yeniden yüksek enflasyon oranları görülmekteydi.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından, savaşın yaralarını sarmaya çalışan Batılı devletler, ülkelerini yeniden inşa edebilmek ve ekonomik büyümeyi sağlamak amacıyla enflasyonist politikalar izlemişlerdir. Bu ekonomik gelişme tüketici gelirlerindeki artışı da beraberinde getirdi ve talebin artmasıyla fiyatlar ve nitelikli işgücü bu dönemde sürekli olarak arttı.

1971 yılında Bretton Woods Sistemi⁴ nin sona ermesiyle birlikte döviz kurları dalgalanmaya bırakılmış ve bunun sonucunda da ulusal para birimlerinin aşırı devalüe olduğu durumlarda, 1972-1973 yıllarındaki petrol krizinin de etkisiyle birlikte, girdi fiyatlarındaki artışlardan ötürü birçok ülkede yüksek oranlı maliyet enflasyonu yaşanmıştır.

1980'lerden itibaren sıkı para politikaları izlemeye başlayan Batı Avrupa ülkeleri, enflasyonla mücadelede önemli yol kat etmişlerdir. Özellikle, 1999 yılında Avrupa Birliği (AB) ülkelerinin birçoğunun ortak para birimi olarak Euro'ya

⁴ 1944-1971 yılları arasında uluslararası para birimlerinin ABD doları ve altın fiyatlarına göre fikslenmesi sistemi. Örneğin, 1944'te 1 STG = 2.80 USD ya da 1 ons altın = 12.50 STG olarak kabul edilmişti. Ancak, zaman içinde bu oranlar yeniden gözden geçirilmiş; örneğin 1967'de 1 STG = 2.40 USD olmuştur.

geçmeleri ile birlikte (Karluk, 2007; 691). Euro'yu benimseyen üye ülkelerin merkez bankaları, para politikalarında ortak hareket etmeye başlamışlar ve Avrupa Bölgesi (Eurozone) olarak adlandırdıkları AB ülkelerinde yıllık enflasyon oranının yıllık %6'yı geçmemesi ilkesine uyulması kararını almışlardır.

1980 sonrası dönemde yüksek enflasyon, Türkiye gibi gelişmekte olan birçok ülkenin temel sorunu olmaya devam etmiştir. 1989-1990 yılları arasında Polonya'da enflasyon oranı %1000'i geçmiştir. (Samuelson ve W.D. Nordhaus, 1992; .594). Yine bu yıllarda Brezilya ve Arjantin'de de %1000'i aşan enflasyon oranları görülmüştür.

2.2.1. Enflasyon Türleri

Enflasyon, artış hızlarına ve nedenlerine göre başlıca iki kategoride incelenebilir:

2.2.1.1. Artış Hızına Göre Enflasyon

Bu kategori de kendi içinde dörde ayrılır:

1. Düşük Enflasyon

Günümüzde özellikle gelişmiş Batılı ülkelerde görülen enflasyon türüdür. Yıllık enflasyon oranı %10'un altındadır. Bu tip enflasyonun yaşandığı ülkelerde halkın ulusal paraya güveni tam olduğundan, halk paradan "kaçmaz", yani parasının değerini yitirmeyeceğini bildiği için gayrimenkul yerine hisse senedi, hazine bonusu, mevduat gibi finansal yatırım araçlarını tercih eder.

2. Hızlı-Artan Enflasyon

Genellikle %10 ile %1000 arasındaki enflasyon oranları için kullanılan bir terimdir (Samuelson ve Nordhaus, 1992; 592).

Bu tip enflasyonun yaşandığı ülkelerde, halk ulusal paradan “kaçar”; kontratlar çoğunlukla bir yıl ve daha kısa vadelidir ve bir fiyat endeksine (örneğin TÜFE) ya da ABD doları gibi yabancı bir para birimine endekslenir. Gayrimenkule yatırım artar; ülkedeki paranın (dövizin) ve yatırımların yurtdışına çıktığı görülür.

3. Hiperenflasyon

%1000'in üzerindeki enflasyon oranları için kullanılan bir terimdir. 1922-1924 Weimar Cumhuriyeti döneminde Almanya'da görülen enflasyon oranı (2 yıl için %10 Milyar) ve son 10-15 yıllık dönem içinde zaman zaman Brezilya ve Arjantin'de (%1000'den fazla) enflasyon oranları hiperenflasyona örnek gösterilebilir. Hiperenflasyonun en yıkıcı sonucu, gelir dağılımındaki adaletsizliği artırması ve halkın orta kesiminin hızla fakirleşmesine neden olmasıdır.⁵

4. Kronik Yüksek Enflasyon

Enflasyonun kalıcı bir şekilde yüksek (yüzde 10'un üzerinde) seyretmesi ancak hiperenflasyona da dönüşmemesi durumudur. En önemli nedeni ekonomideki aktörlerin ürettiğinden daha fazla gelir kapma savaşlarıdır. En önemli etkisi, gelir dağılımını sürekli olarak bozmasıdır.⁶

2.2.1.2. Nedenlerine Göre Enflasyon

Nedenlerine göre enflasyon iki başlıkta incelenebilir;

⁵ http://tr.wikipedia.org/wiki/Hiper_enflasyon

⁶ <http://ekonomiturk.blogspot.com/2006/12/baz-kavramlar.html>

1. Talep Enflasyonu (Demand-Pull Inflation)

Bir ekonomide devletin açık finansman politikası izlemesi (karşılıksız para basması), kredi hacminin genişlemesi (banka kredilerinin çoğalması ile toplam talebin artması), gerçek kişilerin ve kurumların daha önce yastık altında tuttıkları paralarını dolaşıma sokmaları ve ödemeler dengesi fazlalığından doğan getir artışları gibi nedenlerle, cari fiyat seviyesinde toplam talebin yükselerek toplam arzı aşması sonucu ortaya çıkan sürekli fiyat artışlarına talep enflasyonu denir.

a) Klasik Miktar Teorisi Yaklaşımı

Bu yaklaşımda enflasyonun nedeni olarak dolaşımdaki para miktarındaki artış gösterilmektedir. Bu artış, doğrudan doğruya talebi artırmakta, artan toplam talep de (aggregate demand) fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır.

b) Monetarist Yaklaşım

Bu yaklaşımda da Klasik Miktar Teorisi'nde olduğu gibi talep enflasyonunun temel nedeni olarak para arzının artış hızındaki yükselmeler önemli bir faktör olarak gösterilmiştir. Ancak, başlıca iki konuda Klasik Miktar Teorisyenleri'nden ayrılmaktadırlar: (Öçal, 1997; 455)

- i) Klasik Miktar Teorisi tam istihdam varsayımına dayanırken, Monetarist Okul (Modern Miktar Teorisi) Doğal İşsizlik Oranı hipotezine dayanmaktadır. Milton Friedman, para otoritesinin bu oranı düşürüp tam istihdam ortamına getirmek için para arzını artırdığını, dolaşımdaki artan bu para miktarının da talebi artırarak talep enflasyonuna neden olduğunu ileri sürmektedir.

- ii) Klasik Miktar Teorisi'nde paranın dolanım hızı kurumsal faktörlerce belirlenen bir sabit olarak ele alınırken; Modern Miktar Teorisi'nde paranın dolanım hızı belli bazı değişkenlerin bir fonksiyonu olarak değerlendirilmektedir.

c) Keynesgil Yaklaşım

Keynesgil Teorisyenlerin talep enflasyonuna yaklaşımlarında, para arzından çok para arzının harcama akımının ana unsurları üzerindeki etkileri göz önünde bulundurulmaktadır. Onlara göre, para arzının artması, ekonomi tam istihdama ulaşıncaya kadar ciddi bir enflasyonun ortaya çıkmasına neden olmaz. Çünkü toplam harcamalardaki artış, toplam arzla dengelenebilecek ve önemli bir fiyat artışıyla karşılaşmayacaktır.

Kısacası bu yaklaşıma göre, enflasyonu belirleyici olan para arzındaki artıştan çok toplam talebi oluşturan harcama kalemlerindeki değişimlerdir ve bu kalemlerin incelenmesi daha uygun olacaktır. (Orhan, 2005;47– 48)

2. Maliyet Enflasyonu

Bu enflasyon türü ayrıntılı olarak III. Bölüm'de incelenmiştir.

2.2.2. Fiyat Endeksleri

Enflasyonun hesaplanmasında en çok kullanılan üç tür fiyat endeksi vardır: (P.A. Samuelson ve W.D. Nordhaus, 1992, 589)

- a) Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) (Consumer Price Index) (CPI)

b) Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) (Producer Price Index) (PPI)

c) GSMH Deflatörü (GNP Deflator)

2.2.2.1. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Dünyada en çok kullanılan fiyat endeksidir. Öyle ki Avrupa'da ve ABD'de enflasyon oranı denildiği zaman akla gelen sadece TÜFE'ye göre hesaplanan enflasyon oranıdır. TÜFE; yiyecek, giyecek, barınma (kira), yakacak, ulaşım, sağlık giderleri, eğitim masrafları ve günlük yaşamın idamesi için gerekli diğer ürünlerin maliyetlerindeki artış oranlarını ölçer. Her devlet hangi ürünlerin TÜFE içinde yer alacağını ve bunların TÜFE içindeki ağırlıklı oranlarını kendisi belirleyebilir. Örneğin Türkiye'de, 1994 krizi sonrasında enflasyon hesaplamasında, TÜFE kapsamındaki malların ağırlıklı oranları değiştirilmiştir.⁷

2.2.2.2. Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE)

Gıda, imalat ürünleri ve maden ürünlerinin de dahil olduğu birçok mal ve hizmet kalemleri üzerinden hesaplanır. TÜFE'ye göre daha detaylıdır.

2.2.2.3. GSMH Deflatörü

GSMH'yı oluşturan tüketim, yatırım, devlet harcamaları, net ihracat gibi bütün elemanları içerir. Nominal GSMH'nın Reel GSMH'ya bölünmesiyle elde

⁷ www.tuik.gov.tr

edilir. TÜFE ve TEFE'den en önemli farkı, değişken-ağırlıklı (variable-weight) endeks olması ve ağırlıklı fiyatların güncel-dönem miktarlarına göre hesaplanmasıdır. Türkiye'de GSMH deflatörü enflasyon hesaplanmasında çoğu kez dikkate alınmamaktadır.⁸

2.2.3. Maliyet Enflasyonu Ve Nedenleri

Maliyet enflasyonu ve nedenleri aşağıda incelenmiştir.

2.2.3.1. Maliyet Enflasyonun Tanımı

Samuelson ve Nordhaus'a (1992) göre, yüksek işsizliğin olduğu ve kaynakların yetersiz kullanıldığı dönemlerde maliyetlerin artmasından doğan enflasyona "maliyet enflasyonu" (cost-push inflation) denilmektedir. (Samuelson, Nordhaus, 1992; 604). Irving S. Friedman, maliyet enflasyonunu, özellikle ücretlerin ve aynı zamanda rant, faiz gibi faktörlerin yükselerek malların satış fiyatını artırması durumu olarak ifade etmiştir. (Orhan, 2005; 58). Bu çalışmanın yazarına göre ise maliyet enflasyonu, tam istihdam ortamında, talep artışı ve emek verimliliğinde bir artış olmaksızın üretim girdilerinin herhangi bir ya da birden fazla bileşeninde (işçilik ücretleri, hammadde fiyatları, vb.) meydana gelen artışların sonucunda ortaya çıkan enflasyon türüdür.

2.2.3.2. Maliyet Enflasyonunun Nedenleri

Maliyet enflasyonunun nedenlerinden başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

⁸ www.tuik.gov.tr

1. Ücretlerdeki artış
2. Hammadde fiyatlarındaki artış
3. Enerji girdi fiyatlarındaki artış
4. Kamu mallarının fiyatındaki artış
5. KDV, gümrük vergileri, vb. hükümetlerin koydukları vergi oranlarındaki artış
6. Tekelci işletmelerin yaptıkları fiyat artışlarıyla neden oldukları maliyet enflasyonu

1. Ücretlerdeki artış

Öçal (1997)'ye göre maliyet enflasyonunun nedeni, kişilerin gelir hadlerinin belirlenmesiyle ilgili davranışlarda bulunmasıdır. (Öçal, 1997; 652).

Gardner Ackley'e göre ise maliyet enflasyonu ücret hadleri üzerindeki işçi sendikalarının baskısından doğmaktadır. (Orhan, 2005; 59). Özellikle sendikaların güçlü ve emeğin kıt olduğu ülkelerde ücret artışlarından kaynaklanan maliyet enflasyonu daha çok görülmektedir. Piyasada tam rekabet koşulları olmadığından ücret artışları, verimlilik de yükselmediği için, direkt olarak fiyatları yükseltmektedir.

Aslında ücret nedeniyle oluşan maliyet enflasyonunu önlemenin tek yolu işletmelerin, verimliliğin artmadığı göz önünde bulundurulduğunda, daha az kar marjıyla çalışmaya razı olmalarıdır. Ancak, işletmelerin kuruluş amacı kar etmek olduğu için işletmeler, maliyetlerinde ücret artışından doğan bu yükü fiyatlarına yansıtmayı tercih etmekte ve sonuç olarak maliyet enflasyonu ortaya çıkmaktadır.

Mevcut istihdam ortamının korunmaya çalışılması da dolaylı olarak maliyet enflasyonuna neden olmaktadır. Ücret düzeyi ortalama verimliliği aşarsa ve mevcut istihdam düzeyi de korunmak istenirse doğal olarak fiyatlar düzeyi artacaktır. Ancak,

topam talebi önleyen, fiyatlar düzeyini sabit tutan bir para ve maliye politikası izlenirse bunun sonucu olarak da işsizlik artacaktır.

2. Hammadde fiyatlarındaki artış

Batılı ekonomistlerin maliyet enflasyonunun nedenleri arasında ihmal ettikleri bu olgu, özellikle gelişmekte olan ülkelerin maliyet enflasyonunu açıklamakta yararlıdır.

Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayinde kullanılan birçok hammadde ithalat yoluyla sağlanmaktadır. Ekonomileri dışa bağımlı olan bu ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları da genellikle başarılı olamamaktadır. Yıllar itibariyle ekonomide aşırı dalgalanmalar görülmekte ve Türkiye örneğinde olduğu gibi ekonomide birkaç yıllık büyümelerin ardından çok büyük oranlı daralmalar meydana gelebilmektedir. Özellikle uygulanan döviz kuru politikalarında yapılan hatalar ulusal paranın ABD doları başta olmak üzere diğer yabancı paralar karşısında aşırı devalüe olmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak da imalatta, ithalat yoluyla sağlanan hammaddenin fiyatı artmakta, üretici de mecburen bunu ürünlerinin fiyatına yansıtmaktadır. (Orhan, 2005; 79)

3. Enerji girdi fiyatlarındaki artış

Petrol, doğalgaz, elektrik gibi enerji kaynaklarının kıt olduğu ülkelerde bu kaynaklar dışarıdan sağlanmaktadır. 1972-1973 yılları arasında görülen petrol krizinde olduğu gibi diğer ülkelere sağlanan bu tür enerji kaynaklarının fiyatlarında meydana gelen aşırı artışlar sanayi ve hatta tarım ürünlerinin maliyetini

doğrudan etkilemekte ve yükselen maliyetler nedeniyle artan ürün fiyatları maliyet enflasyonuna yol açmaktadır.

4. Kamu mallarının fiyatlarındaki artış

Yine gelişmekte olan ülkelerde daha sık görülen bu durumun nedeni, bu ülkelerde serbest pazar ekonomisinin henüz tam anlamıyla gelişmemiş olması ve devletin reel ekonomide çok büyük bir paya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Bütçe açığını kapatmak ya da dolaylı vergilerini artırmak isteyen devlet, Kamu İktisadi Teşekkülü (KİT) ürünlerine yaptığı zamlarla hem fiyat endekslerini yükseltmekte, hem de, demir-çelik gibi önemli hammaddelere yapılan zamlarda olduğu gibi, girdi maliyetlerini artırmaktadır.

5. Hükümetlerin koydukları yeni vergiler ya da mevcut vergi oranlarının artırılması

Kuşkusuz hükümetlerin koydukları yeni vergiler ya da mevcut vergi oranlarını artırmaları doğrudan ürünlerin satış fiyatını etkilemekte ve tüketiciye yansımaktadır. Örneğin Türkiye’de ek vergi adı altında GSM telefonlarıyla yapılan görüşmelere getirilen vergi, telefon görüşmelerinin fiyatını artırmıştır. Öte yandan “sekiz yıllık eğitime katkı payı” adı altında alınan vergi de maliyet enflasyonuna neden olmaktadır.

6. Tekelci işletmelerin yaptıkları fiyat artışlarıyla neden oldukları maliyet enflasyonu

Tam rekabetin yaşanmadığı monopol ve oligopol ekonomilerde ürünlerin fiyatlarını tekelci işletmeler belirlemektedir. Sektörde hâkim durumda bulunan firmalar bir araya gelerek ürünlerin fiyatlarını kendi aralarında belirlemektedirler. Serbest piyasa ekonomisini başarıyla uygulayan ülkelerde bu tür maliyet enflasyonunun ortadan kalkmaya başladığı görülmektedir.

2.2.3.3. Maliyet Enflasyonu ile Talep Enflasyonu Arasındaki Temel Farklar

Gerçekte enflasyonu belirleyici olan sürekliliğine neden olan taleptir. Çünkü maliyet enflasyonu görülen bir ekonomide yeterli talep olmazsa fiyatlar düzeyi daha fazla artmaz. Bu nedenle, maliyet enflasyonunun en sonunda talep enflasyonuna dönüşeceğini söylemek yanlış olmaz. Temelde her iki tür enflasyonda da talep önemli bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte, maliyet enflasyonu ile talep enflasyonu arasındaki başlıca farklar şöyle sıralanabilir:

- 1.** Talep enflasyonunu tüketicinin talebindeki artış belirlerken, maliyet enflasyonunda ürünün girdi maliyetindeki artış belirlemektedir.
- 2.** Talep enflasyonunda dolaşımdaki para miktarında artma olurken, maliyet enflasyonunda bu artış görülmez; ancak fiyatlar ve ücretler artar. Bir sonraki aşamada, doğal olarak tedavüldeki para yetersiz kaldığından para arzı artar. Türkiye’de yaşanan durum buna benzemektedir.

3. Talep enflasyonunda talebin artmasından dolayı üretim ve dolayısıyla istihdam artmaktadır. Maliyet enflasyonunda ise tam tersine ücretler yükseldiğinden ve verimlilik de aynı oranda artmadığından işletmeler işçi çıkarma yoluna giderler ve böylece istihdam azalır.

2.2.3.4. Türkiye’de Maliyet Enflasyonunun Nedenleri

Bu bölümde Türkiye’nin kendine özgü şartları göz önünde bulundurularak, Türkiye’de yaşanmakta olan maliyet enflasyonunun genel nedenlerinin Türkiye için ne kadar geçerli olduğu konusu irdelenmiştir.

1. Ücretlerdeki artış

Türkiye’de henüz Batı ülkelerindeki kadar etkin bir sendikal sistem bulunmamaktadır. Çalışanların çoğu bırakın sendikalı olmayı, sigortalı bile değildir. Bu nedenle, Türkiye’de yaşanan maliyet enflasyonunda ücretlerdeki artışın çok önemli bir etkisi olmadığı görüşündeyiz. Zaten, işçi ve memur ücretlerindeki enflasyon oranının altındaki artışlar da bu savı doğrular niteliktedir. (Orhan, 2005; 116)

2. Hammadde fiyatlarındaki artış

Türk Lirasının başta ABD doları olmak üzere diğer para birimleri karşısında aşırı devalüe olması sonucunda ithal hammadde fiyatları çok yükselmiş ve ürün maliyetleri artmıştır. Hammadde fiyatlarındaki bu artış nedeniyle, Türk Lirası’nın değer kaybetmesiyle ihracatçının diğer ülke ihracatçılarına göre dış pazarlarda

kazandığı görece üstünlüğe rağmen ihracattaki artış firmaların karlılığına aynı oranda yansımamaktadır. Böylece, Türk Lirası'nın aşırı devalüe olması sonucunda hammadde fiyatlarında meydana gelen artışın Türkiye'deki maliyet enflasyonunun başta gelen nedenleri arasında sayabiliriz. (Akgüç, 1989; 769).

3. Enerji girdi fiyatlarındaki artış

Türkiye açısından hammadde fiyatlarını etkileyen enerji girdilerinin başında petrol gelmektedir. 2001 yılının başından itibaren tüm dünyada petrol fiyatları son yılların en düşük seviyelerine gerilemiştir (Kasım 2001 itibariyle petrolün varili USD 16'ya kadar düşmüştür). Ancak, ne yazık ki Türk Lirası'nın ABD doları karşısındaki aşırı değer kaybından ötürü, petrol fiyatlarındaki bu düşüş Türkiye'ye yansımamış; aksine akaryakıt fiyatları hızla artmıştır. Sonuç olarak, dolaylı yoldan da olsa (döviz fiyatlarındaki artıştan ötürü), başta petrol olmak üzere Türkiye'deki enerji girdi fiyatlarındaki artış, yaşamakta olduğumuz maliyet enflasyonunun nedenlerinden biri olmuştur.

4. Kamu mallarının fiyatlarındaki artış

Hükümetin KİT ürünlerine yaptığı sürekli zamlar da hiç kuşku yok ki maliyet enflasyonunun önemli nedenleri arasındadır. Özellikle demir-çelik gibi hammadde sağlayan birçok sektörde tekel konumunda olan KİT'ler yaptıkları fiyat artışlarıyla maliyet enflasyonuna zemin hazırlamışlardır.

5. Hükümetlerin koydukları yeni vergiler ya da mevcut vergi oranlarının artırılması

Vergi gelirlerini yeterince artıramayan ve kayıt dışı ekonomiyi de vergilendiremeyen hükümet, çareyi yeni vergiler koymakta ya da mevcut vergi oranlarını artırmakta bulmaktadır. Bu da direkt olarak ürün/hizmet maliyetlerini artırmakta ve sonuç olarak ürün/hizmet fiyatları yükselmektedir. Böylece, konulan yeni vergilerin ya da vergi oranlarının artırılmasının da Türkiye'deki maliyet enflasyonunun nedenleri arasında olduğunu görülmektedir.

6. Tekelci işletmelerin yaptıkları fiyat artışlarıyla neden oldukları maliyet enflasyonu

Uzun yıllar boyunca Türkiye'nin oligopol ekonomik yapısından kaynaklanan bu tür maliyet enflasyonu, artık ekonomide rekabet ortamının gelişmesiyle birlikte eskisi kadar etkili değildir.

7. Psikolojik enflasyon etkisi

Yukarıda sayılan bütün bu etkenlerin yanında, Türkiye'deki maliyet enflasyonunun etkenleri arasında psikolojik enflasyonu da eklemek gerekmektedir. Burada, psikolojik enflasyonu, toplumun uzun yıllar boyunca yüksek enflasyonist ortamda yaşamasından dolayı kafasında oluşan enflasyon oranı olarak açıklayabiliriz. Yani, enflasyon oranı daha yılın başında toplum tarafından belirlenmekte ve enflasyonun düşmesine inanılmadığından bütün planlar (kira kontratları, sözleşmeler, vadeli alım ve satışlar, vb.) buna göre yapılmaktadır. Hükümetlerin enflasyonu düşürmekte uyguladıkları politikalar da başarısız olunca, toplumun hükümete olan

güveni sarsılmakta ve bu güven bunalımı psikolojik enflasyon oranını pekiştirmektedir.

Finansal varlıkların fiyatları, satın alma gücünün azalmasından (enflasyondan) farklı derecede etkilenmektedir. Sabit getirili finansal varlıkların fiyatlarında enflasyonun etkisi daha şiddetli görüldüğü halde, enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi halen tartışılmakta olan bir konudur. (Akgüç, 1989; 788).

İşletme dışındaki faktörlerin işletme üzerine yüklediği ve yatırımcının çeşitlendirme yöntemi ile ortadan kaldıramayacağı risk primi olarak tanımlanan sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanmakta ve tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkları etkilemektedir. Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda üç ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur. İkinci görüş hisse senedi verimi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedi veriminin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür. Yüksek ve düşük enflasyon oranlarının görüldüğü 1956'dan bu yana araştırmacılar hisse senetlerinin çok zayıf bir enflasyon korunağı olduğunu, enflasyonun büyüme oranlarını negatif etkilemesinden yararlanarak açıklamaya çalışmışlardır (Reilly, 1997;1).

2.3 PETROL FİYATLARI TANIM VE SINIFLANDIRMASI

Petrol koyu renkli, yapışkan ve yanıcı bir sıvıdır. Metan, etan, propan, bütan gibi çeşitli hidrokarbonların bileşiminden oluşan petrolün yoğunluğu kimyasal bileşimine ve yapışkanlığına (viskosite) göre değişmektedir.

Petrolün milyonlarca yıl önce deniz diplerine çöken hayvan ve bitkilerin üzerine, doğal olaylarla yer tabakalarının yığılması ve meydana gelen bu havasız ortamda, uygun ısı ve basınç altında bakterilerinde yardımı ile oluştuğu kabul edilmektedir (Bayraç, 1999, 85).

Dünya'da ve Türkiye'de ekonomik kalkınmanın en temel ağırlıklı enerji girdisi olan petrole, gün geçtikçe daha fazla gereksinim duyulmaktadır. Dünya nüfusunun artması ve teknolojinin gelişimi ile birlikte enerji tüketiminin de artışı, petrol sektöründe yaşanan gelişme ve değişimlerin yakından izlenmesini zorunlu hale getirmektedir.

Petrol günümüz dünya ekonomisi ve siyasetinde tartışılmaz bir öneme sahiptir. Kullanım alanının yaygınlığı arz-talep dengesi içinde bu ürüne bağımlılığı arttırmış ve sonuçta petrol, dünyadaki diğer enerji kaynaklarından ayrılarak stratejik bir konuma gelmiştir. Üretici ve tüketici ülkeler petrolün bu stratejik önemini kısa sürede kavramış ve dünyada ekonomik kalkınma ve büyüme petrole dayalı hale gelmiştir.

Ülkelerin kalkınmasında, vazgeçilemez girdilerin en önemlisi enerjidir. Bugün kişi başına enerji tüketimi kalkınmışlığın ölçütü olarak kullanılmaktadır. Ancak 21. yüzyılda bu göstergenin, enerji tasarrufunu önemseyen ve daha az enerji

tüketimiyle çok daha fazla üretim yapma, düşüncesine doğru kayması beklenmelidir. Enerjinin üretilmesinde kullanılan çeşitli kaynakların başında fosil yakıtlar gelmektedir. Fosil yakıtların başlıcaları; petrol, kömür ve doğal gazdır. Dünyanın bugünkü enerji tüketiminde petrol % 40'lık pay ile ilk sırayı alırken, kömür % 28'lik, doğal gaz % 23'lük paylarla petrolün ardından gelmektedirler. Alternatif enerji kaynaklarının aranması ve enerji alanında kullanılan teknolojilerin geliştirilmesi konusunda harcanan tüm çabalara karşın, bilimsel tahminlere göre önümüzdeki dönemde de enerji talebinde görülecek artışların büyük bir bölümünün, petrol ve doğal gaz ile karşılanması beklenmektedir.

Bu nedenle petrol ve doğal gaz, 2000'li yıllarda da ülkelerin kalkınmalarındaki önemini sürdürecektir ve ekonomik politikalarını yönlendirecektir. Her ne kadar petrol ve doğal gaz tüketiminin gittikçe artacağı varsayımı ile dünya rezervlerinin kısa sürede tükenebileceği düşünülse de, arama teknolojilerindeki yeni gelişmelerle bu rezervlere yenilerinin katılacağı düşünüldüğünde, petrol ve doğal gazın daha uzun yıllar birincil enerji kaynağı olarak dünya ülkelerinin gündeminde kalacağı yadsınamaz bir gerçektir.

Enerjinin elde edilmesinde petrol ve doğal gazın büyük stratejik öneme sahip olması nedeniyle, petrol endüstrisinde söz sahibi olmak isteyen ülkeler ile çok uluslu veya bağımsız şirketler ve kuruluşlar değişen koşulları dikkate alarak, politikalarını ve stratejilerini değiştirmekte ve yatırım planlarını gözden geçirmektedirler.

Küreselleşme eğilimi her alanda olduğu gibi enerji sektöründe de etkisini göstermiş ve geçtiğimiz son dönemde büyük uluslararası petrol şirketleri arasında önemli birleşmeler olmuştur. Bu bağlamda; en azından enerji maliyetlerini düşürmek, teknoloji geliştirmek ve iş kapasitelerini geliştirmek amaçlarına yönelik olarak, BP'nin AMOCO ile TOTAL'ın PETRO FINA ile, EXXON'un MOBIL ile, sonradan BPAMOCO'nun ARCO ile ve TOTAL-PETRO FINA'nın ELF ile

birleşmeleri örnek gösterilebilir. Bu gelişmelerin ışığında, dünya petrol ve doğal gaz rezervlerinin % 70'inden fazlasını elinde bulunduran Orta Doğu, Rusya ve Türk Cumhuriyetleri'nin komşusu olan Türkiye'de de, uzun vadeli petrol ve doğal gaz politikalarının yeniden gözden geçirilmesinde büyük yararlar bulunmaktadır.

Dünyanın en önemli enerji ve sanayi ham maddelerinden biri olan petrolün şimdiye kadar değişik tarifleri yapılmış ve oluşumu konusunda çeşitli varsayımlar ileri sürülmüştür.

2.3.1. Petrol Piyasasının Genel Özellikleri

Petrolün milyonlarca yıl önce deniz diplerine çöken hayvan ve bitkilerin üzerine, doğal olaylarla yer tabakalarının yığılması ve meydana gelen bu havasız ortamda, uygun ısı ve basınç altında bakterilerinde yardımı ile oluştuğu kabul edilmektedir (Bayraç, 1999; 85).

Petrol piyasası kendine özgü aşağıda yer alan bazı ayırt edici özelliklere sahiptir. (Ercan, 1996; 6).

- Petrol piyasasında arz ve talep arasında hassas bir denge vardır. Petrole olan talep normal koşullarda bir anda büyük sıçramalar yapamayacağından, petrol fiyatının kontrolü açısından genelde planlı bir petrol üretim söz konusudur.
- Büyük petrol şirketlerinin uyguladıkları yatırım politikaları, dünya ekonomisindeki dengeleri etkileyebilmektedir. Piyasadaki şirketlerin

uluslararası yatırım kararı almalarında, ülkelerinin politik düşünceleri etkili olmaktadır.

- Petrol arama ve üretimi büyük yatırımlar ve pahalı teknolojiler gerektirdiğinden, piyasadaki kuruluşlar uluslararası teknoloji değişimlerini sürekli izlemek zorunda kalmaktadırlar.
- Uluslararası petrol arama ve üretim anlaşmalarının ülkeler arasında gösterdiği değişiklikler nedeniyle, bu tür faaliyetlere ilişkin muhasebeleştirme ve raporlama uygulamalarında farklılıklar söz konusu olmaktadır.
- Her ülkenin petrol konusuna ayrıcalık getiren yasal bazı düzenlemeleri vardır. Ülkelerin petrol rezervlerinin durumu ve ekonomide petrolün öneminin ağırlığı, petrol kanunlarını şekillendirmektedir.
- Petrole sahip olan ülkeler bu kaynaklarını en iyi şekilde değerlendirmek, ithalatçı durumdaki ülkeler ise, buna en ucuz biçimde ulaşmak istemektedirler. Bu nedenle, piyasanın özelliklerini oluşturan önemli faktörlerden biriside alışveriş yapan ülkelerin özellikleri olmaktadır.

Petrol piyasası aramacılığında başlayıp, taşımacılığı, işlenmesi, pazarlaması ve petrokimya sanayisini de içeren çok geniş bir yapıya sahiptir. Petrolün arama ve çıkarma işlemleri “yukarı pazarlar (upstream markets)”, rafinaj, dağıtım ve pazarlamadan oluşan kısım da “aşağı pazarlar (downstream markets)” olarak adlandırılmaktadır (Soysal, 2003; 13).

Dünyada üretilen petrolün sınıflandırmasında dikkate alınan en önemli faktörler; petrolün özgül ağırlığı, viskozitesi ve içerdiği kükürt miktarı gibi özelliklerdir. API (Amerikan Petrol Enstitüsü) tarafından çıkarılan ve özgül ağırlığa bağlı API gravite tanımı, tüm dünyada petrolün sınıflandırılmasında kullanılan temel ölçü birimlerinden birisidir.

Gravite büyüdükçe yoğunluk küçülmekte ve petrolün kalitesi yükselmektedir. Kolay üretilmesi, taşınması ve işlenmesi nedeniyle, günümüzde dünya petrol talebinin % 90'ı hafif ve orta petrol ile karşılanmaktadır. Hafif petroller (yüksek graviteli) açık kahve, sarı veya yeşil renkli, ağır (düşük graviteli) petroller ise, koyu kahve veya siyah renklidir.

Yüksek graviteli petrolün rafinajından çoğunlukla jet yakıtı, benzin, gazyağı ve motorin gibi hafif ve beyaz ürünler, düşük graviteli petrolün rafinajından ise, daha çok fuel oil, kalorifer yakıtı ve asfalt gibi ağır ve siyah ürünler elde edilmektedir.

Ham petrolün üretim ve rafinerisinde önemli olan diğer bir faktör de, akmaya karşı direnç olarak tanımlanan viskozitedir. Düşük viskoziteli petrollerin üretimi, taşınması ve işlenmesi kolay ve ekonomik olduğundan dünya ticaretinde bu tür petroller tercih edilmektedir.

Ham petrolün rafine edilmesiyle; rafineri yakıt gazı, sıvılaştırılmış petrol gazı (LPG), nafta, normal benzin, süper benzin, kurşunsuz benzin, parafin, solvent, jet yakıtı, gaz yağı, motorin, kalorifer yakıtı, fuel oil, asfalt, madeni yağ vb. ürünler elde edilmektedir. (PIGM, 2000, 53). Ayrıca yukarıda sayılan ürünlerin bir kısmı, petrokimya sanayinde hammadde olarak da kullanılmaktadır.

Petrol sanayisi karmaşık ve dinamik bir yapıya sahiptir. Karmaşıklığın nedeni birbirinden bağımsız ve/veya birbirini etkileyen çok sayıda ve nitelikte siyasal, ekonomik, sosyo-kültürel ve teknolojik etkene bağlı olmasıdır.

Sanayi nitelik itibarıyla sermaye yoğun ve büyük ölçekli olduğundan, burada çalışan firmalar büyük bir ekonomik güç oluşturmakta, ulusal ve uluslararası düzeyde strateji ve politika uygulayabilmektedirler. (Önertürk, 1983; 14).

Sürdürülebilir ekonomik kalkınma için, kesintisiz bir enerji kaynağı gereklidir. Dünya ekonomisinde birçok ülkenin kesintisiz enerji türlerinden birisi olan petrole sahip olma ve/veya kontrol etmek istemeleri, petrolün siyasi açıdan vazgeçilemez bir kaynak olduğunu göstermektedir. Tarihte petrol rezervleri üzerinde hakimiyet kurmak için askeri güç kullanıldığı, birçok çatışma ve savaşın çıktığı görülmüş, günümüzde de görülmeye devam etmektedir.

IEA'nın Dünya Enerji Bakışı 2001'de hazırladığı 2000-2020 dönemini kapsayan enerji projeksiyonuna göre; dünyada enerji kullanımının değiştirilemez biçimde artacağı, fosil yakıtların enerji kaynakları arasında baskın bir konumda olmaya devam edeceği öngörülmektedir. Dünyanın enerji kaynakları gelecek 20 yıllık dönemde artan talebi karşılamaya yeterli olduğu ifade edilmektedir.

Günümüzdeki rezerv, üretim ve tüketim miktarları dikkate alındığında, petrolün 40, doğalgazın 62, kömürün ise, 204 sene daha kullanımının mümkün olduğu tahmin edilmektedir.

2000 yılında küresel enerji tüketiminin % 89'unu sağlayan fosil yakıtların payı artarak 2010'da % 91, 2020 yılında ise % 92'ye yükseleceği düşünülmektedir.

Bu durum gelecek 20 yıl içerisinde, dünya ülkelerinin petrol, kömür ve doğalgazdan oluşan fosil yakıt tüketmeye devam edeceklerini göstermektedir.

Dünya petrol rezervi, 2003 yılında toplam 156,7 milyar tondur. Coğrafi bölgelere göre bu rezervin, % 63,3'üne Orta Doğu, % 14,4'üne Amerika, % 9,2'sine Avrupa-Avrasya, % 8.9'una Afrika, kalan % 4.7'sine ise, Asya-Pasifik bölgesi sahiptir.⁹

Dünya petrol arzını ve dolayısıyla fiyat oluşumunu etkileyen faktörler; ülkelerin stratejik petrol rezervleri, üretici ülkelerin ellerindeki stok durumu, üretim ve taşıma maliyetleri ile mevsim koşulları yer almaktadır. Ayrıca IEA, ABD, Büyük Petrol Şirketlerinin strateji ve yatırım politikaları da arz üzerine etki yapmaktadır.

Fiyatın oluşmasında talep yönünden etki eden faktörler arasında; ekonomik gelişme, bölgesel ekonomik-siyasal-askeri faaliyetlerdeki karışıklıklar, enerji sağlama güvenliğindeki beklentiler ve ulaştırma sektöründe daha kaliteli petrol ürünlerine olan gereksinimin artması yer almaktadır. Son yıllarda ABD, Çin ve Hindistan'ın sürekli büyüyen ekonomisinin yanı sıra Irak ve Suudi Arabistan'daki savaş ve terör olayları önemli bir talep artışını da beraberinde getirmiştir.

Petrol fiyatları, ülke ekonomik performansını etkileyen faktörlerin başında yer almaktadır. Fiyatlarındaki artışın yüksek ve uzun süreli olması, uluslararası ekonomide aşağıda belirtilen değişmelere neden olmaktadır.

- Petrol ithal eden ülkelerin ödemeler dengesi bozulmaktadır,

⁹ BP Statistical Review of World Energy June 2004, s.10

- Petrol ithalatçısı konumundaki ülkelerde enflasyon ve girdi maliyetlerini arttırmakta bu durum da, işsizlik ve dolayısıyla ekonomik krize neden olmaktadır,
- Petrol ithalatçısı ülkelerin uluslararası rezerv gereksinimi de artmaktadır,
- Petrol fiyatında meydana gelen artış sonucu ortaya çıkan ticaret kayması, petrol ithal eden ülkelere, petrol ihraç eden ülkelere doğru bir gelir transferi yaratmaktadır.

Fiyat artışının ekonomi üzerindeki doğrudan etkisinin büyüklüğü genel olarak; petrol maliyetinin milli gelir içindeki payı, nihai kullanıcıların tüketimde tasarruf etme ve verimli kullanma becerisi ile alternatif enerji kaynaklarının kullanımına bağlıdır.

2.3.2. Petrol Fiyatlarının Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Genel anlamda petrol fiyatında meydana gelen artış, ticaret saptırıcı etkileri nedeniyle ithalatçı ülkelere ihracatçı ülkelere gelir transferiyle neticelenmektedir. Bu transferin büyüklüğü petrolün milli gelir içindeki payı ile petrole olan bağımlılık kat sayısına göre değişmektedir.

Ham petrol ile petrolün işlenerek benzin elde edilmesi arasındaki bağlantı da bu bağlamda önemlidir. Bu meydana elektrik gibi petrolün alternatifi olabilecek

ürünlerin petrol veya benzinle üretilip üretilmediği veya alternatif enerjilerin fiyat yükselişinden nasıl etkileneceği de son derece önemlidir. Doğal olarak, petrol fiyatlarındaki artış ne denli büyür ve fiyat artışı ne kadar uzun sürerse, makro-ekonomi üzerindeki etkisi de o denli büyük olacaktır.

Petrol fiyatlarında yaşanan artış sonucunda petrol ithalatçısı olan Türkiye’de ödemeler dengesi kötüleşmektedir. Nitekim Türkiye’nin 2005 yılında 22 milyar dolara ulaşan rekor düzeydeki cari açığın 5 ila 7 milyar dolarlık kısmı sadece bu etki nedeniyle ortaya çıkmıştır. Esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı bir ortamda, kitabi olarak bakıldığında bu kadar yüksek bir cari açığın oluşması durumunda döviz kurlarında yukarı doğru bir sıçrama yaşanması ve açığı düzeltici etki yapması beklenir. Ancak kurda meydana gelecek böyle bir artışın sonucunda, ithal edilen petrol faturasının büyüklüğü de dikkate alındığında ekonomide bir “ters arz flokunun” yaşanmasına, yani bir maliyet enflasyonunun ortaya çıkmasına neden olacağı bilinmektedir.

Dolayısı ile Türkiye gibi petrol bağımlılığı yüksek ülkelerde hükümetlerin, uygulamaya koyduğu birtakım politikalarla yukarıda sözü edilen olumsuz etkileri tümüyle ortadan kaldırması beklenemez. Bu genel doğruya rağmen, 2004-2005 yılları boyunca uygulanmış olan disiplinli, kararlı ve genel olarak birbiriyle uyumlu para ve maliye politikaları sayesinde bu enflasyonist tehlikenin ortaya çıkmadığı görülmüştür. Ancak “cari açığa rağmen kurun hızlı bir artış ve düzeltme sürecine girmemiş olması”, başta ihracat sektörleri olmak üzere bir çok sektörün aleyhine olmakla beraber, en azından petrol faturasının olumsuz etkisinin kontrol edilmesine yardımcı olması nedeniyle Türkiye için bir şans olduğu ifade edilebilir. Bunda sermaye hareketlerinin küresel konjonktürde Türkiye’nin lehine olması kritik unsur olmuştur. 2002 yılından beri doların değer kaybetmesi, Türkiye’de olduğu gibi başta Japonya ve avro bölgesi olmak üzere, pek çok ülke açısından yükselen petrol fiyatlarının yaratacağı zararı kısmen telafi edici olmuştur.

Buna ilave olarak, uluslararası ortamın başka açıdan da Türkiye'nin lehine olduğu görülmektedir. Örneğin, daha önceki yıllarda genel olarak bu tür dış şoklar Türkiye ekonomisini enflasyonist baskılar altına bulunduğu bir ortamda yakalamış iken, 2001 yılında yaşanan derin krizden sonra, son fiyat artışları nispeten ekonomide atıl kapasitenin olduğu, toplam talebin kontrol altında tutulduğu ve sıkı mali disiplinin devam ettiği bir ortamda gerçekleşmiştir. Bu durum esasen küresel anlamda da doğrudur. Genel olarak küresel bir enflasyonist baskının olmadığı bir dönem söz konusudur. Birçok OECD ülkesinde tüketici fiyatları 2003 yılında avro bölgesinde yüzde 2.3'ten yüzde 2'ye, ABD'de yüzde 2.4'ten yüzde 1.9'a gerilemiştir. Japonya'da ise deflasyonist etki kısmen devam etmektedir.

2.3.3. Petrol Ticaretinde Faaliyet Gösteren Uluslararası Organizasyonlar

Sektörde faaliyet gösteren en büyük iki organizasyon OPEC (Petrol Üreten ve İhraç Eden Ülkeler) ve UEA (Uluslararası Enerji Ajansı)'dır.

OPEC, 10-14 Eylül 1960 yılında Bağdat Konferansı sırasında İran, Irak, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Venezuela tarafından kurulmuş olan hükümetler arası daimi bir organizasyondur. Esas amacı üye ülkeler arasında petrol politikalarını birleştirmek ve koordine etmek olup, petrol üreticisi ülkeler arasında petrol fiyatında istikrarı sağlamak, tüketici ülkelere ekonomik, istikrarlı ve verimli bir petrol arzı temin etmek ve ayrıca petrol endüstrisine yatırım yapan yatırımcılara iyi bir gelir sağlamaktır.

1960 yılında beş ülke tarafından kurulan ve ham petrol ihraç eden ülkeler olarak anılan OPEC 1961 yılında Katar'ın, 1962'de Libya Arap Halk Cemahiriyesi'nin ve Endonezya'nın, 1967'de Birleşik Arap Emirlikleri'nin, 1969'da Cezayir'in, 1973'de Ekvator'un ve 1975'de Gabon'un katılımıyla OPEC'in üye sayısı

13'e yükselmiştir. Ekvator üyelikten 1992 yılı sonunda çekilmiştir. Batı dünyasının, petrol üreticisi ülkeler olan OPEC'den yaptığı ithalat 1950'li ve 1960'lı yıllarda her 5-6 yılda bir-iki kat artmıştır. Hızla artan tüketim ve aynı hızda artamayan üretim neticesinde dünya 1974 yılında ilk petrol krizi ile karşı karşıya kalmıştır. OPEC 1974 yılında kendi tabiriyle bu "irrasyonel" gidişi, ham petrol fiyatlarını dört kat arttırarak ve "üreticilerce yönetilen fiyat" mekanizmasını yerleştirerek durdurmak istemiştir.

Ham petrol ihraç eden ülkeler 1974 öncesi topraklarından çıkarılan petrole karşılık, büyük şirketlerle yaptıkları "concession" (imtiyaz) anlaşmaları uyarınca afişe fiyatlar üzerinden (posted price) belirli bir pay alıyorlardı. Bu afişe fiyat büyük uluslararası şirketlerce belirlendiğinden, üretici ülkelerin gelirleri de dolayısıyla bu şirketlerce belirlenmiş oluyordu. Fiyat afişmanının amacı da zaten hükümet paylarının belirlenmesiydi. İmtiyaz sistemi içinde varil başına devlet hissesi çok küçüktü ve afişe fiyatın yaklaşık yarısı civarındaydı. 1971-72'de Tahran Anlaşmasıyla bu durum biraz düzeltilmeye çalışıldıysa da, mevcut sistem içinde bir çözüm yaratamadı. OPEC ülkelerinin giderek düşen gelirlerinin yanı sıra, dünyayı 1974'ün eşiğine getiren diğer ve en önemli faktör de, söz konusu ülkelerin ekonomik gelişmelerinin bağlı olduğu tek kaynak durumundaki petrolün süratle tükeniyor olmasıydı. 1974 krizi ile birlikte petrolün tükenirliği de ilk kez gündeme gelmiş oldu.

2.3.4. Türkiye'de Petrol Fiyatları

Türkiye'de petrol fiyatlarının oluşumunda ve artışında, dünya petrol fiyatları ve döviz kurlarının yanı sıra hükümetin müdahalesi de önem taşımaktadır. Türkiye'de hükümetler akaryakıt ürünlerinin çıkış fiyatları üzerinden ÖTV (Özel Tüketim Vergisi) ve KDV (Katma Değer Vergisi) almaktadırlar.

Daha önce ülke içinde petrol fiyatlarındaki dalgalanmaları azaltan ve biryandan da gelir sağlayan Akaryakıt Fiyat İstikrar Fonu, fonların kaldırılması ile birlikte işlevini maktu bir vergi olan ÖTV'ye devretmiş, Akaryakıt Tüketim Vergisi de bu verginin kapsamına girmiştir.

Günümüzde ürün pompa satış fiyatlarının % 70-75 kadarı ÖTV ve KDV olarak devlete kalırken, yaklaşık % 22'i rafineri fiyatı olmakta ve % 8'i dağıtım payı olarak bayilere ve ana dağıtım şirketlerine kalmaktadır. Ancak vergi miktarı dünya fiyatlarındaki gelişmelere göre, Bakanlar Kurulu tarafından genellikle haftalık olarak revize edilmekte ve bu dağılımdaki oranlar sabit kalmamaktadır (Yıldırım, 2003, 45).

Petrol fiyatlarının 2005 yılı başından bu yana % 55 dolayında artış göstermesi, petrol ithalatçısı konumundaki Türkiye'nin enerji faturasını 4 milyar dolar arttırmıştır. Varil başına 70 doların üzerinde seyreden petrol fiyatlarının, son yıllarda yüksek bir büyüme performansı yakalayan Türkiye'nin büyüme hızını % 2'ye varan oranda azaltacağı ifade edilmektedir.

2.3.5. Türkiye'nin Petrol İthalat Ve İhracatı

Türkiye'nin petrol ithalatının değeri petrol fiyatlarıyla doğru orantılı olarak değişmesine rağmen, ithalatın metrik ton olarak tersi bir seyir izlemiştir. Diğer bir ifadeyle; petrol fiyatları yükseldiğinde daha az, düştüğünde daha fazla petrol ithal edilmiş, ancak petrol talebi fiyatlara karşı esnek olmadığı için ithalatın değeri fiyatlara bağlı olarak değişmiştir (Yıldırım, 2003; 31).

Net petrol ithalatçısı konumunda olan Türkiye'nin ithal ettiği petrolün miktarı ve değeri, genel olarak uluslararası petrol fiyatlarına bağlı olarak değişmeler göstermektedir.

Türkiye'nin toplam enerji ihtiyacının yaklaşık % 44'ü petrolden sağlanmaktadır. Ancak son yıllarda doğalgaz kullanımının artması bu oranın biraz düşmesine neden olmuştur. Türkiye'nin petrol ihtiyacının % 90'ı ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Türkiye'nin toplam ithalatının yaklaşık % 9'unu ham petrol oluştururken, GSMH'nin % 2.27'si petrol ithalatı için harcanmaktadır. Son yıllarda Türkiye'de ithal edilen petrol miktarı biraz dalgalanma göstermekle birlikte, ortalama olarak 23-24 milyon ton dolayında gerçekleşmiştir.

Türkiye, petrol ithalatını, büyük ölçüde Suudi Arabistan, İran, Libya gibi çevresindeki petrol üretimi yapan ülkelerden yapmaktadır. Son yıllarda Rusya ve Türki Cumhuriyetlerden petrol ithalatı konusunda büyük gelişmeler yaşanmaktadır.

Türkiye'de ham petrol ihracatı üretimin çok kısıtlı olması nedeniyle, çok düşük düzeyde, tek seferlik anlaşmalar sonucu gerçekleştirilmekte ve süreklilik arz etmemektedir.

Türkiye'nin çok düşük seviyede olan petrol ihracatı 1999 yılında İtalya'ya 4.3 milyon dolar değerinde petrol ihracatı sonucu, 5 milyon doların üzerine çıkmıştır. Hollanda'ya 1998 yılında 2.6 ve 2000 yılında 4.7 milyon dolarlık petrol ihraç edilmiştir. 2001 ve 2002 yıllarında ABD'ye yıllık 3 milyon dolar düzeyinde petrol ihraç edilmiştir. ABD'nin enerji arzını çeşitlendirme politikasına bağlı olarak Suudi Arabistan, Meksika, Kanada gibi önemli ham petrol tedarikçilerinin yanında, ikincil olarak başvurduğu ülkeler arasına Türkiye'yi de katmıştır (Yıldırım, 2003, 34).

Irak petrollerinin Türkiye üzerinden batıya taşınmasını sağlayan 965 km uzunluğundaki Kerkük-Yumurtalık Boru Hattı, Türkiye'nin üstleneceği stratejik öneme sahiptir. Günde 1,1 milyon ton petrol taşıma kapasitesi olan boru hattı ile 1. Körfez Savaşı öncesinde 700 bin varil petrol pompalanmakta iken, 2001 yılında 230 bin varil, 2002 yılında ise, 175 bin varil petrol taşınabilmektedir. Irak'ta 2003 yılı başında gerçekleştirilen operasyonun ardından hat yoluyla günde 400 bin varil petrol taşınabileceği hesaplanmaktadır.

SSCB'nin dağılmasından sonra, yeni kurulan Kafkasya ve Orta Asya Cumhuriyetlerinin kalkınmalarında katkıda bulunacak hidrokarbon rezervlerinin işletilmesi ve bunların batı pazarlarına ulaştırılması amacıyla, Doğu-Batı Koridoru Projesi geliştirilmiştir. Proje, Trans-Hazar ve Trans-Kafkasya petrol ve doğalgaz boru hatlarının yapımına dayanmakta ve Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) Ham petrol Boru Hattı, Bakü-Tiflis-Erzurum Doğalgaz Boru Hattı ile Hazar Geçişli (Türkmenistan-Türkiye-Avrupa) Doğalgaz Boru Hattı tasarımlarını kapsamaktadır.¹⁰

Hazar petrollerini batı piyasalarına taşıyacak Bakü-Tiflis-Ceyhan Ham petrol Boru Hattı Projesi, Azerbaycan ACG (Azeri-Çıralı-Güneşli) ve diğer projelerden üretilen petrolerin dünya piyasalarına taşınmasını hedeflemektedir. BTC Projesi Azerbaycan-Bakü'den başlamak üzere, Gürcistan-Tiflis yakınlarından geçerek Türkiye-Ceyhan'da sonlanan 50 milyon ton/yıl kapasiteli yaklaşık 1.750 km. uzunluğundaki boru hattında petrol sevkiyatı yapılmaya başlanmıştır. BTC hattı günlük 1 milyon varillik kapasitesi ile dünya üretiminin önemli bir bölümünü taşıyacağı ifade edilmektedir.

¹⁰ <http://mfa.gov.tr/TurkiyeninEnerjiPolitikasi>

Diğer taraftan Doğu-Batı Enerji Koridoru'nun önemli bir parçasını oluşturan ve Azerbaycan'ın Şah deniz sahasında keşfedilen doğalgazın Gürcistan üzerinden Türkiye'ye taşınmasını amaçlayan Bakü-Tiflis-Erzurum Doğalgaz Boru Hattı tamamlanarak devreye alınmıştır. Bu hatlar bugün ikisi de hızla ilerleyen Türkiye-Yunanistan-İtalya ve Türkiye-Bulgaristan-Romanya-Macaristan-Avusturya Doğalgaz Botu Hattı Projelerine bağlandığında koridor tamamlanacaktır.

Türkiye Doğu-Batı Enerji Koridorunun yanı sıra, Kuzey-Güney Eksenini çerçevesindeki işbirliğine de önem verilmektedir. BOTAŞ'ın önümüzdeki yıllarda 30 milyar m³ Rus doğalgazı alması öngörülmektedir. Bu gazın 14 milyar m³'ü Ukrayna-Romanya-Bulgaristan'dan geçen ve kapasitesi arttırılan mevcut Batı Hattı üzerinden, 16 milyar m³'ü Şubat 2003'de devreye giren Mavi Akım Boru Hattı üzerinden alınacaktır. İran'dan gaz alımına ise Aralık 2001'de başlanmıştır.

Doğu-Batı ve Kuzey-Güney eksenli koridorlar aracılığı ile Türkiye, gerek petrol ve gerekse doğalgazın Orta Doğu ve Hazar Bölgelerinden batı piyasalarına aktarımı açısından tam anlamıyla bir enerji köprüsü niteliğine ulaşmış olacaktır.

2.4. ALTIN FİYATLARI VE TÜRKİYE'DE ALTIN BORSASI

Hisse senetlerine alternatif bir diğer yatırım aracı da kıymetli madenlerdir. Kıymetli madenler arasında da altın başta gelmektedir. Yüzyıllar boyunca paranın sahip olduğu fonksiyonları yerine getiren altın, günümüzde çoğunlukla tasarruf aracı olarak kullanılsa da öneminden pek fazla bir şey kaybetmiş değildir. Her ne kadar finansal piyasaların globalleşmesi, yatırım araçlarının çeşitlenmesi, altını daha geri plana itmiş gözükse de, tarihsel ve sosyo-ekonomik nedenlerle özellikle az gelişmiş ülkelerde gözde yatırım aracı olma özelliğini (oran olarak az da olsa) korumaktadır. Ayrıca kriz ve savaş dönemlerinde insanlar tarafından en güvenilir yatırım aracı

olarak algılanmaktadır. Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla gerek ABD’de gerekse ülkemizde yapılan çalışmalar, bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır (Bekçioğlu, 1984;29).

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40/A maddesi hükmüne dayanarak SPK tarafından hazırlanan “Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik”, 03.04.1993 tarih ve 21541 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Genel Yönetmeliğe dayanarak Hazine Müsteşarlığı tarafından “Kıymetli Maden Borsaları Üyelik Yetkisi ve Kıymetli Maden Borsası Aracı Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmelik” 16.10.1993 tarih ve 21730 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

İstanbul Altın Borsası (İAB), son yıllarda kazandığı ivme ile hızla büyümekte olan altın sektörü ile finans sektörü arasında köprü görevini üstlenmenin yanı sıra sektörün uluslararası rekabete açılmasın da aktif rolü ile de önemli bir işlevi yerine getirmektedir. İAB’ nin açılışından günümüze kadar gelinen süreç içerisinde, kıymetli madenlerin dünya piyasalarına paralel şartlarda işlem gördüğü bir piyasa ortamının yaratılmasının yanında altın sektörünü kurumsallaşması, uluslararası rekabete açılması, en önemli ihracat kalemlerinden birisi durumuna gelmesi ve kıymetli madenlere dayalı finansal ürünlerin oluşturulması yönünde önemli mesafeler alınmıştır.

İAB borsa işlemlerine ait özellikler aşağıda yer almaktadır.¹¹

- Borsada 995/1000 ile 999.9/1000 saflıktaki standart altın külçeler üzerinden future sözleşmesi yapılabilmektedir.
- Borsada TL/gr işlemler aynı gün valörlü, \$/ons işlemleri 1 veya 2 işgünü valörlü yapılır.
- Sözleşmelerin vadesi işlemin yapıldığı ay dahil olmak üzere TL üzerinden yapılan sözleşmelerde en çok 6 ayı, ABD doları üzerinden yapılan sözleşmelerde ise en çok 12 ayı geçmemek üzere her ay için tespit edilebilmektedir,
- Piyasada saat 11:00-13:00 ile 15:00-16:30 arası işlem yapılır.
- Verilen emirler 1 kg ve katları biçiminde olurken en küçük işlem limiti 5 kg' dir. En küçük fiyat hareketi TL/gr için 100 TL iken \$/ons için 5 cent olarak belirlenmiştir,
- İşlemler bilgisayar vasıtasıyla borsadaki terminallerden veya merkezi ofislerden alış satış emirleri girilmek suretiyle yapılmaktadır,
- Gerçekleşen alım satım işlemleri üzerinden her üyenin ödeyeceği borsa ücreti sözleşme başına 1,20 ABD doları, takas merkezine ödenmesi gereken ücret ise sözleşme başına 30 Cent' tir,
- Borsada işlem yapabilmek için teminat alınmaktadır. Nakit Türk Lirası, borsa yönetim kurulunca cinsleri belirlenen efektif ve dövizler, borsa yönetim kurulunca şartları belirlenen banka teminat mektupları, her türlü Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu teminat olarak kabul edilir,

Vadesi gelen sözleşmelerin teslimat tarihleri ilgili ayın son üç iş günüdür. Üyeler teslimat yoğunluğuna bağlı olarak gruplandırılarak, Takas Merkezi tarafından

¹¹ İMKB Kılavuzu, 2006; 96

üyelerden, belirlenen tarihlerde yükümlülüklerini yerine getirmeleri istenebilir. Sözleşmenin yapılabileceği son işlem günü ilgili vade ayının son üç iş gününden önceki işgünüdür.

2.5. DÖVİZ KURU

Ekonomilerde döviz kurunda yaşanan bir değişimin (Gül, Ekinci, 2006) genel fiyat seviyesini önemli ölçüde etkileyeceği açıktır. Bu etkilenme dövizin fiyatının yerli para cinsinden artması durumunda, hem ithal edilen tüketim mallarına hem de üretime maliyetlerinde bir atışa yol açarken, aksi takdirde yani yerli paranın değerlenmesi durumunda ise enflasyonun düşme eğilimine gireceği açıktır. Bu nedenle enflasyon ve kur arasındaki ciddi bir ilişkiyi varlığı kolayca görülmektedir.

2.5.1. Nominal Kurların Belirlenmesi Modelleri

Nominal döviz kuru, reel değişkenleri etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Bu yüzden, nominal kurun belirlenmesi mekanizmasına göz atmak gerekmektedir. Krugman (1993)'te de belirtildiği üzere, "İlk bakışta, nominal döviz kurundaki değişikliklerin reel etkileri dikkat çekicidir: sanayileşmiş ülkeler için, özellikle 1980'den beri, nominal döviz kurları mal ve işgücünün görece fiyatlarını hemen hemen bire bir yansıtmaktadır.

Döviz kurunun belirlenmesi üzerine birçok fikir ve model ortaya atılmıştır, ancak, hem teoride iyi olan hem de uygulamada kanıtlanabilen bir model bulmak oldukça zordur. Ampirik çalışmalar bazı sorunlar içermekle birlikte, nominal döviz kurunun belirlenmesi konusunda iki temel yaklaşım vardır.

2.5.1.1. Reel Faktörler

Bu yaklaşıma göre, nominal döviz kuru reel döviz kuru tarafından belirlenmektedir. Bu görüş Satınalma Gücü Paritesi (PPP)'ni esas almaktadır. Satınalma Gücü Paritesi (PPP) Teorisi, döviz kurundaki değişmelerin görece fiyat hareketlerini yansıtmayı gerektirdiğini ifade eder. PPP'nin, döviz kurlarındaki kısa dönemli hareketleri çok iyi açıklamadığı ancak uzun dönemde oldukça anlamlı olduğu bir çok ampirik çalışmada kanıtlanmıştır. Kısa dönemde, döviz kurları görece enflasyon hareketleriyle açıklanamayacak kadar değişkendir. Birçok ekonomistin döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek için "sürünen kur" (crawling peg) uygulamalarını tavsiye etmelerinin temel sebebi budur.

Döviz kuru politikası uygularken, politika yapıcıları açısından temel göstergeler "reel döviz kuru" dur. Reel döviz kurları konusunda bir kaç farklı yaklaşım mevcuttur:

Tek Fiyat Yasası (TFY): Bu yaklaşıma göre, eğer tarife, tarife dışı engel ve taşıma maliyetleri yok varsayılırsa, arbitraj benzer malların çeşitli ülkelerdeki fiyatlarını eşitleyici bir şekilde çalışır. Aşağıdaki eşitlikte bu gösterilmektedir (Frankel, 1996):

$$P_i = sP_i^*$$

P_i Mal fiyatları (* yabancı ülkeyi ifade eder) ve s nominal döviz kurudur.

Mutlak PPP: Benzer mallar için TFY'nin geçerli olması demektir,

$P = sP^*$. $P = sP^*$ ifadesi Mutlak PPP'yi ifade etmektedir.

Mutlak PPP, döviz kurundaki değişmelerin yurt içi ve yurt dışı enflasyon oranlarındaki değişmelerle eşitleneceğini ifade eder. Eğer gerçekte durum böyle olsaydı, döviz kurlarındaki dalgalanmanın çok küçük olması gerekirdi, çünkü ülkeler arasındaki enflasyon farkları oldukça düşüktür. Yani, para birimlerinin değerleri enflasyon farklarından daha fazla değişebilmektedir. Bu yüzden, birçok ekonomist döviz kurundaki dalgalanmaların azaltılması yönünde adımlar atılması (para piyasalarına yapılacak müdahalelerle bu dalgalanmaların azaltılması) gerektiğini ifade ettiler, bazıları ise sabit döviz kurlarına geri dönülmesini tavsiye ettiler.

Görelı PPP: Nominal döviz kurundaki değişmeler iki ülke fiyat düzeyleri arasındaki farkı yansıtmalıdır.

Yani; $\% \Delta P = \% \Delta s + \% \Delta P^*$

Summers ve Heston, (1991) zengin ülkelerin ve fakir ülkelerin fiyat düzeylerinde grup olarak önemli farklar olduğunu göstermişlerdir. Frenkel (1981), PPP'nin sanayileşmiş ülkelerde 70'li yıllarda geçerli olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bir çok ampirik çalışma, satınalma gücü paritesinin kısa dönemde geçerli olmadığını göstermektedir. Yani, farklı ülkelerdeki fiyat değişikliklerinin nominal döviz kurlarındaki değişmeyi yansıtmadığı ve reel döviz kurlarının değişebileceği söylenebilir.

2.5.1.2. Varlık Yaklaşımı Modelleri

Döviz Kuruna Parasalcı Yaklaşım, Esnek fiyatlar-Klasik model: Fiyatların esnek olduğu ve PPP'nin her zaman geçerli olduğu varsayılmaktadır. Esnek fiyatlar varsayımı sebebiyle, bu model orta yada uzun dönemli döviz kuru belirleme modelidir. Bu modele göre döviz kuru, iki farklı para biriminin göreceli fiyatını ifade etmektedir ve iki ülkenin yurt içi para piyasalarındaki dengeleri yansıtmak üzere oluşturulur.

Sabit Fiyat Varsayımı ile Parasal Yaklaşım (Dornbusch, 1976): Bu model, nominal ve reel kurlarda fiyat yapışkanlığı nedeniyle meydana gelen dalgalanmaları açıklayan Hedefi Aşma (Overshooting) modelidir. Kısa dönemdeki fiyat yapışkanlığı nedeniyle, para arzındaki kalıcı değişimler reel para arzında ve nominal faiz oranında değişimlere yol açar. Ekonomideki birimler bunu bildiği için, uzun dönemde, para arzındaki kalıcı bir değişim, nominal kurlar da dahil bütün fiyatlarda değişimlere yol açacağından, uzun dönem kur beklentilerini revize ederler ve kurun kısa dönemde uzun dönem değerini aşmasına sebep olurlar. Zaman geçtikçe, döviz kuru yeni denge noktasına döner.

Reel Faiz Farkları Modeli (Frankel, 1979): Döviz kuruna parasalcı yaklaşımdaki fiyat esnekliği varsayımı nedeniyle, nominal kurdaki değişimler beklenen enflasyon oranındaki değişimleri yansıtır. Yani, örtülü olmayan faiz paritesi koşulundan, yüksek yurt içi faiz oranları ülke parasının değer kaybetmesi gerektiği beklentilerini ifade eder. Bunun aksine, Hedefi Aşma Modeli sabit fiyat varsayımı yapar ve böylece yüksek yurt içi faiz oranı yabancı sermayenin ülkeye girmesine ve ülke parasının değerlenmesine yol açan sıkı para politikası uygulanması anlamına gelir. Bu iki model arasında nominal faiz oranı ve nominal döviz kuru ilişkisi bağlamında bazı çelişkiler vardır. Reel faiz farkları modeli bu çelişkileri açıklığa kavuşturmaktadır.

Bunun yanında, esnek fiyat varsayimli parasalcı yaklaşım, hiperenflasyonlarda olduğu gibi, enflasyondaki dalgalanmanın yüksek olduğu durumlarda nominal döviz kuru davranışını açıklamada oldukça gerçekçi bir yaklaşımdır ve bunun sebebi esnek fiyat varsayımıdır. Sabit fiyat varsayan Hedefi Aşma Modeli 1950'lerde gelişmiş ülkelerde olduğu gibi- enflasyon değişmelerinin küçük olduğu durumlarda açıklayıcı olabilecek bir teoridir. Ancak, Frankel (1979) nominal döviz kuru davranışını 1970'lerde olduğu gibi- ılımlı enflasyon dönemlerinde de açıklayabilecek bir teoriye ihtiyaç olduğunu ifade etmiştir. Frankel tarafından geliştirilen Reel Faiz Farkları yaklaşımı aslında parasalcı yaklaşımın bir türüdür, fakat yukarıda açıklanan iki modeli birleştirmektedir. Bir başka deyişle, bu model, hedefi aşma modelinin fiyat yapışkanlığı ile nominal faiz oranının enflasyonla ilişkilendiren esnek fiyat varsayımını birleştirmektedir.

2.5.2. Döviz Kuru Rejimleri

Döviz kuru rejimi, bir ülke parasının gerçek değerinin belirlenmesinde önemli bir etkidir ve ekonomiyi birçok yönden etkilemektedir. Bu yüzden, bir ekonomide döviz kuru rejiminin seçimi yaşamsal bir öneme sahiptir. Döviz kuru rejimleri aşağıda incelenmiştir.

2.5.2.1. Esnek Kur Rejimleri

Esnek kur sistemi döviz kurunun piyasalarda serbestçe değişebildiği ve döviz arz/talebindeki değişmelerin cari kura yansiyarak dengeyi sağladığı bir sistemdir. Esnek kur sisteminde dış dengenin sağlanması görevi harcama-kaydırıcı bir araç olan döviz kuru değişmelerine bırakılmaktadır. (Güran; 1987,83). Esnek kur rejimleri aşağıda incelenmiştir.

2.5.2.2. Serbest dalgalanma

Kur rejimlerinin en uç iki türünden biri olan “serbest dalgalanma”, dünya ekonomilerinde çok az rastlanan bir sistemdir. Bu rejimde, devletin para piyasalarında hiç bir etkisi yoktur. Bu rejim esneklik sağlar. Para politikası çok etkindir. Büyük miktarlarda rezerv tutmak gereksizdir. İç ve dış şoklar döviz kurundaki değişimler tarafından etkisizleştirilir. Ancak, döviz kurundaki aşırı dalgalanma kaynak dağılımını olumsuz etkiler. Buna ilaveten, serbest dalgalanan kur rejimi sorunlu ekonomilerde enflasyona yol açabilir.

2.5.2.2.1. Yönetimli dalgalanma

Kurun asıl belirleyicisi piyasadır, fakat merkez bankası herhangi bir çıpa olmadan piyasaya müdahale etmeye hazırdır. Bir başka deyişle, belirlenmiş bir kur yoktur fakat politika yapıcılar ekonomik koşullar gerektirdiğinde müdahale edebilir. Müdahaleler genellikle dolaylıdır. Serbest dalgalanmaya göre döviz kurlarındaki dalgalanma daha azdır. Merkez bankasının davranışları şeffaf olmadığı için bu sistem piyasada belirsizliğe ve kararsızlığa sebep olur.

2.5.2.2.2. Band içerisinde dalgalanma

Nominal döviz kuru, önceden belirlenmiş bir merkezi parite etrafında küçük dalgalanmalar gösterebilir. Eğer kur belirlenen bandın dışına çıkarsa para otoritesi müdahale eder. Bandın genişliği değişebilir. Bu sistem hem kredibilite hem de esneklik sağlamaktadır. Kurun band içerisinde dalgalanması şokları absorbe eder.

Diğer yandan, bu rejim dengesiz ekonomilere yönelik spekülâtif ataklar için uygun olanlardan birisidir. Band aralığı daraldıkça sistemin kredibilitesi azalmaktadır.

2.5.2.2.3. Hareketli band

Para otoritesi merkezi pariteyi ilan eder ve kendisini bu pariteyle bağlar. Bu rejim, enflasyonlu ülkelerde “band içerisinde serbest dalgalanma” gibi değerlendirilebilir. Ancak, merkezi paritenin ekonomik koşullara göre değiştirilebilmesi mümkündür. Bu rejim, yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde para birimindeki aşırı değerlenmeyi önler. Bandın genişliği çok önemlidir. Bu rejim, piyasalarda belirsizliğe ve faiz oranlarında dalgalanmaya yol açar.

2.5.2.3. Sabit Kur Rejimleri

Sabit kur rejimleri aşağıda incelenmiştir.

2.5.2.3.1. Sürünen band

Merkezi parite ekonomik koşullara uyarlanmıştır. Parite'nin temel belirleyicisi ödemeler dengesidir. Geçmiş enflasyon farkları da paritenin belirlenmesinde kullanılabilir. Döviz kurunda çok büyük müdahaleler gerekmez. Eğer parite yanlış belirlenirse bu durum, enflasyon beklentilerinin yükselmesine veya ülke parasının aşırı değerlenmesine yol açar. Bu sistem faiz politikaları ile desteklenmelidir.

2.5.2.3.2. Sürünen kur

Nominal döviz kuru ekonomik koşullara göre periyodik olarak ayarlanmaktadır. Band çok dardır ve piyasa bekleyişleri bu sisteme göre düzenlenebilmektedir. Politikaların güvenilirliği yüksektir.

Diğer yandan, bu sistem enflasyona sebep olabilmektedir. Eğer maliye ve gelir politikaları birbiriyle uyumlu değilse bu sistemin çalışması mümkün değildir. Bunun ötesinde, sermaye hareketlerinin serbest olduğu durumlarda kriz ihtimali artmaktadır. Fischer (2001) aynı fikri şöyle ileri sürmektedir: “Uluslararası sermaye hareketlerine açık olan ülkeler için, “kur aralıkları” –gerçekten çok sıkı uygulanmadığı takdirde- uygun değildir”. Sonuç olarak, bu rejimde, politika yapıcılar (ekonomideki karar vericiler) sermaye hareketleri konusunda çok dikkatli olmak zorundadırlar. Bazı Latin Amerika ülkeleri bu rejimi uygulamışlardır (Şili-1985, Meksika-1987, Brezilya-1996) (Wise, Roett, 2000). Buna ilaveten, “Sürünen kur” (crawling peg) rejimi Türkiye’nin 2000 yılı başında uygulamaya başladığı ve yıl bitmeden terketmek zorunda kaldığı stabilizasyon programının önemli bir parçası idi.

2.5.2.3.3. Sabit-fakat-ayarlanabilir döviz kuru

Nominal döviz kuru sabittir fakat merkez bankası bazı sıkı kurallarla sınırlandırılmıştır. Sadece önceden ilan edilmiş bazı durumlarda piyasaya müdahale edebilmektedir. Yani merkez bankası, piyasaya müdahale ederken piyasadaki döviz arz ve talebini göz önüne almaktadır. Söz konusu koşullara (para arzı- talebi, enflasyon beklentileri vs) bağlı olarak müdahale şekillenmektedir. Bu rejim makroekonomik disiplin sağlar, çünkü risk –özellikle dış ticaret işlemlerindeki kur riski- beklentileri azalmaktadır. Devalüasyon olanağı ekonomide bir esneklik anlamına gelmektedir.

Diğer yandan, yüksek devalüasyon oranları belirsizliğe yol açmaktadır. Belirsizlik ise enflasyon beklentilerinde bir artış olarak ortaya çıkmaktadır.

2.5.2.3.4. Para Kurulu

Ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir. Bu sistemde para otoritesi ülke parasını yalnız yabancı para girişi karşılığı basmaktadır. (Özdemir, 2000).

Para Kurulu sistemi çok sıkı kuralları olan bir döviz kuru rejimidir. Para otoritesi, ancak yabancı para karşılığı para basabilir. Yani rezervlerdeki artış kadar para basmaya yetkilidir. Bunun sonucu olarak, merkez bankası artık kredi için son başvuru yeri olmaktan çıkar. Sistemin güvenilirliği (parasal ve mali politikalar açısından) en yüksek noktadadır çünkü bütün ekonomik birimler gelecekteki döviz kurlarını görebilmektedirler.

Ancak, sistem esnek değildir. Eğer ülke ekonomisi görece olarak küçük ise, dış şoklar yalnızca işsizlik ve daralma ile absorbe edilebilir. Bu durum, genellikle iç paranın değerlenmesi ve faizlerin artması şeklinde kendini gösterir. Yani, ülke ekonomisinde yatırımların zorlaşmasına ve bunun sonucu olarak işsizliğin artmasına yol açar.

2.5.2.3.5. Tam Dolarizasyon

Tam dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk ederek yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanmasıdır.¹² Bu, söz konusu ülkenin para politikasını, parasını kullandığı ülkeye teslim ettiği anlamına gelmektedir. Yani, ülkenin bir ulusal parası yoktur ve para politikası parasını kullandığı ülkenin yetkililerince belirlenmektedir. Eğer söz konusu ülke, faizleri düşürürse bu durum bu ülke parasını kullanan diğer ülke tarafından veri kabul edilmek zorundadır. Eğer parası kullanılan ülke politikaları güvenilir ve güçlü ise güvenilirlik en üst seviyededir.

2.5.4. Kredibilite

Sabit döviz kuru ile dalgalı döviz kuru arasındaki en önemli farkın sabit döviz kurunun beklenen etkisi olduğu sık ileri sürülmektedir. Hükümetler, sabit döviz kuru rejimini benimsemekle iki taahhütte bulunmaktadır: Birincisi, emisyon ve kamu finansmanı arasındaki bağlantıyı sona erdirecek finansal politikalar; diğeri ise, sabit döviz kurudur. Merkez bankasının para politikasından, hükümetlerin de döviz kuru politikasından sorumlu olduğu ülkelerde söz konusu taahhütler iki bağımsız resmi organ tarafından gerçekleştirilmektedir.

Eğer söz konusu ayırım politika tutarlılığını sağlayıcı faktör olarak görülürse, bu durum kredibilitiyi artırabilir. Bununla beraber, özellikle gelişmekte olan çok sayıdaki ülkede merkez bankaları bağımsızlıktan yoksundur. Ayrıca, mali açıklar az ya da çok otomatik olarak monetize edilmektedir. Göstermelik de olsa bağımsız parasal otoritelere sahip olan ülkelerde bile performans hedefleri ya önceden tasarlanmış sözleşmelerle veya hükümetle yakın koordinasyon halinde

¹² http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Bulten_Turkce5.pdf

hazırlanmaktadır. Dolayısıyla, kredibilitenin gerçekte bir para politikası taahhüdü yanında döviz kuru taahhüdü tarafından artırılıp artırılmayacağı değerlendirilirken, kurumsal yapının dikkate alınması gerekmektedir.

Her iki döviz kuru rejiminin performansı, uygulama yönünden de incelenebilir. 1980'ler ile 1990'ların başlarındaki hızlı finansal yeniliklerin bir sonucu olarak kredi ve parasal büyüklükler, para politikası göstergesi olma özelliklerini kısmen kaybetmişlerdir. Bu durum, özellikle sanayileşmiş ülkeler için bir realitedir. Benzer süreç, gelişmekte olan ülkeler için de başlamıştır. Bu süreçte ara hedefler ve para politikası göstergesi olarak finansal varlıkların fiyatları daha büyük bir rol oynamaya başlamıştır. Ancak, enflasyon hissedilir bir düzeye ulaştıktan sonra reel faiz oranları doğrudan gözlemlenememekte ve dolayısıyla faiz oranlarını yorumlamak güçleşmektedir. Finansal aktiflerin getiri eğrileri veya vadeli işlemlere uygulanan faiz oranları bu konuda daha fazla bilgi verebilir ancak bu sadece derin finansal piyasalara sahip olan ülkeler için geçerli olabilir. Marjlar içinde bile olsa eğer esneklik olanağı sağlanırsa, döviz kuru bu esneklik sayesinde parasal durumdaki kısa dönem değişmelerin temel göstergesi işlevini yerine getirebilir.

Alternatif olarak, sabit döviz kurunu sürdürmek için döviz piyasalarına yapılacak müdahalenin dozu kısa dönemde para politikasının bir göstergesi olarak öngörülebilir. Ancak, bu yaklaşımın birçok dezavantajı mevcuttur. Birincisi, uluslararası rezervlerdeki hareketlenmeler, yalnızca aşırı talebin bir işareti olarak yorumlanamaz. Bu hareketlenmeler, yalnızca piyasa baskılarını değil; aynı zamanda döviz varlığındaki düzenli ya da yarı düzenli dalgalanmaları da yansıtacaktır. Bu tip dalgalanmaları ortadan kaldırmak için parasal otoriteler döviz akışındaki sezonluk ve diğer durumlar konusundaki piyasa durumunu değerlendirebilmeye gereksinim duyacaklardır. İkincisi, sadece piyasa aktörlerinin kamu otoritelerinin yaptığı müdahalenin geçici olduğunu bilmedikleri ölçüde piyasa, müdahaleyi etkin olarak algılayabilir. Kamu otoriteleri, yaptıkları müdahale konusunda piyasanın ne gibi reaksiyon gösterdiğini anlamaya gereksinim duyacaklardır. Çünkü müdahale,

piyasanın doğrudan reaksiyonu olarak değil; piyasaya karşı otoritelerin, piyasanın da otoritelere karşı bir reaksiyonu şeklindedir. Üçüncüsü, çoğu gelişmekte olan ülkede uluslararası rezervler genelde resmi işlemlerde kullanılmaktadır. Fakat uluslararası rezervler resmi işlemlerin dışında da döviz alım ve satımı, döviz kurlarını etkilemek, rezervleri artırmak veya kamu ekonomik teşebbüslerinin ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılmaktadırlar. Eğer bu işlemler, piyasaya değil de kamu kesimine yönelirse, kamu otoriteleri için müdahaleyi aşırı döviz talebinin bir göstergesi olarak kullanılmak güç olacaktır.

2.5.5. Oynaklık

Dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanması halinde döviz kurlarında meydana gelebilecek büyük değişkenlik, sabit döviz kuru lehine sık dile getirilen diğer bir argümandır. Ancak, bu durum sabit döviz kuru rejiminin dalgalı döviz kuru rejimine göre üstünlüğünü göstermez.

Değişkenlik her zaman kötü değildir; çoğu kez arzulanan ayarlamaları ifade eder. Ayrıca, performansı karşılaştırılan belli bir döviz kuru rejimi kötü bir biçimde icra edilmiş de olabilir. Başarısızlıklar, belli bir döviz kuru rejiminin yaratılışında var olan niteliklerden daha ziyade kötü uygulamalara bağlanabilir.

Döviz kurunun belirtilen bu etkisinin yanında, Abdullah ve Hayworth (1993)'ün belirttiği üzere, döviz kuruna gelecekte yapılması beklenen ayarlamalar, yabancı sermayenin ulusal hisselerine akışını etkileyici bir rol oynarlar. Diğer bir ifade ile izlenen ulusal politikalar veya piyasa ile ilgili etkenler sonucunda ulusal paranın değerinin düşeceği yönündeki beklenti ve bu durumda yabancıların hisse senedine yapacakları yatırımların da döviz kurundan kaynaklanacak kayıplarla karşılaşması

olasılığı vardır. Bu olasılığın varlığı, hisse senedine yapılacak yatırımların düzeyini ve dolayısı ile hisse senedi fiyatlarını etkiler.

2.6. DİĞER MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER

Hisse senedi getirileri makro ekonomik değişkenlerdeki hareketler doğrultusunda performans değişiklikleri göstermektedir. Hisse senedi getirilerini en çok etkilediği düşünülen para arzı, enflasyon, petrol fiyatları, altın fiyatları ve döviz kuru başlıca makro ekonomik faktörler olarak görülmektedir. Hisse senedi getirilerini etkilediği düşünülen diğer makro ekonomik değişkenler olan cari işlemler dengesi, ekonomik ve reel büyüme değişkenleri ise çalışmanın bu bölümünde ele alınmıştır.

2.6.1. Cari İşlemler Dengesinin Tanımı

Cari işlem hareketleri dinamik bir makroekonomi konusudur. Cari işlem fazlaları ya da açıkları bir ülkenin dünyanın geri kalanına karşı alacaklarını veya borçlarını temsil eder ve bu yüzden hane halklarının, firmaların ve kamunun dönemler arası gelir seçimlerini de göstermektedir. İhracat ve ithalatın statik dengesini gösteren tek dönemli cari işlemler teorisi, tek dönemli tasarruf ya da yatırım teorisi ile çok yakından ilişkilidir. Çünkü cari işlem dengesizlikleri dönemler arası tercihlere, açık ve fazlaları sınırlayabilen gelecekle ilgili beklentilere yansır ve bu beklentiler cari işlemlerin yurtiçi denge yönünden tanımlanmasında çok önemli bir rol oynar. (Sachs, 1995).

Kapalı bir ekonomide tüketim cari eşit olmak zorundadır. Dışa açılmayla birlikte uluslararası piyasalardan borçlanabilme fırsatıyla bu zorunluluk ortadan kalkar. Alınan borçlar faiziyle geri ödenir.

Cari işlem fazlalarını, ulusal gelirin yurtiçi harcamalardan farkı, mal ve hizmet ihracatının ithalat ve gelir transferlerinden farkı ya da ulusal tasarrufların yurtiçi yatırımlardan farkı olarak da tanımlayabiliriz. (Sachs, 1995).

Alexander (1952), göreceli fiyatların devalüasyon sonucu değişmesinin geliri de etkilediğini savunmuştur. Eğer ekonomi tam istihdamda değilse, devalüasyon sonucu ulusal paranın değer kaybetmesiyle, ihraç ve ithal mallarına yönelik artan talep bu endüstrilerde üretimi ve çıktıyı arttıracaktır. Yurtiçi üretimde sağlanan bu artış ülke aleyhine olan yurtiçi üretim ile yurtiçi harcama arasındaki farkı (dış ticaret bilançosu açığını) giderici ve dolayısıyla dış dengeyi sağlayıcı etkide bulunur. Belirtmek gerekir ki reel milli gelirdeki yükselme, harcamaları da bir ölçüde artırır. Ancak gelir artışının bir kısmı tasarrufa gideceğinden yurtiçi harcama artışı yurtiçi gelir artışından daha küçüktür. Dolayısıyla da devalüasyon ülke aleyhine bozulan dengeyi sağlayıcı etki doğurur (Seyidoğlu, 2001; 469). Buradaki kritik varsayım marjinal harcama eğiliminin 1'den küçük olduğudur. Marjinal harcama eğiliminin 1'den büyük olması durumunda devalüasyon dış dengeyi olumsuz etkileyecektir.

2.6.2.Cari İşlemler Dengesini Etkileyen Faktörler

Cari işlemler dengesini etkileyen faktörler aşağıda incelenmiştir.

2.6.2.1. Ticaret Hadleri

Uluslararası İktisat Teorisi'nde göreceli fiyatlar, ticaret hadleri ismini almakta ve ihrac mallarının ithal mallarıyla değişim oranı olarak tanımlanmaktadır. Dış ticaret hadleri, bir ülkenin sattığı ve satın aldığı malların fiyatlarındaki değişimler dolayısıyla dış ticarettten kazançlı ya da zararlı çıktığını göstermeye yarayan bir kavramdır (Seyidoğlu, 2001, 639-640).

Dış ticaret kazançlarını farklı yönlerden ölçmek için geliştirilmiş olan farklı dış ticaret hadleri tanımlamaları vardır. Bu tanımlamalar; ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranı olarak tanımlanan net dış ticaret hadleri, ithalat hacim endeksinin ihracat hacim endeksine oranı olarak tanımlanan gayri safi değişim ticaret hadleri, net dış ticaret hadleri ile ihracat hacim endeksinin çarpımı olarak tanımlanan gelir ticaret hadleri ve net dış ticaret hadlerinin verimlilik endeksi ile çarpımı olarak tanımlanan faktör ticaret hadleridir. Dış ticaret hadleri tanımlamaları içerisinde en çok kullanılan net dış ticaret hadleridir.

Bir ülkenin ihrac ettiği mallar en azından birkaç açıdan ihrac ettiklerinden farklılık gösterme eğilimindedir ve ihrac ile ithal malların göreceli fiyatları – ticaret hadleri- talepteki ve arzdeki kaymalar sonucunda değişmektedir. Bu ticaret hadleri değişimi özel tüketim kararlarını etkiler, mevcut endüstrilerin kapanmasına ya da yeni endüstrilerin ortaya çıkmasına neden olur ve bu durum global makroekonomik şokların yayılmasında en önemli kanaldır. Ayrıca dönemler arası ticaret hadleri değişimi ülke refahını da etkiler, bunun temel nedeni ise ticaret hadleri düşen ülkenin her birim ihrac mal karşısında daha az ithal malı elde etmesidir (Obstfeld ve Rogoff, 1996; 235-236).

Ticaret hadlerindeki değişmelerin harcama, tasarruf ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkilerinin incelenmesi açık makroekonomi literatüründe uzun bir geçmişe sahiptir. Dış ticaret hadlerindeki geçici bir bozulma, reel gelirden bir bozulma ve reel faiz oranlarında bir değişme olmak üzere iki etki yaratır. Harcamalardaki düşüş, reel gelirden bir düşüşün fonksiyonu olduğu için reel gelirden bir düşüş negatif doğrudan etkiye ve refah etkisine ve bu yüzden de ticaret bilançosunda bir kötüleşmeye neden olur. Bu, harcama düzgünleştirme (spending smoothing) davranışının bir örneğidir. Reel faiz oranındaki değişme harcamalarda ikame etkisine neden olur. Reel faiz oranları düşerse ikame etkisi, doğrudan etki ve refah etkisini güçlendirecektir ve cari işlemler dengesi bozulacaktır (Svensson ve Razin, 1983; 100).

Dış ticaret hadlerindeki kalıcı bir bozulma ise tüketim ve gelirin aynı oranda azalmasına ve bu yüzden de tasarruf oranında belirsiz bir etkiye sahip olur (Persson ve Svensson, 1985, 44).

Persson ve Svensson (1985), mallar ve finansal aktifler için tam ve mükemmel dünya piyasalarıyla karşı karşıya olan küçük açık bir ekonomiyi ele almışlardır. Yerli ve yabancı mallar olmak üzere ticarete konu olan iki tür mal vardır. Ülke yerli malları üretip ihraç ederken, yabancı mal ithal eder. Her dönemde ekonomi belirli bir fiyat düzeyinde (yabancı mallar cinsinden yerli malları) serbestçe ticaret yapabilir. Benzer şekilde belirli faiz oranında uluslararası kredi piyasalarından borçlanabilir ve borç verebilir. Bu varsayımlarla yalnız geçici ve sürekli şoklar değil, aynı zamanda beklenen ve beklenmeyen şoklarda farklı etkilere sahiptir. Persson ve Svensson'un (1985), modellerinde ticaret hadlerinde geçici bir beklenen bozulma, bugünkü tüketimin gelecekteki tüketim açısından maliyetini artırır. Geçici bir beklenen ticaret hadleri bozulması ile birlikte ortaya çıkan tüketime dayalı reel faiz oranında artış tasarrufu teşvik eder. Bu nedenle beklenen şok durumunda cari işlemler dengesini iyileştirici ve tahmin edilmeyen şok durumunda bozucu etki ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan beklenmeyen kalıcı nitelikte ticaret hadleri bozulması cari işlemler dengesi üzerinde bir etkiye sahip değilken, geçici bir beklenmeyen ticaret hadleri kötüleşmesi durumunda cari işlemler açık verecektir.

Ticaret hadleri, cari işlemlerdeki kısa dönem dalgalanmalarda önemli bir belirleyicidir. Özellikle ticaret hadlerindeki değişimler düşük sıklıkta cari işlem değişmelerini birkaç nedenden etkileyebilir. Ticaret hadlerinde daha fazla dalgalanmalarla yüz yüze olan bir ekonomideki ajanlar, değişen gelir akımları karşısında tüketim akımlarını düzgünleştirmek için önlem olarak daha fazla tasarruf edebilirler. Bununla birlikte ticaret hadleri değişimlerinin yatırım ve bu yüzden cari işlemler üzerindeki etkisi daha az açıktır. Ticaret hadlerinde daha fazla dalgalanma olan ülkeler uluslararası sermaye için daha az ilgi çekici olabilirler. Diğer taraftan, Aizenman (1994) gibi yazarlar çok uluslu şirketlerin arzu ettikleri ticaret hadleri dalgalanmalarından çıkar sağlamada esnekliğe sahip olmak amacıyla ticaret hadleri değişimleri ile üretimlerini ülkelere yayma yöneliminde olduğunu ileri sürmüşlerdir (Chinn ve Prasad, 2003, 51).

Küçük bir ekonominin ticaret hadlerindeki bir değişme, bu tür ekonomilerin cari işlemler dengesi için önem taşıyan, faktör fiyatlarında bir değişme gibi dünya göreceli fiyatlarında temel bir değişimi ve dünya ekonomisinde temel teknolojik değişmeyi yansıtabilir. Hakim yaklaşım bu yüzden iki kritik metodolojik eksikliğin sıkıntısını çekebilir. Birincisi; eğer ticaret hadlerindeki değişme dünya ekonomisinde göreceli fiyatlardaki bir değişimi yansıtıyorsa, bu değişme dünya ekonomisindeki tercihlere veya teknolojilere bazı dışsal şoklarla doğrulanabilir. Bu şokların ticaret hadlerin bir değişim sağlamasından başka anlamları da olabilir. Örneğin eğer ticaret hadlerindeki bozulma küçük bir ekonominin ihraç edilebilir malları üretimindeki dünya çapındaki bir teknolojik ilerlemenin sonucuysa, cari işlemlerin bu değişime cevabının değerlendirmesi bir yandan ticaret hadlerindeki bozulmayı fakat diğer yandan ülkenin teknolojik ilerlemeden hoşnut olduğunu göstermesi gerekir. Bu yüzden cari işlemler dengesi dinamiklerinin geniş kapsamlı bir tartışması içsel değişkenlerdeki değişmelerden daha çok göreceli fiyatlardaki değişmelere sebep olan dünya ekonomisinin temellerindeki değişmelere dayandırılmalıdır (Galor ve Lin, 1994; 1002).

İkincisi; küçük ekonomi açısından dünya göreceli fiyatları ve faiz oranları dışsalken, bunlar dünya ekonomisi açısından birbirleriyle bağlantılıdır. Özellikle ticaret hadleri bozulması sermaye yoğun malların göreceli fiyatlarının artışının sonucuysa, o zaman bu duruma dünya faiz oranlarında bir artış eşlik edecektir. Oysa eğer emek yoğun malların göreceli fiyatlarındaki artışın sonucuysa o zaman dünya faiz oranlarında bir gerileme eşlik edecektir. Bu yüzden cari işlem dinamiklerinin belirlenmesinde dünya faiz oranlarına verilen önem ve ticaret hadlerindeki bozulmaya faktör yoğunluğuna bağlı olarak dünya faiz oranlarında bir artış veya azalış eşlik edebileceği gerçeğinin, literatürdeki ticaret hadlerindeki değişmelerden izolasyonu metodolojik olarak hatalıdır. Cari işlemler dinamiklerinin geniş kapsamlı bir tartışması mal ve faktör fiyatlarının esaslı bir şekilde bağlı olduğu dinamik genel denge modeline dayandırılmalıdır (Galor ve Lin, 1994; 1002).

Backus, Kehoe ve Kydland (1994) ticaret bilançosunun ticaret hadlerinin cari ve gelecek hareketleriyle negatif, geçmiş hareketlerle pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Net ihracat ve ticaret hadleri için karşılıklı kolerasyon fonksiyonunun asimetric şekli yüzünden bu durumu asimetric S eğrisi olarak adlandırmışlar. Ticaret hadlerinde bir değişme, firmanın işgücü talebi kararıyla uyumlu olan üretim ücretleri ile işçilerin işgücü arzı kararıyla uyumlu olan tüketim ücreti arasındaki ilişkiyi değiştirir. Bu durum, işgücü arzında refah etkisine neden olur (Bean, 1986, 38).

Bean (1986), ticaret hadlerinde bir gelişmenin refahta bir artışa ve işgücü arzında bir azalışa neden olacağını ileri sürmüştür. İşgücü talebi ticaret hadleri iyileşmesi meydana geldiği dönemde artar. Sonuçta tüketim ücreti işgücü piyasasını dengeye getirmek için artacaktır. Ticaret hadleri kötüleşmesinin toplam harcamaların durgun durum düzeyi ya da ülkenin net dış varlık pozisyonunu üzerindeki etkisini belirlemek imkanı değildir. Bunun nedeni ikame etkisi ile tamamlayıcılık etkisinin cari işlemler üzerinde rekabet edici etkilere sahip olmasıdır. Sadece tamamlayıcılık etkisinin söz konusu olduğu durumda, alışkanlıkların olduğu ve tüketimde sürekliliğin olmadığı varsayımıyla, ticaret hadleri kötüleşmesinden sonra sürekli gelir

düştüğünden yaşam standardı da düşmek zorundadır. Tamamlayıcılık etkisiyle temsili birey alışılmış yaşam standardını sürdürmek isteyecek, bu yüzden ticaret hadleri kötüleşmesinden sonra tasarruflar düşecek, toplam harcamalar artacak ve ülke cari işlem açığı verecektir. Toplam harcamalar ve ülkenin net dış varlık pozisyonu zamanla azalacaktır. Sürekliliğin olduğu, alışkanlıkların olmadığı varsayımıyla ticaret hadlerinde bir kötüleşmeyle tercihler ikame edilebilirlik özelliği gösterecektir. Ticaret hadlerinde kötüleşme gerçekleştikten sonra tasarruflarda bir artış olacak ve cari işlemler fazla verecektir. Bunun nedenleri şöyledir; Temsili birey, sürekli gelirinde bir düşme yaşayınca net varlık stokunu tüketmeye başlar ve bu stoklarını eski seviyesine getirebilmesi için tasarrufta bulunması birey için optimal davranıştır. Bu yüzden ticaret hadlerinde bir kötüleşmeden sonra toplam harcamalarda bir düşüş oluşacak ve cari işlemler fazla verecektir. Toplam harcamalar ve ülkenin net dış varlık pozisyonu zaman içerisinde artacaktır. (Monsoorian, 1998,77-78).

2.6.2.2. Mali Politikalar

Kamu harcamalarında bir artış yurtiçi yatırım – tasarruf dengesini değiştirerek, tasarruflar için aşırı dış talebi teşvik edecektir. Tasarruflar için yurtiçi talepteki artış dış sermaye akımı yoluyla karşılanmak zorundadır, ancak bu sermaye transferinin gerçekleşmesi için tek yol yerli paranın değer kazanmasıyla cari işlemlerin açık vermesidir (Knight ve Scacciavillani, 1988;10).

Kamu açıklarının birçok etkisi vardır. Ancak bu etkilerin hepsi bir ilk etkiyi takip eder; kamu açıkları ulusal tasarrufu azaltır. Ulusal tasarruf, özel tasarruf ve kamu tasarruflarının toplamıdır. Kamu bütçe açığı verdiği zaman kamu tasarrufu negatiftir ve bu ulusal tasarrufları azaltır (Ball ve Mankiw, 2005; 3).

Mali politikaların, cari işlemler üzerindeki etkisi konusunda literatürde tam bir görüş birliği yoktur. Tartışma mali politikalar üzerine iki zıt görüşten kaynaklanmaktadır. Biri geleneksel görüşe dayanan, kamu açıklarının ekonomide önemli ve zararlı etkileri olduğu görüşüdür. Diğeri ise bütçe açıklarının etkisinin olmadığı Rikardocu görüşe dayamaktadır (Piersanti, 2000, 256).

Sonsuza kadar yaşayan ekonomik bireyler (infinitively lived agents) ve örtüşen kuşaklar (overlapping generations) modellerinin her ikisi ile birlikte dönemlerarası yaklaşımlar cari işlemlerin belirlenmesinde mali politikalar için önemli bir rol önermektedir. Örneğin; kamu borçları, tüketimdeki refah etkisi yoluyla cari işlemleri etkileyebilir. Kamu harcamaları yurtdışı talebin dışlanmasında kısmen yada tamamen rol oynayabilir ve vergi yükü yatırımların konumu kararlarını etkilen bir faktör olabilir. Mali politikanın tam rolü, Ricardo Denkliğinin söz konusu olup olmamasına bağlı olarak, birçok faktöre bağımlıdır.

2.6.2.3. Reel Döviz Kurları

Reel döviz kuru, aynı para ile ölçülmüş yurtdışı fiyatların yurtiçi fiyatlara oranıdır. Diğeri bir ifadeyle reel döviz kuru, nominal döviz kurlarının zaman içerisinde oluşan yurtdışı enflasyon oranı ile yurtiçi enflasyon oranına göre düzeltilmesinden elde edilen kurdur. Döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişki literatürde ilk olarak esneklikler yaklaşımında incelenmiştir. Dış ticarete konu olan malların arz esnekliklerinin sonsuz olması varsayımı altında, herhangi bir ülkenin ticaret ortaklarına olan ithalat talebi ile ticari partnerlerinin söz konusu ülkeye olan ithalat taleplerinin reel döviz kuru esnekliklerinin toplamı birden büyükse, ulusal paranın reel değer kaybı (kazanımı) dış ticaret dengesini pozitif (negatif) yönde, küçükse negatif (pozitif) yönde etkileyecek, bire eşitse etkilemeyecektir (Marshall-Lerner koşulu). Esneklikler yaklaşımında dış ticarete konu olan malların nispi fiyatlarında meydana gelen değişimlerin doğuracağı gelir

hareketlerinin ihmal edilmiş olmasından hareketle Harberger (1950) ile Laursen-Metzler (1950), gelir hareketleri ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin fiyat hareketlerinin aksine pozitif yönlü olduğunu (HLM Etkisi), dolayısıyla, esnekliklerin gelir hareketlerini bastırarak ölçüde birden büyük olması gerektiğini savunmuşlardır. Ulusal para biriminin değerinde meydana gelen değişimler ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin dinamik bir biçimde yorumlanması ise J Eğrisi Hipotezini doğrulamıştır. Bu yaklaşıma göre; ulusal para biriminde meydana gelen reel değişimler ile dış ticaret dengesi kısa dönemde pozitif ilişkili, uzun dönemde ise negatif ilişkilidir. J Eğrisi Hipotezi, kısa dönemde gelir etkisinin, uzun dönemde ise fiyat etkisinin baskın olacağı öngörüsü olarak da değerlendirilebilir. Mundell ve Fleming ise para ve maliye politikalarının döviz kuru rejimine bağlı olarak farklı etkileri olacağını savunmuşlardır. Mundell-Fleming modeli olarak da bilinen bu yaklaşıma göre esnek döviz kurlarında para politikası, sabit döviz kurlarında ise maliye politikası etkilidir.

Döviz kuru tanımlamasının iki standart modeli vardır. Biri beklentilere odaklanan Meade, Fleming ve Mundell'in geleneksel IS-LM açık ekonomi modelidir. Diğer ise portfolyo çeşitlendirmesi ve göreceli varlık arzının önemine dikkat çeker (Dornbusch, 1987, 3).

Dornbusch (1987), döviz kuru değişiminin denge fiyatlar üzerindeki etkisini aşağıdaki faktörlere bağlı olduğunu savunmuştur.

- Malların ikame edilebilirlik derecesi,
- Piyasa yapısı,
- Yerli ve yabancı firmaların göreceli büyüklüğü,
- Piyasa talep eğrisinin fonksiyonel şekli.

Miller (2004), tasarruf yatırım farkının planlanan değerini optimal cari işlemler dengesi olarak adlandırmıştır. Reel döviz kurundaki değişimler planlanan cari işlemler dengesini değiştirdiğinde, ticaret politikası ya da ticaret bilançosunu etkileyen diğer şoklar cari işlemlerin denge değerinde bir değişimle sonuçlanabilir.

2.6.3. Ekonomik Büyümenin Tanımı

Ekonomik büyüme üretim kapasitesindeki artış olarak tanımlanabilir. Yaygın kullanılan üretim fonksiyonlarında sermaye ve işgücü temel değişkenlerdir. Üretim kapasitesindeki artış, sermaye ve işgücü ile gerçekleştirilebilir. Bu fonksiyonunun birinci dereceden türevi alınır, bu özdeşlik bir büyüme denklemine dönüşmektedir. Yani açıklanan değişken nominal GSMH’deki yüzde değişimdir.

Her ekonomide, çıktı üretilebilmesi için fiziki sermaye, beşeri sermaye, (vasıfsız) işgücü ve doğal kaynaklar gibi girdiler girişimciler tarafından farklı teknolojik bilgiler çerçevesinde ve farklı oranlamalarla bir araya getirilir. Gayrisafi milli hasıla ise, belirli bir ülkede belirli bir zaman diliminde (genellikle bir yılda) üretilen bu mal ve hizmet biçimindeki çıktılarının parasal değerlerinin toplamıdır. Söz konusu üretim faktörlerinden sermaye; makinelerin, araç ve gereçlerin, tesislerin, hammaddelerin ve diğer dayanıklı üretim faktörlerinin birikmiş stokunu kapsar. Bu fiziki sermaye stokuna belirli bir dönem içinde yapılan eklemeler yatırım adını alır. Bir ekonomideki işgücü “stoku”, nüfus artışı ve artan bu nüfustan hep belirli bir kısmının (gelecekte) işgücü arzına katılımı ile genişler. İşgücünün vasfı veya niteliği özellikle okullardaki ve işyerlerindeki eğitimler sayesinde geliştirildikçe, ülkenin beşeri sermayesi (human capital) de “artmış” olur. Beşeri sermaye, işgücü tarafından içerilen bilgi ve beceriler toplamı olarak tanımlanabilir. Bazen, işgücünün sağlık ve beslenme ile ilgili “iyi olma” (well-being) durumu da beşeri sermayenin bir parçası olarak kabul edilir (Easterly & Wetzel, 1989; 4).

Ekonomik büyüme, kişi başına reel (yani fiyat değişmelerinden arındırılmış) hasıladaki artışları ima eder. Bu artışlar, ancak uzun dönemde ülkenin üretim ölçeğinin veya potansiyelinin genişlemesi veya daha üretken kullanılması sayesinde ortaya çıkartılabileceğinden, ekonomik büyüme sorunu, genellikle bir uzun vade sorunu olarak kabul edilir. Büyüme, bu nedenle, makroekonomik anlamda daha çok arz cephesince belirlenir. Başka bir deyişle, bir ülkenin üretim olanakları eğrisinin dışarıya veya uzun dönem toplam arz eğrisinin sağa doğru kaymasına yol açan sebepler, ekonomik büyüme kuramlarının konusunu oluşturur. Bu kaymaların arkasında, hükümetlerin, üretim faktörlerinin verimliliklerini artırıcı eğitim ve teknoloji politikalarının ve fiziki sermaye stokunu artırıcı altyapı yatırımlarının da olabileceği açıktır.

Kısa dönemde ise, Keynesgil terimlerle, girdiler henüz tam ve etkili istihdam edilemezken, ülkenin mal ve hizmet piyasalarındaki toplam talep artışları aracılığıyla kişi başına reel gelirden yükselmeler sağlanabilir. Bunda, özellikle hükümetlerin genişletici para, maliye, döviz kuru ve dış ticaret politikalarının etkisi de söz konusu olabilir. Fiziki “cari hasıla”da zaman içinde meydana gelen bu kısa vadeli (üretim ölçeğinden bağımsız) dalgalanmalar büyüme kuramlarının değil konjonktür kuramlarının (business cycle theories) inceleme konusunu oluşturur. İktisadi büyüme kuramları ise, uzun vadede “potansiyel hasıla” veya ülkenin genel üretim ölçeğindeki büyümenin hangi etkenlerce belirlendiği, bunların ekonomik büyümeyi nasıl sağladıkları ve büyüme açısından hangilerinin daha büyük bir öneme sahip olduğu gibi sorularla ilgilenir.

2.6.3.1. Ekonomik Büyüme Kuramlarının Bugünü

Günümüzde ekonomik büyüme süreçlerinin kuramsal ve/veya ampirik analiziyle ilgilenen ekonomistlerin uygulamada çok sık karşılaştıkları iki önemli konu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; Üçüncü Dünya ülkelerinde ve merkezî

planlamacıliktan kısa bir süre önce vazgeçen (Doğu Avrupa) ülkelerinde yoksulluğun öngörülebilir bir gelecekte azaltılabilmesi için güçlü bir ekonomik büyümenin gerekli olduğu iddiasıdır. İkinci konu ise; özellikle Batı Avrupa'nın zengin endüstri ekonomilerinde, kamuoyu ve politikacılar arasında, büyümenin olumsuz ekolojik yan etkilerinin bulunuyor olduğuna dikkat çekilmesidir (Hanusch, 1995; 13). Çeşitli ülkelerde ekonomik büyüme süreçlerinin çevreye verdikleri zararın asgari düzeye indirilmesi, politikacıların görevi olarak görülmektedir. Başka bir deyişle, büyümenin yeni "kalitesi" veya "niteliği" artık birtakım dışsal etkilerin (external effects) varlığına dayandırılmakta ve bu etkilerin, mal ve hizmetlerin niceliksel artışını sınırlayan bir büyüklük olduğu düşünülmektedir. Söz konusu olumsuz dışsal etkiler, ekonomik büyümenin kapsam ve yönünü belirleyen merkezi bir öge olarak kabul edilmektedir.

1980'lerin ortalarına dek ekonomi literatüründeki egemenliğini sürdüren ve "devlet"e ekonomik yaşamda sınırlı bir rol bırakan neoklasik büyüme kuramının niceliksel büyümeye önem veren yaklaşımının ardından, artık, yukarıda özetlenen özelliklerdeki gibi bir ortama girilmiş olması, kökenleri Smith (1776), Schumpeter (1926), Kaldor (1957, 1961) ve Arrow (1962) gibi ekonomistlere dek dayandırılan yeni birtakım yaklaşımların doğmasına yol açmıştır. Özellikle Schumpeter'in icat (invention), yenilik (innovation), yaratıcı yıkıcılık (creative destruction) ve girişimci (entrepreneur) kavramlarını yeniden gündeme getiren bu yeni büyüme modellerinde, teknolojik gelişmenin belirli bir niteliği belirgin bir biçimde ön plana çıkmaktadır: Teknolojik ilerleme hep bazı dışsal etkilerle "birlikte" gerçekleşir. Ancak, bu dışsal etkiler, yukarıda sözü edilen türden olumsuz dışsal etkiler olmaktan çok, üçüncü ekonomik birimler üzerinde olumlu etkiler yapan taşma etkileridir. Artık, ekonomik büyüme kuramlarının yeni bir boyutu vardır: Niteliksel boyut. Üstelik bu niteliksel büyüme sürecinde ortaya çıkan olumlu etkiler, bir yandan (gelişen çevre teknolojisi sayesinde) olumsuz ekolojik etkileri azaltmaya yaramakta, diğer yandan da yeniliklerin temel bir rol üstlendiği bir süreçte yüksek büyüme oranlarına ulaşılmasını sağlayarak reel hasılanın niceliksel olarak artışını da olanaklı kılmaktadır.

Teknolojik gelişme, ekonomik büyüme süreçlerinin analizinde daha çok önemsenir hale geldiği ve beşeri sermaye kavramının büyüme üzerindeki etkileri bu çalışmanın konusunu oluşturduğu için, öncelikle, teknolojik gelişmeden, kökenlerinden, türlerinden ve beşeri sermaye kavramı ile olan ilişkisinden kabaca da olsa söz etmek yararlı olacaktır.

Teknoloji düzeyi; en geniş anlamıyla üretim süreci, ürünün kendisi, üretim ve yönetim organizasyonu, pazarlama ve satış sonrası servis ile ilgili bilgi ve deneyimlerin toplamı veya “stoku” olarak tanımlanabilir. Bu stoktaki artışın yani teknolojik gelişmenin (technological development) ekonomik bakımdan bir anlam ifade edebilmesi için, kar veya zarar etmeyi göze alacak biçimde bir firmada yenilik (innovation) olarak uygulamaya koyulması gerekir.

Yenilikle sonuçlanan teknolojik gelişmelerin kaynağı, ilgili firma açısından içsel veya dışsal olabilir. İçsel kaynaklar arasında (1) firmanın kendi araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) etkinlikleri ve (2) işçilerin, yöneticilerin, mühendislerin, kısacası bir firmanın bütün çalışanlarının iş başındaki deneyimlerinin artışı sayılabilir. Teknolojik ilerlemenin dışsal kaynaklarından belki de en önemlisi, legal veya illegal teknoloji transferidir. Teknoloji transferi dışında, teknolojik gelişmenin ortaya çıkışını etkileyen dışsal nedenler, daha çok ekonomi dışı niteliktedir. Çeşitli ülkelerde ve çeşitli zaman dilimlerinde teknolojik ilerlemenin olduğu ortamlar birbirinden çok farklı veya bazen de benzer özellikte tarihsel, sosyolojik, politik, psikolojik, kültürel, dinsel ve hatta rastlantısal etkenler tarafından oluşturulmaktadır.

Son olarak, hükümetlerin uyguladıkları ekonomik büyümeye yönelik politikalarının yanı sıra eğitim ve teknoloji politikaları da, makroekonomik büyümeyi firmalar açısından mikro ekonomik düzeyde dışsal biçimde yönlendiren etkenler arasında sayılmalıdır. Makroekonomik bir model çerçevesinde, bu tür

hükümet politikaları dışsal sayılabilmektedir. Ancak, gerçekte bu politikaların oluşturulmasında çeşitli baskı gruplarının ve seçmenlerin etkilerinin de bulunduğu göz önüne alınarak, bunlar da, model içinde belirlenen (içsel) büyüklükler haline getirilebilir.

Ekonomik büyümenin en önemli sorunlarından biri de kaynak kullanımındaki etkinliktir. Kaynakların tam kullanılması ve miktarların artırılmasının ekonomik olarak istenilen düzeyde sonuç verebilmesi ancak etkinliğin artırılması ile mümkün olabilmektedir. Diğer bir ifade ile, kaynak kullanımında verimliliğin artırılması ekonomik kalkınma için vazgeçilmez bir unsur olmaktadır. Özellikle, sınırlı kaynaklar ve geri teknoloji kullanmaları bakımından gelişmekte olan ülkeleri dikkate aldığımızda, verimlilik ve verimliliğin artırılması konularında söz konusu ülkelerin ekonomik kalkınma amaçlarına önemli ölçüde katkı sağlamak verimliliğin önemini daha belirgin bir şekilde ortaya koymaktadır.

Verimlilik, en dar anlamıyla üretim faktörleri ile üretim arasındaki ilişkiyi belirleyen bir ölçüt olarak tanımlanabilir. Bu ilişki genellikle kantitatif olduğundan ölçülebilir. Geniş anlamında ise verimlilik, çıktıların ve bu çıktıları elde etmek için kullanılan faktör girişlerinin toplamına oranı olarak tanımlanabilir. Teknolojik ilerlemenin fiziksel çıktı ile fiziksel girdi arasındaki orantıya etkisini gösterir. Diğer bir ifade ile teknik etkenlikteki artışı ölçer. Teknik etkenlikteki artış ise çıktı miktarındaki meydana gelen değişimlerle ortaya çıkar. Yapılan tüm tarımlarda da görüleceği gibi oldukça karmaşık ve belirlenmesi de zor olan bir kavramdır.

Bu bakımdan, verimliliğin belirlenmesinde araştırmacılar daha çok kısmi verimlilik ölçümleri üzerinde durmaktadır. Kısmi verimlilik, belirli bir çıktı miktarının bir veya daha fazla üretim faktörünün miktarına oranı olarak belirlenir. Bu durumda her faktör için verimlilik oranının belirlenmesi mümkün olabileceği gibi, bu faktörlerin ilişkilendirilmesine bağlı olarak emek, sermaye, toprak, ham madde gibi faktörlerin de verimliliklerinden bahsetmek mümkündür.

Verimlilik nispi bir kavramdır. Verimlilik ekonomik birimler arasında önemli bir yere sahiptir. Verimlilik ölçütünü belirleyen kaynak kullanımındaki etkinlikte ortaya çıkmaktadır. İktisadi kalkınma çabası içerisinde olan gelişmekte olan ülkelerde verimlilik düzeyinin genellikle düşük olması ekonominin genel yapısından ve kaynakların kullanılmasında etkinliğin sağlanmasından ileri gelmektedir. Bundan dolayı, verimliliğe kullanılan kaynakların kullanımındaki etkinlik derecesi de denmektedir. Verimlilikte kullanılan girdi ve çıktılarının ölçümlerinin farklı şekillerde yapılabilmesi, verimlilik oranının anlamını veya yorumunu değiştirebilmektedir.

2.6.3.2. Neoklasik Büyüme Modeli Ve Öngörülerinin Başarısızlığı

Solow (1956) anlamında tek sektörlü standart neoklasik ekonomik büyüme modelinin temel varsayımları; ölçeğe göre getirilerin sabit olduğu, sermayenin marjinal verimliliğinin azaldığı, teknolojinin dışsal olarak belirlendiği, faktörler arası ikamenin mümkün olduğu ve bağımsız bir yatırım fonksiyonunun bulunmadığı (tasarruf-yatırım eşitliğinin sağlanması) varsayımlarıdır.

Neoklasik modelde teknoloji ekonomi açısından adeta bir kara kutu (black box) olarak görülmüş; başka bir deyişle, teknolojik ilerlemenin bütünü, mühendislik biliminin bir alt disiplini olarak kabul edilerek ekonomistlerin ilgi alanı dışında bırakılmıştır. Bu haliyle teknolojik gelişme, gökten zembille inermişçesine dışsal ve fen bilimlerdeki tesadüfi ilerlemelere bağlı bir olgu durumuna indirgenmiştir (Hanusch, 1995; 177).

Standart neoklasik büyüme modelinin yukarıda özetlenen varsayımları çerçevesinde Cobb-Douglas tipi bir makroekonomik üretim fonksiyonu yardımıyla, uzun dönemli veya durağan durum (stationary state) büyüme oranının “sıfır” olduğu

sonucuna ulaşılmakta; başka bir deyişle, hükümet politikalarının uzun dönemli ekonomik büyüme üzerindeki etkisi oldukça zayıf kalmaktadır. Model; kamu yatırımlarının, kişi başına gelir ve kişi başına sermaye düzeylerini etkileyebildiğini, ama reel hasılanın uzun dönemli büyüme oranını etkileyemediğini gösterir. Oluşacak dışsal bir teknolojik gelişme ise, sermayenin marjinal verimliliğindeki azalmaların ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisini kısmen telafi edebilir ve bu kaçınılmaz azalmaları “geciktirebilir”. Bu anlamda, neoklasik modelde teknolojik gelişme olduğu sürece pozitif hasıla büyüme oranları elde edilebilir. Bu sırada modelde, nüfus, dışsal olarak belirlenen sabit bir hızla büyümekte ve kişi başına reel hasılanın asıl belirleyicisi olmaktadır.

Neoklasik büyüme modeli, sonuç itibarıyla, teknoloji düzeylerinin bütün ülkelerde tamamen aynı olduğu ve değişmediği varsayımı altında, gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin uzun dönem reel büyüme oranlarının aynı uzun dönem değerine yaklaşacağı ve bu oranın da “sıfır” olduğu sonucunu vermektedir. Bu hipoteze literatürde yaklaşma hipotezi (convergence hypothesis) ve gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ekonomileri yakalamalarına da yakalama süreci adı verilmektedir. Burada, farklı gelişmişlik düzeyindeki ülkeler arasında büyüme oranlarının farklılaşmasına yol açan temel varsayımlar; ülkelerin faktör donanımlarının farklı olduğu ve sermayenin marjinal verimliliğinin azaldığı hakkındadır.

Hipoteze göre, yakalama süreci, zengin ülkelere, sermayenin getirisinin henüz yüksek olduğu gelişmekte olan (sermayesi kıt) ülkelere doğru bir sermaye akışının olduğunu ima eder. Yani uluslararası faiz haddi farklılıkları, sürecin işleyişine eşlik eder ve sermaye akımını uyarır. Ancak, zamanla, uluslararası sermaye hareketleri, faiz haddi farklılıklarının ortadan kalkmasına ve sonuçta ülkelerin reel büyüme oranlarının sıfıra doğru gitmesine ve birbirlerine yaklaşmasına yol açar.

Hipoteze göre, (1) sermayenin işgücünden daha hızlı arttığı bir ekonomide, teknoloji dışsal ve sabitken, faiz hadlerinin düşeceği ve (2) yoksul ülkelerin zengin ülkelerden daha hızlı büyüüp onları er geç yakalayacağı öngörülmektedir. Eş-oranlı bir yatırım, başlangıçta faktör donanımlarının farklı olması nedeniyle, yoksul ülkedeki hasılayı zengin ülkelerdekinden daha hızlı artırır. Böylece, ülkeler arasında büyüme oranları (sonradan birbirlerine yakınlaşacak olmakla birlikte başlangıçta) farklılaşır ve sonuçta, yoksul ülkeler zengin ülkelerin kişi başına reel hasıla düzeyine ulaşırlar.

Ancak, neoklasiklerin saf olarak nitelenen yakınlaşma hipotezinin bu temel öngörülere, ampirik büyüme muhasebesi (growth accounting) çalışmalarının da gösterdiği gibi, Dünya ekonomileriyle ilgili gözlemlere uymamaktadır. Özellikle 20. yüzyıl için yapılan Barro (1991) veya Romer (1994) gibi bazı incelemelere göre, bu dönemde sermaye, işgücü ve sermaye/işgücü oranı artarken, reel faiz hadleri beklendiği kadar azalmamış, sermayenin işgücüne ve hasılaya oranları genelde durgun kalmış, reel ücretler hızla yükselmiş ve ücretlerin toplam hasıla içindeki payı hafifçe yükselmiştir. Yine aynı çalışmalara göre, konjonktürel etkilerden arındırılmış reel hasıla, sözü edilen dönemde, örneğin ABD’de % 3-4 kadar artmış ve bu artışın arkasında sermaye ve işgücü miktarı artışından çok teknolojik gelişme yatmıştır.

İşte yeni büyüme modellerinin bir çıkış noktası da belki burada yatmaktadır. Çünkü saf yakınlaşma hipotezinin öngörülere gerçekleşmemiştir. Daha doğrusu, teknolojinin dışsal ve sabit olduğu varsayımının gerçekçi olmadığı fark edilmiştir. Üstelik Barro’ya (1991) göre, gerçekte sadece koşullu bir yakınlaşma (conditional convergence) ortaya çıkmaktadır. Yani kişi-başına reel gelir düzeylerinin uluslararası düzeydeki yakınlaşması ancak benzer kurumsal (institutional) koşullara sahip ülke grupları içinde gerçekleşebilmektedir. Çünkü, bu süreçte, zengin ülkelerden yoksul ülkelere yapılacak sermaye transferlerinin yakınlaştırıcı etkisi, gelişmiş ülkelerdeki teknolojik gelişmeler tarafından tümüyle bertaraf edilebilecektir. İşte belki de biraz da bu yüzden, artık, büyüme süreçlerinin anlaşılmasında kritik bir role sahip olan

teknolojik gelişmenin bir “kara-kutu” olmak anlamında dışsal olmaktan çıkartılarak ekonomistler tarafından daha yakından incelenmesi kaçınılmaz hale gelmiştir.

2.6.4. Reel Bütçe Dengesi

Bütçenin bilinen en yaygın tanımında bütçe; bir devletin gelir ve harcamalarının tahminlerini gösteren, gelirlerin toplanmasına ve harcamaların yapılmasına izin veren bir kanun olarak tanımlanmaktadır. (Kumcu, Eğilmez, 2002, s.133). Tanımdan bütçe kanunu ile ilgili çıkarılabilecek bazı özellikler mevcuttur. Bunlar;

- Bütçe kanunu 1 yılı kapsayan geçici bir kanundur.
- Yürütme organına (hükümete) yetki veren bir yetki kanunudur.
- Diğer kanunların aksine tahminleri içerir.

Bütçe, kamu kesiminin gelecek bir dönemdeki kaynak-harcama (arz-talep) dengesini ortaya koymakta ve böylece ekonominin bütünü için sağlanan toplam arz ve toplam talep dengesinin bir parçası olmaktadır. Dolayısıyla bütçe, kamu kesiminin (merkez idare ve mahallî idareler) ekonomik bir planı niteliğindedir. Piyasa ekonomilerinde özel kesim yönünden genellikle bir anlamda planlamaya gerek duyulmaksızın ekonomi işlemesine rağmen, kamu kesimi yönünden, böyle bir planlama zorunlu olmuştur. Bununla beraber bütçe, hukuki özellik taşıması ve fiziki dengeler yansıtması gibi temel bazı hususlarda "kalkınma planı" kavramından ayrılır. Bu arada hemen belirtmek gerekir ki, kamu bütçesi bir ekonominin gelecek bir dönemdeki toplam kaynak ve harcamaların tahmin dengesini yansıtan "milli bütçe" den de tamamen farklı bir kavramdır.

Bütçe, millet temsilcilerinden teşekkül eden milli meclislerin merkezi yürütme organını veya mahallî idarelerde bölge halkının, mahallî yöneticilerin faaliyetlerini murakabe etme aracıdır. Parlamenter demokrasilerde millet adına hareket eden meclislerin tasdiki alınmaksızın ülke çapında herhangi bir kamu hizmetinin yapılması, kamu hizmetleri ve kamu gelirlerinin belirlenmesi (hizmetlerin finansman şeklinin tespit edilmesi) mümkün değildir. Bütçenin kanun olup olmadığı konusunda üç ayrı görüş vardır: Bütçe diğer kanunlar gibi hazırlanıp, görüşülüp tasdik edildiği ve yasama organınca kanun olarak çıkarıldığı için maddeten de şeklen de kanundur. Bir diğer görüşe göre mücerret, sürekli ve objektif hükümler taşımadığı ve mali yıl sonunda ömrünü kaybettiği için bütçe ancak şekli yönünden bir kanun olup, öz olarak maddeten bir kanun sayılamaz. Son bir görüşe göre ise; gider kısmı idari tasarruf, gelire ilgili bölümü ise bazen maddi bir kanun bazense idari tasarruf olarak nitelenir.

Türkiye’de bütçenin hukuki yönden ele alındığı ve tarif edildiği görülmektedir. Anayasanın 161¹³, 162, 163 ve 164. Maddeleri bütçe ile ilgilidir. Anayasanın dördüncü kısmında yer alan bu hükümler "Mali Hükümler" alt başlığı altında yer almışlardır.

Kamu bütçesinin temel özellikleri, gördüğü fonksiyonlarla büyük ölçüde ilişkilidir. Bu fonksiyonları denetim, yönetim ve planlama olarak sıralamak mümkündür. Aynı anlama gelmek üzere kamu bütçesi, milletin kendi adına hareket eden otoriteyi denetleme aracıdır. Aynı zamanda kamu yönetiminin ve ekonomik planlamanın bir aracıdır.

¹³ Anayasa Madde 161

A. Bütçenin hazırlanması ve uygulanması

Devletin ve kamu iktisadi teşebbüsleri dışındaki kamu tüzel kişilerinin harcamaları, yıllık bütçelerle yapılır. Mali yıl başlangıcı ile genel ve katma bütçelerin nasıl hazırlanacağı ve uygulanacağı kanunla belirlenir. Kanun, kalkınma planları ile ilgili yatırımlar veya bir yıldan fazla sürecek iş ve hizmetler için özel süre ve usuller koyabilir. Bütçe kanununa, bütçe ile ilgili hükümler dışında hiçbir hüküm konulamaz

Kamu bütçesinin temel prensipleri: Bütçenin temel prensipleri daha önce söz ettiğimiz temel özellik ve fonksiyonların gerçekleşmesi için uyulması zaruri olan prensiplerdir. Genellik ve Birlik prensibi olarak başlıca iki tane temel prensipten söz edilebilir.

- a. Genellik Prensibi: Bütçede bütün kamu gelir (kaynak) ve harcamaların bütün ayrıntılarıyla yer almasına genellik prensibi adı verilir. Genellik prensibinin bir adı tahsis yapmamadır (Ademi tahsis). Bütün kamu gelirleri ve kamu giderlerinin karşılığı sayıldığı zaman genellik kuralına uyulmuş, belirli kamu geliri türleri belirli kamu hizmetlerinin karşılığı sayıldığı zaman, söz konusu prensipten sapılmış olur.
- b. Birlik Prensibi: Bütün kamu kesimi üretici birimlerinin harcama ve gelirlerinin tek bir bütçe içinde toplanmasına birlik ilkesi denir. Bu prensibe göre, bir ülkede kamu, harcama ve gelirleri tek elden tahmin edilmekte, planlanmakta ve dengelenmektedirler. Birlik kuralının diğer bir alanı konsolidasyondur. Kamu üretici birimleri ayrı bütçeler düzenleseler dahi, bu bütçeler bir konsolide bütçe hâlinde toplanır ve birleştirilir.

Türkiye’de bütçenin temel ilkelerinden sapma gösteren en belirgin örnek, mahalli idare bütçeleridir. Buna ek olarak katma bütçeli idareler (Gelirlerini özel gelirleri ile karşılayan ve genel bütçe dışında yönetilen kamu kuruluşları) de genellik ve birlik prensiplerine aykırı olarak genel bütçenin dışında düzenlenmektedir. Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Döner Sermaye İşletmeleri (Genel ve katma bütçeli idarelere bağlı olarak çalışan, ticari, sınai nitelikte faaliyette bulunan fon işletmeleri) fiyat karşılığı mal sattıklarından bu kuruluşların gerçek anlamda bir kamu bütçesi oldukları söylenemez.

Bütçe sistemleri: Bütçe veya bütçeleme sistemlerini bütçenin, denetim, yönetim ve plânlama aracı olmasına hizmet etme özelliğine göre şöyle sıralamak mümkündür: Geleneksel Bütçe Sistemi, Performans Bütçe Sistemi, Plan Program

Bu üçlü ayırım aynı zamanda bütçeleme sisteminin kademelerini de göstermektedir. Bir başka ifadeyle, geleneksel bütçe sistemi sadece denetimi ön plana almakta, performans bütçe sistemi denetimin yanı sıra yönetici başarısını da ölçmekte, plan-program bütçe sistemi ise bütçenin denetim, yönetim ve planlama aracı olma özelliklerinin bütününe yapısında bulundurmaktadır.

Türkiye'deki uygulama: Türkiye'de bütçenin birlik prensibi büyük istisnalar ile birlikte uygulanmaktadır. Merkezi devlet teşkilatının harcamaları ile gelirlerinin dengelendiği genel bütçenin yanında, katma bütçeler, fonlar, KİT bütçeleri ve döner sermaye işletmeleri yer almaktadır. Genel bütçe; yasama, yürütme ve yargı organlarının bütçelerinden müteşekkildir.

Konsolide bütçe: Genel ve katma bütçeli idare bütçelerinin birleşmesiyle ortaya çıkar. Genel bütçeli idarelerin harcamalarına katma bütçeli idare harcamaları eklenmekte, bu toplamdan genel bütçeden katma bütçeli idarelere yapılan hazine yardımları düşülünce, konsolide bütçe harcamalarına ulaşılmaktadır.

Denk bütçe programı şu iki şekilde gerçekleştirilebilir. (Sönmez,1994;32):

- Gelir değişmelerine rağmen, devlet giderlerinin sabit kalması sağlanır
- Vergi gelirinin arttığı refah devresinde devlet harcamaları artırılır, vergi gelirlerinin azaldığı devrelerde ise harcamalar azaltılır

2.7. LİTERATÜR TARAMASI

Makro ekonomik değişkenler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Durukan (1999) yaptığı çalışmada makroekonomik değişkenlerle hisse senetleri üzerindeki ilişkiyi EKYK (En küçük kareler yöntemi) ile ortaya koymaya çalışmış ve makroekonomik değişkenlerin hisse senetleri fiyatları üzerinde direk bir korelasyon konusunda enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, para arzı ve ekonomik aktiviteyi kapsayan makroekonomik değişkenleri inceleyerek bu konuya ampirik bir katkı yapmayı hedeflemiştir. Analiz sonucu elde edilen bulgularda bütünsellik açısından faiz oranının hisse senedi fiyatlarını açıklamada en etkin değişken olduğunu göstermiştir.

Boyd John H.Levine Ross, Smith Bruce (2001)'in yaptıkları araştırmalara göre enflasyon oranlarındaki artış ile finans sektöründe kaynakların etkin dağılımı arasındaki ilişki incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre enflasyon oranları ile finansal sektörün özel sektöre borç verme düzeyi, banka varlıklarının miktarı, bankaların borçlanma araçlarının hacmi arasında kuvvetli negatif bir ilişki vardır. Enflasyon oranları ile hisse senedi piyasasının likiditesi ve ticaret hacmi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Veriler ayrıca enflasyon ile finansal sektörün performansı arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını göstermekte olup, enflasyon yükseldiğinde finansal sektörün performansı düşmektedir. Kaynaklara göre enflasyon ile nominal sermaye getirileri arasında doğrusal olmayan bir ilişki vardır.

Hisse Senetleri borsasında yatırımcılar al/sat kararlarında Temel Değerleme Modelinden (Basic Valuation Model) yararlanırlar. Farklı bir ifade ile, yatırımcılar

yatırım kararını verirken yatırım yapmayı planladıkları hisse senedinin piyasa değeri ile bu hisse senedinden beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri olan hisse senedinin gerçek değerini karşılaştırırlar. Gerçek değerın hesaplanmasında yatırımcıların gelecekteki ekonomik koşullar ile ilgili beklentileri, ulusal ve uluslararası ekonomik yapıların oluşturduğu makroekonomik değişkenlerin analizi sonucu oluşur. Bu beklentiler alım satım kararını ve dolayısı ile, hisse senedi fiyatlarını etkilerler.

Fama (1981, 1990), Chen (1991), Ferson ve Harvey (1991, 1993) ise Amerika'daki ve diğer ülkelerdeki borsalarda, enflasyon, faiz oranı, üretim gibi finansal ve makroekonomik değişkenlerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmalarında değişik düzeylerde, hisse senedi getirileri ile makro ekonomik ve finansal değişkenler arasında ilişki bulmuşlardır (Padhan, 2007; 741).

Hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasında G-7 ülkeleri esas alınarak yapılan benzer bir karşılaştırmada da, uzun süreli dinamik bir ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Bu çalışmanın en önemli bulgusu, döviz kurları ile hisse senedi fiyat hareketleri arasında anlamlı bir bağlantı olduğunu ortaya koyan önceki çalışmaları ret etmesidir. G-7 ülkelerinde bu iki finansal değişken arasında uzun süreli bir ilişkinin olmadığını zaman serisi tahminleri ortaya koymaktadır. Bu finansal değişkenlerden birinin diğerini tahmin etmede oldukça az bir etkiye sahip olduğu diğer bir bulgudur. Bu da söz konusu iki finansal değişkenin tahmin yeteneğinin iki işlem gününden daha fazla olmadığını göstermiştir. G-7 ülkeleri arasında yalnızca bir günlük kısa süreli anlamlı ilişki bulunmuştur. Mesela Almanya'da döviz kurlarındaki kısa süreli bir düşüş hisse senedi fiyatlarını aşağı çekerken benzer bir durum bir gün sonra Kanada ve İngiltere' de görülmektedir. Diğer taraftan, hisse senedi fiyatlarında bugün görülen bir artış ertesi gün İtalya ve Japonya'da döviz kurlarında değişikliğe neden olmaktadır. Hisse senedi fiyatları ile döviz kurlarının birbirinin gelecekteki seyrini etkilemede önemli bir paya sahip oldukları inancının tersine, ulaşılan sonuç

belirli ülkeler arasında söz konusu iki finansal varlığın yalnızca bir günlük bir tahmin gücü olduğunu uygulamada göstermektedir.

Fama (1981) yaptığı çalışmada hisse senedi getirileri ile sanayi üretimi, GSMH, para arzı, enflasyon, faiz oranı ve kapital harcamaları arasında pozitif bir ilişkiyi ve korelasyonu ortaya koymuştur. Benzer sonuçlara Geske ve Roll ile Huang ve Kracaw da ulaşmıştır. Zaman serisi analizlerine dayanan önceki çalışmaların sonuçlarının doğruluğu, Chen vd. nin yaptığı ve Arbitraj Fiyatlama Teorisine dayanan çalışma ile test edilmiştir. Bu çalışmada para arzı, enflasyon, sanayi üretimi, döviz kuru, kısa ve uzun dönem faiz oranları gibi makroekonomik değişkenlerin hisse senetlerinin getirisini etkilediği, Vector Autoregression modeli kullanılarak ispat edilmiştir. Dhakal vd. para piyasasında denge varsayımı altında, hisse senetleri fiyatları ve para arzı arasındaki etkileşimi incelemiştir. Vector Autoregression modeli kullanılarak yapılan çalışma, para arzındaki değişimin üretimi, enflasyonu ve faiz oranlarını etkileyerek hisse senetleri fiyatlarındaki değişime neden olduğunu göstermektedir. Hayworth ve Abdullah yaptıkları çalışmada, para arzındaki ve enflasyondaki büyümenin hisse senedi getirisini olumlu yönde etkilediğini, cari açık, bütçe, kısa ve uzun dönem faiz oranlarının ise hisse senedi getirisini olumsuz yönde etkilediğini göstermiştir.

Erdem ve Arslan yaptıkları çalışmada makroekonomik değişkenler ile İMKB 100 endeksi arasındaki volatilité geçişliliği Ocak 1991'den Ocak 2004'e kadar olan aylık veriler kullanılarak incelemiştir. Değişkenler arasındaki volatilité geçişliliğinin testinde VAR modeli kullanılmıştır. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) modelinden, mevsimsellik ve kriz düzeltilmesi yapılarak elde edilen şartlı varyanslar volatilité yerine kullanmışlardır. VAR modelinden elde edilen sonuçlara göre; faiz oranı, döviz kuru ve M1 para arzından İMKB 100 endeksine tek yönlü volatilité geçişliliğinin olduğunu saptamışlardır.

Türkiye için bu konuda yapılmış pek az çalışma vardır. Yapılan çalışmalardan bir tanesi Güneş ve Saltoğlu'na (1998) aittir. Bu çalışmada 1990-1996 döneminde hazine bonusu getirisi, bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranları, İMKB işlem hacmi, İmalat Sanayi endeksi, enflasyon, M2Y, Merkez Bankası Parası, Rezerv para, ABD doları getirisi, Alman Markı getirisi ve bu iki dövizden oluşan döviz sepeti getirisi ile İMKB getirisi arasındaki korelasyona bakılmıştır. Çalışmanın sonucunda sadece İMKB işlem hacmi ile İMKB getirisi arasında yüksek bir korelasyona rastlanmıştır.

Türkiye için yapılan diğer bir çalışma Muradoğlu, Metin ve Ardaç'a (2001) aittir. Bu çalışmada M1, M2, dolaşımdaki para, bankalar arası gecelik faiz oranı, döviz kuru gibi parasal değişkenler ile hisse senetlerinin getirisi arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı eşbütünleşme yöntemi ile araştırılmıştır.

Sonuç olarak, düşük enflasyon dönemi boyunca daha yüksek getiri sağlaması, sözü geçen bu kazançların büyüme oranı ile enflasyonun doğrudan doğruya karşılaştırılması ile açıklanabilir. Özellikle, düşük enflasyon dönemi boyunca kazançların büyüme oranı genellikle enflasyon oranını asmaktadır. Buna karşılık yüksek enflasyon dönemlerinde ise kazançların büyüme oranı enflasyon oranından daha küçük olmaktadır. Oran olarak düşük enflasyonun yaşandığı 1982'den buyana özellikle 1995 yılında ABD hisse senedi piyasasının genellikle kar etmiş olması bunu ispat etmektedir ve enflasyon oranı azalıyor iken kar payı büyüme oranındaki bir artış hisse senedi getirisinin çok yüksek olması sonucunu doğurmaktadır (Reilly, 1997; 17). Ampirik gözlemlerde reel faiz oranını belirlemek ve beklenen enflasyonu tahmin etmek gibi bazı problemlerle karşılaşılmaktadır. Çünkü çoğu enflasyon tahminleri, enflasyon rakamını tam olarak yansıtmayan Tüketici Fiyat Endeksi'nden (CPI) yararlanılarak elde edilmektedir. Bunun yanında başka tahmin problemleri de vardır. Bu problemlerin başında, 1960 öncesine kadar enflasyon ile faiz oranları arasındaki bir ilişkinin varlığına yönelik çok az kanıt olmasıdır. Aynı zamanda 1960'a kadar olan dönemin tahmin farklılığından dolayı böyle bir ilişkinin

kurulamayabileceğinden de bahsedilmektedir. Çünkü 1960 öncesine kadar enflasyon tahmin edilemiyordu ve etkileri de buna bağlı olarak tesadüfi olmaktadır. (Nastasi, 1998).

Para arzı ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkilerin incelenmesi Palmer (1970) ve Pirinkel (1971)'e dayanmaktadır. Yazarlar para arzındaki bir değişimin hisse senedi fiyatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Daha sonra Abdullah ve Hayworth (1993) vd, Alexakis vd. (1996) yaptıkları çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Bu konudaki genel kanı para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki değişimler, genel ekonomi üzerindeki dolaysız etkilerinden dolayı, öncelikle, finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca, para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı rol oynayacaktır. (Durukan, 1999).

Diğer yandan Cooper (1974) ve Rozeff (1974) ise çalışmalarında para arzı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyle ilgili olarak hisse senedi fiyatlarının para arzının nedeni olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Daha sonra James vd. (1985) VARMA modeli kullandıkları çalışmalarında ve Thornton (1993) tarafından İngiltere için yapılan çalışmada elde edilen bulgularda diğer iki çalışmayı destekler niteliktedir.

Modigliani ve Cohn (1979), para illüzyonu sebebiyle yatırımcıların yatırımlarını değerlendirirken yanlış bir şekilde nominal ıskonto oranını kullandıklarını ifade etmişlerdir. Bu konuda Mascaro ve Meltzer (1993), enflasyon belirsizliğinin enflasyon düzeyiyle pozitif ilişkili olduğunu ve enflasyondaki belirsizliğindeki artışın paraya olan talebi artırarak hisse senetlerine olan talebi azaltacağını söylemişlerdir. Feldstein (1980) ve Feldstein ve Summers (1979), enflasyondaki beklenmeyen artışın, duran varlıklar için ayrılan amortismanlardan

sağlanan vergi kalkanının reel değerini azaltması sebebiyle hisse senedi değerini düşüreceğini ifade etmişlerdir.

Aggarwal (1981) ve Solnik (1987) hisse senedi fiyatları ve döviz kuru değişimleri arasında pozitif bir ilişki bulmuşken, Soenen ve Hennigar (1988) negatif bir ilişki bulmuştur.

Aggarwal (1981), 1974 - 1978 dönemindeki aylık ABD hisse senedi fiyat verileri ve efektif döviz kurlarını kullanmıştır. Basit regresyon sonuçlarına dayalı olarak vardığı sonuçlar, hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğu ve ilişkinin uzun dönemle karşılaştırıldığında kısa dönemde daha güçlü olduğunu göstermiştir.

Fama (1981), hisse senedi fiyatlarıyla reel faaliyetler, enflasyon ve para arasındaki etkileşimi incelemiş ve hisse senedi getirileri ile endüstriyel üretim, GSMH, para arzı, faiz oranı ve enflasyonun gecikmeli değerleri gibi reel değişkenler arasında güçlü bir pozitif korelasyon tespit etmiştir.

Chen vd. (1986)' nin yaptığı ve Arbitraj Fiyatlama teorisine dayanan çalışma ile test edilmiştir. Bu çalışmada sanayi üretimi, para arzı, enflasyon döviz kuru, kısa ve uzun dönem faiz oranları gibi makroekonomik değişkenlerin hisse senetlerin getirisini etkilediği, VAR(Vector Autoregression) modeli kullanılarak kanıtlanmıştır. Dhakal vd. (1993) para piyasasında denge varsayımı altında, para arzı ve hisse senedi fiyatları arasında korelasyonu incelemiştir. VAR tekniğini kullanarak yaptığı çalışmada, para arzındaki değişimin üretimi, enflasyonu ve faiz oranlarını etkileyerek hisse senedi fiyatlarındaki değişmeye neden olduğunu göstermiştir.

Solnik (1987), döviz kuru, faiz oranları ve enflasyon beklentisindeki değişimler gibi birkaç değişkenin hisse senedi fiyatlarına etkisini araştırmıştır.

Çalışmada, dokuz piyasanın (ABD, Japonya, Almanya, İngiltere, Fransa, Kanada, Hollanda, İsviçre ve Belçika) aylık verileri kullanılmıştır. Yazar, çalışmasında kur değişikliklerinin ABD hariç, diğer tüm ülkelerde hisse senedi fiyatlarını pozitif olarak etkilediği sonucuna varmıştır.

Cook ve Hahn (1988) ve Smirlock ve Yawitz (1985), faiz oranlarındaki düşüşün iyi, yükselişin ise kötü sinyal verdiğini, kısa dönemde ilan etkisinin (announcement effect) orandaki artışla negatif, orandaki azalışla pozitif yönde olduğu konusunda kanıtlar sunmuşlardır. Kısa süreli hisse senedi getirilerini konu alan bu çalışmalar, faiz oranlarındaki değişikliğin finansal piyasalarda ilan etkisi yarattığını ve tepkinin çok hızlı olduğunu göstermiştir. Bununla beraber, hisse senedi piyasalarında uzun süreli performansın Fed ıskonto oranıyla ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Yazarlar ayrıca, ıskonto oranının düşüşünü takiben hisse senedi getirilerinin, oranın düşüşünü takiben ortaya çıkan getiri hareketlerinden daha yüksek ve daha istikrarlı olduklarını iddia etmişlerdir.

Brown ve Otsuki (1990) Arbitraj fiyatlama teorisine dayanarak yaptıkları çalışmada para arzı, sanayi üretim endeksi, petrol fiyatları, döviz kuru gibi makro değişkenlerin, Japon hisse senedi getirisini etkileyen değişkenler olduğunu göstermiştir.

Hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi ülke bazında inceleyen çalışmalara bakıldığında, Ma ve Kao (1990) 1973:06 - 1983:12 tarihleri arasındaki aylık verileri kullanarak 6 gelişmiş ülkede (İngiltere, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya) yaptıkları çalışmalarında, kurlardaki bir yükselişin ihracat ağırlıklı ekonomilerde hisse senedi fiyatlarını olumlu olarak etkilediğini, ithalat ağırlıklı ekonomilerde ise tam tersi bir durumun var olduğunu belirtmişlerdir.

Bulmash ve Trivoli (1991) çalışmalarında, hisse senedi fiyatlarıyla makroekonomik değişkenlerin ilişkisini tanımlayabilmek ve hisse senedi fiyatlarındaki gecikmeli etkileri açıklayabilmek için bir model geliştirmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda, hisse senedi fiyatlarının, bazı ekonomik göstergelerin gecikmeli değerleri ile tahmin edilebileceği sonucuna varmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre para arzının, bir, üç ve oniki ay gecikmeli değerlerinin, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif yönde bağlantılı olduğunu bulmuşlardır. Bununla birlikte, faiz oranlarının hisse senedi fiyatları üzerinde negatif yönde etkisinin olduğu ve enflasyonun herhangi bir etkisinin olmadığı araştırma sonucunda tespit edilmiştir.

Abdullah ve Hayworth (1993) yaptıkları çalışmada, enflasyon ve para arzındaki büyümenin hisse senedi getirisini pozitif yönde etkilediğini, bütçe, cari açık, kısa ve uzun dönem faiz oranlarının ise hisse senedi getirisini negatif yönde etkilediğini göstermiştir.

Mukherjee ve Naka (1995), altı adet makro ekonomik gösterge, döviz kuru, para arzı, enflasyon, endüstriyel üretim, uzun dönem devlet tahvili faiz oranı, vadesiz ödünç faiz oranı ile Tokyo Hisse Senedi Borsası endeksi arasında herhangi bir etkileşim olup olmadığını araştırdıkları çalışmalarının sonucunda, hisse senedi fiyatlarında bu değişkenlere ait etkilerin olduğunu tespit etmişlerdir.

Reilly (1997), hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında ve kar marjı ile öz sermaye verimliliğini açıklamaya yardımcı olan enflasyon arasında negatif bir korelasyonun olduğunu ortaya koymuştur. Hisse senedi getiri analizi ve öz sermaye verimliliği sonuçları göstermiştir ki, nispeten düşük enflasyonun yaşandığı 1956-1967 ve 1982-1995 dönemleri arasında, yüksek enflasyonun yaşandığı 1968-1981 yılları arasına göre reel hisse senedi getirisi ve öz sermaye verimliliği düşük enflasyonun yaşandığı dönem boyunca daha yüksek olmuştur.

Yılmaz vd.(1997), 1990:01-2003:12 dönemi için hisse senedi fiyatlarıyla bazı makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Araştırmalarında, açıklayıcı değişken olarak tüketici fiyat endeksi, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksini kullanmışlardır. Araştırmalarının sonucunda, kullandıkları analiz yöntemine göre makro ekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasında farklı derecelerde ilişki tespit etmişlerdir.

Kargı ve Terzi (1997) İMKB, Enflasyon, Faiz Oranları ve Reel Sektördeki nedensellik ilişkilerinin VAR modeli ile açıklanmasına yönelik yaptıkları çalışmada enflasyonda meydana gelen değişmelerin önemli bir bölümü faiz oranları tarafından açıklanırken, hisse senetlerinin getirilerinin enflasyondaki değişmelerinin çok az bir bölümünü açıklayabildiğini ortaya koymuştur. Enflasyon ise hisse senetlerinin getirilerindeki değişimin önemli bir bölümünü açıklamaktadır. Dolayısıyla korelasyon karşılıklı olmaktan ziyade enflasyonun hisse senetlerinin getirilerini açıklayabildiği şeklindedir.

Kargı (1998) tarafından 1986-1995 dönemine ilişkin İMKB endeksi, cumhuriyet altın fiyatları, dolar, mark, para arzı ve 1 yıllık mevduata uygulanan faiz oranları kullanılarak yapılan çalışmada, genellikle tüm değişkenlerde ilk dönemlerdeki tepkinin yeterince güçlü olmadığı daha sonraki dönemlerde ise belirginleştiği görülmüştür.

Maysami ve Koh tarafından (2000; 79-96.) yılında Singapur borsası hisse endeksi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan çalışmada, enflasyon, para arzı, kısa ve uzun vadeli faiz oranları ve döviz kurları ile hisse senetleri arasında ilişki olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, borsanın döviz kurlarına karşı duyarlı olduğu açıklanmıştır.

Akkum ve Vuran (2000) yaptıkları akademik çalışmada hisse senedi getirileri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkileri açıklayan denklemlerde, döviz kurları, M1 olarak dikkate alınan para arzı, enflasyon oranı, piyasa faiz oranı ve vade riskinin getirileri açıklayan diğer faktörler olarak yer aldıkları görülmektedir. Bu faktörlerin birlikte getirilerdeki değişimleri açıklayıcı gücü yüksek çıkmasına karşın, getiriler ile aralarında beklenen ilişkilerin tümüyle elde edilemediği görülmektedir. Çalışmada getiriler ile döviz kurları arasında beklendiği yönde negatif ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu husus Türkiye’de dövizin ve özellikle Amerikan Doları ve Euro’nun yatırımcıların portföylerinde hisse senetlerine alternatif olduğunu doğrulamaktadır. Yine çalışmanın bulguları para arzı ile getiriler arasında beklenen pozitif ilişkinin genelde görülemediğini göstermiştir. Bu husus Türkiye’de araştırma döneminde para arzında yaşanan bir genişlemenin toplam talebe etkisi nedeniyle hisse senetlerinin fiyatının artmasına neden olmadığını belirtmektedir.

Rapach (2001) çalışmasında, 16 ayrı endüstrilemiş ülke için enflasyonla hisse senedi fiyatları arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemiş, çalışma sonucunda ise, enflasyon trendindeki bir yükselmenin, reel hisse senedi değerinde güçlü bir azalmaya neden olmayacağı sonucuna varmıştır. Chopin ve Zhong (2001), enflasyonla hisse senedi etkileşimini inceledikleri çalışmalarında, bu iki değişken arasında güçlü negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Apergis ve Eleftheriou (2002), Yunanistan’ da hisse senedi fiyatlarıyla enflasyon ve faiz oranları arasındaki etkileşimi incelemiştir. Çalışma sonucunda, enflasyon ve faiz oranları arasındaki sıkı ilişkiye rağmen, Atina Hisse Senedi Borsası’ndaki hisse senedi fiyatlarının, faiz oranlarından ziyade enflasyondan etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Morelli (2002) çalışmasında, aylık İngiltere verileri için koşullu hisse senedi piyasası volatilitesi ve koşullu makroekonomik volatilité arasındaki etkileşimi

incelemiştir. Bu çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler, endüstriyel üretim, perakende satışlar, para arzı, enflasyon oranı ve döviz kurunu içermektedir. Çalışma sonucunda, Morelli bu makroekonomik değişkenlerdeki volatilitenin, hisse senedi fiyatlarındaki açıklamadığı sonucuna varmıştır.

Wongbangpo ve Sharma (2002), hisse senedi endeksine dayanarak, hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmalarda, GSMH, TÜFE, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerini kullanmışlardır. Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland hisse senedi piyasaları için yapılan araştırmada, makro ekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasında bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Wongbangpo ve Sharma (2002), enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki tespit ederken faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında, Filipinler, Singapur ve Tayland piyasalarında negatif yönlü, Endonezya ve Malezya piyasalarında ise pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ayrıca, döviz kurları ile hisse senetleri fiyatları arasında Endonezya, Malezya ve Filipinler’de pozitif, Singapur ve Tayland piyasalarında ise negatif yönlü ilişkinin varlığı tespit etmişlerdir. (Erdem vd, 2006; 127).

Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), 1987:01-2001:12 dönemi için global faktörlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisini araştırdıkları çalışmalarının sonucunda, İMKB bileşik endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler dengesi arasında anlamlı ve negatif yönlü ilişki bulunmuştur.

Hisse senedi piyasalarını etkileyen önemli bir unsurun da döviz kuru olduğu finans literatüründe genel kabul görmüş görüşlerden biridir. (Akçoraoğlu ve Yurdakul, 2002- Yılmaz, Güngör ve Kaya, 2006). Döviz kuru, firmaların riskliliğini artırarak nakit akışlarını dolayısıyla net bugünkü değerlerini azaltır ve firma değerlerinin düşmesine neden olur. Döviz kurunun artması, diğer bir deyişle yerel

paranın değer yitirmesi aynı zamanda firma bilançolarını etkileyerek finansal durumlarının bozulmasına neden olur. Döviz kurunun genelde tüm ekonomiyi ve firmaları etkilediği görülmekle birlikte özellikle uluslararası alandan yabancı para ile kaynak sağlayan ve uluslararası düzeyde faaliyette bulunan firmalar üzerinde daha etkili olduğu kabul edilmektedir. (Önal, Doğanlar ve Canbaş, 2002; 19-21).

Al-Khazali (2003) çalışmasında, 21 ülke için enflasyonla hisse senedi fiyatları arasındaki kısa ve uzun dönemli etkileşimi incelemiş ve kısa dönemde, Malezya dışındaki ülkelerde, reel hisse senedi fiyatlarıyla enflasyon arasında negatif yönde bir ilişki bulmuştur. Al-Khazali'nin uzun dönemdeki bulguları ise, beklenen enflasyon ve beklenen enflasyondaki artışlarla, hisse senedi fiyatları arasında, hisse senetlerinin enflasyondan korunma aracı olarak algılanmasından kaynaklanan, pozitif yönde bir ilişkiyi içeren Fisher etkisini destekler niteliktedir.

Aras ve Müslümov (2003), hisse senedi ve sermaye piyasası getirileri ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile araştırmışlar ve negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır.

Chambers, İşeri ve Çilingirtürk (2003), 1999:01-2001:12 dönemi için, borsa işlem hacmi ve bileşik endeksteki değişiklikleri belirleyen makro ekonomik göstergeleri araştırmışlardır. Araştırmalarının sonucunda, IMKB 100 endeksini artıran makro ekonomik faktörler olarak bütçe açığındaki azalışları, emisyon hacmindeki ve dolar kurundaki artışları tespit etmişlerdir.

Endeks üzerinde marjinal etkisi en yüksek olan göstergenin yabancı sermaye menkul kıymet stoku olduğu, dolar kurunun da bunu izlediği belirlenmiştir. Aylık ortalama işlem hacmini artıran unsurların ise yabancı sermaye menkul kıymet stokunda, ihracat, kapasite kullanım oranı ve emisyonadaki artışlar olduğu

görülmüştür. Yabancı sermaye menkul kıymet stoku, hem endeksi hem de aylık ortalama işlem hacmini artıran değişken olmuştur.

Dritsaki ve Dritsaki (2004) yaptıkları çalışmalarında, Yunanistan Hisse Senedi Borsası endeksi ve endüstriyel üretim, enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, hisse senedi fiyatlarıyla makroekonomik değişkenler arasında önemli derecede nedensellik ilişkisi bulmuşlardır.

Doong ve Wang (2005) dört gelişmekte olan Asya ülkesinde ilişkinin çift yönlü Granger nedensellik, ikisinde ise ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bahmani-Oskooee ve Domaç (1997) aylık verilerle yaptıkları çalışmada Türk hisse senedi fiyat endeksi ile kur arasında çift yönlü nedensellik bulmuşlardır.

Albeni ve Demir (2005) çalışmalarında; mevduat faiz oranları, portföy yatırımları ve döviz kuru ile mali endeks arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşılık beklentilerin aksine Cumhuriyet altını ile mali endeks arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

Erdem vd. (2006), makro ekonomik değişkenlerle İMKB 100 endeksi arasındaki volatilité geçişliliğini, Ocak 1991 ve Ocak 2004 dönemi için VAR modeli ile inceledikleri araştırmalarında faiz oranı, döviz kuru ve M1 para arzından İMKB 100 endeksine tek yönlü volatilité geçişliliğinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Mumcu (2006; 70-77) tarafından yapılan ve hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörlerin derecesini araştırdığı çalışmasında, değişkenlerden endeksi etkileyen en önemli faktörün Hazine bonosu faiz oranları olduğu belirtilmiş ve İMKB Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, altın fiyatları ve

sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki negatifken, dolar ve para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

Kasman (2006) yaptığı çalışmada hisse senetleri fiyatlarıyla makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmış, çalışmasında Johansen Koentegrasyon testlerinden faydalanmıştır. Çalışmasındaki veri tabanı 1986-2003 yıllarını kapsamaktadır. 1986-2003 dönemi için Türkiye’de enflasyon, sanayi üretimi, para arzı (M1) ve döviz kuru gibi makroekonomik değişkenler ile hisse senetleri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasının sonucunda elde ettiği deneysel bulgular hisse senetleri fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında tek bir uzun dönem veya denge ilişkisinin varlığını göstermektedir. Çalışması sonucunda elde ettiği bulgulardaki nedensellik ilişkisi tek yönlüdür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmanın amacı Enflasyon (TÜFE), Brent Petrol Fiyatları, Altın fiyatları, Para Arzı (M1) ve Amerikan doları (USD) makroekonomik değişkenlerin İMKB 100 endeksi ile ilişkisinin ve korelasyonun olup olmadığını ortaya koymaktır. Çalışmada belirtilen zaman serileri için alınan zaman serileri 1998 Ocak – 2009 Kasım dönemini kapsamaktadır. Bu anlamda 10 yıldan fazla süreli geçmiş değerlerden günümüze kadar olan en güncel (Kasım 2009) veriler ele alınmıştır.

Bu çalışmada özellikle petrol fiyatlarının çalışmaya dahil edilmesi bu konuda Türkiye’de daha önce petrol fiyatları ile İMKB endeksinin nedensellik ilişkisinin ortaya konulduğu çalışmaların eksikliğini gidermektir. Petrol fiyatlarının zaman değerleri için özellikle uluslararası piyasalarda geçerliliği yüksek olan varil başı Brent Petrol fiyatları seçilmiştir. Fiyat zaman serilerine IMF’in veri tabanından ulaşılmıştır.

Yine bu çalışmada enflasyon bir diğer makroekonomik değişken olarak ele alınmıştır. Enflasyonu gösteren değişken olarak TÜFE ele alınmıştır. TÜFE’nin seçilmesindeki en önemli etken TEFE nin 2005 yılından sonra ÜFE olarak değerlendirilmesinden dolayı TEFE ve ÜFE’nin hesaplanmalarındaki değişik formülasyonun zaman serisi değerlerini etkilemesi ve çalışmamızda veri kırılmasının önüne geçmek amacıyla olmuştur. TÜFE değerleri TCMB bilgi kaynağından alınmıştır ve aylık bazda yıllık TÜFE değerleri kullanılmıştır. Gelişmiş ülkelerde bu konu ile ilgili gerçekleştirilen bir çok araştırma çelişkili ampirik sonuçlar ortaya

koymuştur. Chatrath (1996) ve diğerleri Gorenwold (1997) ve diğerleri ve Reilly (1997)'nin de arasında bulunduğu bir çok araştırmacı yüksek enflasyon oranlarının düşük kar marjlarına neden olacağı inancından dolayı, hisse senedi fiyatları ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki olduğunu savunmaktadırlar. Artan enflasyon oranı ile birlikte artan belirsizlik hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabileceği beklenebilir. Çalışmamızın deneysel bulguları bu konuda da bazı sorulara yanıt vermeyi hedeflemektedir.

Altının bir makroekonomik değişken olarak seçilmesindeki temel etken altının borsaya alternatif bir yatırım aracı olarak algılanmasından kaynaklanmıştır. Burada Altının Londra Borsası 1 Ons Amerikan doları değeri kullanılmıştır. Para Arzı (M1) çalışmadaki bir diğer değişken olup para arzındaki artışın veya azalışın borsayı ne yönde etkilediğinin belirlenmesi amacıyla seçilmiştir.

Çalışmaya dahil edilen en son değişken döviz kurunu temsil etmesi sebebiyle Amerikan doları olmuştur. (USD). Amerikan dolarının seçilmesinde son yıllarda durağanlıktan uzak fiyat değişimleri ve bu değişimlerin borsaya olan etkisini deneysel olarak ortaya koyma amacı olmuştur. Alexis (1996) ve diğerlerinin belirttikleri üzere döviz kuru gelişmekte olan piyasalar için bir sorundur. Diğer bir ifade ile, bu piyasalarda yatırımcılar dövizli hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olarak algılandılar. Hodrick (1990)'nın belirttiği üzere, belirsizliğin arttığı dönemlerde yatırımcılar dövizli likiditesinin yüksek olması nedeniyle tercih ederler ve yatırımlarını hisse senedinden dövizli doru kaydırırlar. Bu durum hisse senetlerine olan talebi azaltarak, hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla borsa endeksini negatif yönde etkiler. Bu açıdan Amerikan dolarındaki fiyat değişimlerini borsa endeksini ne yönde etkilediğinin belirlemek amacıyla çalışmaya dahil edilmiştir. -

3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Araştırmanın veri seti aşağıda açıklanmıştır.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler üç şekilde kullanılmıştır. Bunlar nominal değer, yüzdesel değişim ve doğal logaritmadır. Değişkenlerin başında yer alan PER ve Ln notasyonları sırasıyla yüzdesel değişim ve doğal logaritmayı simgelemektedir.

İstatiksel testlerde ISE (IMKB 100 endeksi) bağımlı değişken olarak, yine testlerde kullanılan *LnGold*, *LnM1*, *LnInf*, *LnOil*, *Lnusd* bağımsız değişkenler olarak yer almışlardır.

LnGold: Altın Fiyatları, Londa Borsası, 1 Ons Amerikan doları değeri

LnOil: Brent Petrol Fiyatları, 1 Varil Brent Petrol'ün Amerikan doları değeri

LnInf: Tüketici Fiyatı Endeksi (TÜFE), Aylık bazda Yıllık TÜFE değeri

Lnusd: Amerikan doları TCMB Efektif Satış Kuru, (TL dönüşümü yapılmış):

Grafik çizimlerinde, kırılmanın önlenmesi, bütünlüğün sağlanması amacıyla 01.01.2005 tarihinden önceki veriler milyona bölünmüştür.

(ONS/USD).

		Para Arzı M1	Petrol Fiyatları USD/Varil	AylıkTÜFE	USD	1 Ons Altın Londra Satış Fiyatı USD/Ons	IMKB 100 Endeksi
1998	Ocak	1467644	15.09	101.6	0.21196	290	3489
	Subat	1489283	14.06	99.3	0.22353	297	3093

	Mart	1472758	13.08	97.2	0.23587	295	3358
	Nisan	1676204	13.39	93.6	0.24578	306	3890
	Mayıs	1644694	14.39	91.4	0.2526	300	4095
	Haziran	1749476	12.06	90.6	0.26139	292	3978
	Temmuz	1982609	12.04	85.3	0.26893	292	4371
	Agustos	2125656	11.88	81.4	0.27441	284	3413
	Eylül	2220136	13.36	80.4	0.27568	290	2399
	Ekim	2275883	12.56	76.6	0.27933	297	2071
	Kasım	2226668	10.92	72.8	0.295	295	2387
	Aralık	2307892	9.80	69.7	0.30751	291	2473
1999	Ocak	2568602	10.95	65.9	0.32189	287	2617
	Subat	2510112	10.20	63.9	0.3425	288	3211
	Mart	2686583	12.12	63.5	0.36198	287	4075
	Nisan	2910918	15.16	63.9	0.38016	282	4850
	Mayıs	2916003	15.22	63	0.39589	278	5452
	Haziran	2942193	15.60	64.3	0.41342	261	5168
	Temmuz	3197784	18.71	65	0.4275	257	5505
	Agustos	3435084	20.17	65.4	0.43635	257	5588
	Eylül	3554512	22.11	64.3	0.45413	258	5984
	Ekim	3746452	22.12	64.7	0.46837	309	5995
	Kasım	3681717	24.55	64.6	0.49743	295	7914

	Aralık	4138798	25.48	68.8	0.52787	285	12100
2000	Ocak	4579344	25.22	68.9	0.54609	284	17606
	Subat	4772915	27.63	69.7	0.56516	301	15515
	Mart	5175825	27.47	67.9	0.58183	285	17143
	Nisan	5372933	22.54	63.8	0.59764	279	17200
	Mayıs	5484358	27.40	62.7	0.61967	276	17175
	Haziran	5716941	29.68	58.6	0.61788	285	15395
	Temmuz	6013666	28.51	56.2	0.62938	281	13796
	Agustos	6157533	29.89	53.2	0.64751	275	13267
	Eylül	6348775	32.62	49	0.66591	274	11743
	Ekim	6247512	30.93	44.4	0.67913	270	12952
	Kasım	6566784	32.52	43.8	0.68603	266	12477
	Aralık	7560735	25.28	39	0.67981	272	9204
2001	Ocak	7092196	25.64	35.9	0.67367	265	10659
	Subat	7249303	27.41	33.4	0.75147	262	9291
	Mart	8259977	24.40	37.5	0.9584	263	8433
	Nisan	8446926	25.55	48.3	1.20745	261	9312
	Mayıs	8625595	28.45	52.4	1.13378	272	12009
	Haziran	9441995	27.72	56.1	1.21677	270	11344
	Temmuz	10011256	24.54	56.3	1.3212	268	9851
	Agustos	10504297	25.67	57.5	1.40458	273	9729

	Eylül	10408858	25.54	61.8	1.46905	283	8392
	Ekim	9971560	20.48	66.5	1.60464	282	8649
	Kasım	10016684	18.94	67.3	1.5272	276	10991
	Aralık	10857879	18.60	68.5	1.4532	276	12644
2002	Ocak	10208071	19.49	73.2	1.37591	282	13357
	Subat	11258620	20.29	73.1	1.35267	294	11714
	Mart	10900997	23.69	65.1	1.35956	293	11318
	Nisan	10838290	25.65	52.7	1.3198	304	11896
	Mayıs	11396057	25.43	46.2	1.39263	314	11190
	Haziran	11975128	24.13	42.6	1.52286	326	9597
	Temmuz	12444389	25.77	41.3	1.65622	317	9662
	Agustos	12874745	26.63	40.2	1.64324	311	9987
	Eylül	13556724	28.34	37	1.65048	322	9223
	Ekim	13840192	27.55	33.4	1.6547	321	9554
	Kasım	14615973	24.50	31.8	1.61283	319	12796
	Aralık	15075808	28.52	29.7	1.58645	332	11799
2003	Ocak	14670536	31.29	26.4	1.66292	356	10526
	Subat	16276508	32.65	27	1.63244	359	11300
	Mart	14815831	30.34	29.4	1.66056	339	10097
	Nisan	14870043	25.02	29.5	1.63285	329	10915
	Mayıs	15771938	25.81	30.7	1.49773	321	10873

	Haziran	16251956	27.55	29.8	1.42648	341	10925
	Temmuz	17731504	28.40	27.4	1.40369	350	10597
	Agustos	18267558	29.83	24.9	1.40487	362	11614
	Eylül	18889031	27.10	23	1.37882	380	12758
	Ekim	20579719	29.59	20.8	1.42952	380	15045
	Kasım	21359241	28.77	19.3	1.48003	376	15769
	Aralık	20946947	29.88	18.4	1.43572	408	17327
2004	Ocak	22658889	31.18	16.2	1.35344	411	18720
	Subat	22071201	30.87	14.3	1.33122	405	18419
	Mart	22427323	33.80	11.8	1.32303	408	19736
	Nisan	23750495	33.36	10.2	1.35725	408	19254
	Mayıs	24502066	37.92	8.9	1.50754	384	17042
	Haziran	25337813	35.19	8.9	1.49659	392	17289
	Temmuz	26112235	38.37	9.6	1.45542	399	18677
	Ağustos	26496448	43.03	10	1.47677	401	19339
	Eylül	28206705	43.38	9	1.50427	404	21398
	Ekim	27730708	49.77	9.9	1.49109	421	22328
	Kasım	28119179	43.05	9.8	1.45164	441	22931
	Aralık	27824494	39.65	9.3	1.40274	441	23719
2005	Ocak	28604873	44.28	9.47	1.35523	424	26227
	Şubat	27727815	45.56	9.24	1.31585	424	27627

	Mart	29637927	53.08	8.72	1.3096	435	26153
	Nisan	31417729	51.86	9.25	1.35968	429	24757
	Mayıs	31110599	48.67	10	1.3703	420	24726
	Haziran	32682114	54.31	10.65	1.36017	431	26261
	Temmuz	34290667	57.58	10.26	1.33839	426	28409
	Ağustos	35050605	64.09	10.75	1.34432	440	29304
	Eylül	37358674	62.98	11.23	1.33987	457	32760
	Ekim	37632650	58.52	10.88	1.35797	468	32480
	Kasım	37516369	55.54	10.54	1.35922	483	35147
	Aralık	39054289	56.75	10.53	1.35259	512	38490
2006	Ocak	41058000	63.57	10.39	1.33447	555	43441
	Şubat	37785621	59.92	10.26	1.32627	558	45366
	Mart	38883042	62.25	10.11	1.33373	558	43972
	Nisan	40698369	70.44	10.4	1.33733	619	43661
	Mayıs	43312453	70.19	11.27	1.42249	682	40974
	Haziran	45511456	68.86	11.13	1.59862	603	34768
	Temmuz	44037383	73.90	12.23	1.5594	641	35298
	Ağustos	43910679	73.61	10.6	1.46877	633	36941
	Eylül	44296169	62.77	10.5	1.48047	599	37477
	Ekim	43959485	58.38	9.81	1.47816	585	38487
	Kasım	42265667	58.48	9.87	1.45797	628	38929

	Aralık	43204888	62.31	9.65	1.43202	637	39011
2007	Ocak	41697508	54.30	9.93	1.42522	626	39741
	Şubat	40526404	57.76	10.16	1.39609	665	42870
	Mart	41199835	62.14	10.86	1.40845	655	41850
	Nisan	42051009	67.40	10.72	1.36084	684	46018
	Mayıs	43278543	67.48	9.23	1.33866	668	45578
	Haziran	45644718	71.32	8.6	1.32193	656	45667
	Temmuz	45963058	77.20	6.9	1.28336	664	51644
	Ağustos	46658301	70.80	7.39	1.31701	666	48689
	Eylül	48287742	77.13	7.12	1.2666	724	51346
	Ekim	49405889	83.04	7.7	1.19892	760	56262
	Kasım	48036540	92.53	8.4	1.18921	803	54341
	Aralık	52007156	91.45	8.39	1.17932	805	55297
2008	Ocak	48500919	91.92	8.17	1.17495	887	48662
	Şubat	48718315	94.82	9.1	1.1935	932	44680
	Mart	51765505	103.28	9.14	1.23662	959	41450
	Nisan	53165820	110.44	9.65	1.30371	908	42217
	Mayıs	52502497	123.94	10.73	1.25244	888	41537
	Haziran	54068208	133.05	10.61	1.23327	896	38311
	Temmuz	54067948	133.90	12.06	1.21639	944	36799
	Ağustos	54419883	113.85	11.77	1.17821	842	41169

	Eylül	56986899	99.06	11.13	1.2391	833	37103
	Ekim	57899038	72.84	11.99	1.46963	791	28119
	Kasım	57648830	53.24	10.76	1.59509	768	25225
	Aralık	59506112	41.58	10.06	1.54817	804	25711
2009	Ocak	56179444	44.86	9.5	1.5937	870	26017
	Şubat	57098457	43.24	7.73	1.66005	947	24963
	Mart	59814068	46.84	7.89	1.71145	936	24114
	Nisan	59692667	50.85	6.13	1.61105	894	28491
	Mayıs	59984077	57.94	5.24	1.56133	943	33853
	Haziran	61280560	68.59	5.73	1.54715	944	35244
	Temmuz	61428282	64.92	5.39	1.52175	935	38316
	Ağustos	61701825	72.50	5.33	1.48568	954	45479
	Eylül	66157670	67.69	5.27	1.49059	1000	46534
	Ekim	65304808	73.19	5.08	1.47042	1041	49851
	Kasım	-	-	-	-	-	-
	Aralık	-	-	-	-	-	-

Altın: TP.MK.LON.YTL.1: 1 Ons Altın Londra Satış Fiyatı (ABD Doları/Ons)

M1: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü, Parasal ve Finansal Veriler Müdürlüğü

USD: TP.DK.USD.S.YTL.1: (USD) ABD Doları (Döviz Satış)

Petrol: Brent Petrol USD Varil başı, Kaynak: International Monetary Fund

Çalışmada kullanılan veriler aşağıdaki veri tabanlarından elde edilmiştir.

Hisse Senedi Fiyatları	www.imkb.gov.tr
Büyüme	www.dpt.gov.tr
Döviz Kuru (Amerikan doları)	www.tcmb.gov.tr
Enflasyon (TÜFE)	www.tcmb.gov.tr
Para Arzı (M1)	www.dpt.gov.tr
Altın Fiyatları	www.dpt.gov.tr

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada zaman serisi yönteminden yararlanılmıştır. Zaman serisi bileşenleri kapsamında önce serilere ait durağanlık testleri gerçekleştirilmiş ardından Johansen eşbütünleşme analizi yapılmıştır.

3.3.1. Zaman Serisi Verileri Ve Bileşenleri

Bir zaman serisi ilgilenilen büyüklüğün zaman içerisinde sıralanmış ölçümlerinin bir kümesidir. Bu analizin yapılma amacı ise, gözlem kümesince temsil edilen gerçeğin anlaşılması ve zaman serisindeki değişkenlerin gelecekteki değerlerinin tahmin edilmesidir. Zaman serileri dört bileşenden oluşur.

Trend (Genel Eğilim) Bileşeni: Zaman serilerinin uzun sürede gösterdiği kararlı düşme ve yükselme durumudur.

Çevrimsel Bileşen: Ekonomide mevsimsel değişmeler ile ilgili olmayan dönemsel değişmelerdir.

Mevsimsel Bileşen: Zaman serilerinde mevsimlere göre değişmeyi ifade eder.

Düzensiz Bileşen: Diğer unsurlar gibi belirli olmayan, hata terimi ile ifade edilebilecek değişmelerdir. Zaman serileri tüm bu kendilerini oluşturan bileşenlere ayrıştırıldıktan sonra, bileşenlerin toplamı şeklinde, $Y_t = T_t + S_t + C_t + I_t$ ya da çarpma yöntemi ile $Y_t = T_t S_t C_t I_t$ şeklinde belli bir t döneminde Y zaman serisi ifade edilebilir.

3.3.2. Zaman Serilerinde Durağanlık Ve Trend

Zaman serileri analizinde durağanlık kavramı çok önemli hale gelmiştir. Bir zaman serisinin ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmiyorsa ve iki dönem arasındaki kovaryansı bu kovaryansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise o zaman serisi durağandır.(Gujarati, 1999). Yani deterministik bir yapısı olmayan ve “d” kere farkı alındıktan sonra bir Otoregresif hareketli ortalamalar (ARMA) sunuşuna sahip olan bir seri durağandır ve aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$x_t \approx I(d)$$

Eğer $d=0$ ise x durağan bir seridir ve $d=1$ ise x serisinin birinci farkı durağan olacak yani x birinci mertebeden durağan bir seridir denecektir. Durağan olmayan bir serinin ise uzun dönem ortalaması olmadığı gibi varyansı da zamana dayanmaktadır. Durağan olmayan zaman seriler ile çalışılması durumunda gözlem değerleri sonsuza giderken, serilerin ortalaması ve varyansının sonsuza yaklaşması nedeni ile değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde klasik sınamalara güvenilemez. Yani elde edilecek regresyonda sahte regresyon sorunu ile karşılaşılır. Bu durumda regresyon analizi ile elde edilen sonuç gerçeği yansıtmaz. T testleri ve r^2 değerleri gerçeği yansıtmaz. Ampirik çalışmalar, düzey olarak birçok ekonomik zaman serisinin durağan olmadığını ve artış eğilimde olduğunu ve birinci dereceden bütünleşik olduğunu gösterir. Ortalamaları, varyansları ve kovaryansları zamana bağlı olarak değiştiği için, finansal zaman serileri de genellikle durağan değildirler.

Zaman serilerinin durağan olması olarak ifade edilen şey, zaman içinde varyansın ve ortalamasının sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin ko-varyansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır. (Gujarati, 1995; 712-713).

Başka bir ifade ile, eğer bir zaman serisinin ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman boyunca sabit kalıyorsa, serinin durağan olduğu söylenebilir.

$$\text{Ortalama} = E(Y_t) = \mu$$

$$\text{Varyans} = \text{var}(Y_t - \mu) = \delta^2$$

$$\text{Kovaryans} = \chi_k = E((Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu))$$

Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda, zaman serileri trend içerecektir. Bu durumda zaman serilerinin kullanılacağı öngörüleme ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon benzeri durumlar ortaya çıkacaktır. Zaman serileri durağan değilse, stokastik ya da deterministik trend içermektedirler. Ancak seri üzerinde uzun dönemde deterministik bir trendin varlığı ile düzensiz modellerde zaman içinde ortaya çıkan ve bir müddet sonra kayıp olan trendler birbirinden farklıdır.

Deterministik trend, oldukça uzun bir dönemde ortaya çıkan ve yükseliş ve alçalış zikzakları arasında belli bir yöndeki uzun dönemdeki eğilimi ifade etmektedir. Zaman serisi içerisinde trendin bütünü ile kestirilebilir oluşu deterministik trende işaret etmektedir.

$$Y_t = a + \beta t + \varepsilon$$

Söz konusu denklem bize durağan olmayan bir zaman serisi içerisindeki deterministik trendi tarif etmektedir. Eğer rassal yürüyüş (random walk) modelini²² ifade ederse,

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon$$

Stokastik bir trendi ifade etmiş oluruz. Yine stokastik ve deterministik trendle birlikte gösterimi de mümkündür.¹⁴ Ayrıca söz konusu denklemde yer alan sabit terimde, zaman serileri belli bir başlangıç değerine sahip olması gerektiğinden ve bu sabit değerinin anlamsızda olsa denkleme dahil edilmemesi durumunda durağan olmama durumlarının ortaya çıkabileceğinden dahil edilmektedir (FRANSES,1998; 80-90) . Durumu, trend, sabit proses ve sabit proses farkı açısından incelediğimizde zaman serisine yapılacak doğrusal trend ilavesi ile yani trendsizleştirme sonucunda

¹⁴.Random Walk başlangıç değerine yani bir sabit değer ve deterministik trend ya da zaman değişkeni ile ifade edilirse $Y_t = u + bt + Y_{t-1} + \varepsilon$ şeklinde gösterilir.

eğer zaman serisi durağan hale geliyorsa bu zaman serisinin deterministik bir trende sahip olduğunu, ancak eğer doğrusal bir trend ilavesi eğer zaman serisini durağan hale getirmiyorsa bu durumda fark alınarak zaman serisi durağan hale getirileceğinden stokastik bir trend geçerlidir.²⁵

3.3.3. Dickey-Fuller Testi

Dickey-Fuller testi, gözlenen serilerde birim kökün varlığının (serinin durağan olmadığı) olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan bir testtir. Bu yöntemin ilk olarak duyurulması, Dickey D.A. ve W.A. Fuller'ın 1979'da 'Journal of American Statistical Association' adlı dergide yayınlanan makaleleriyle olmuştur. Testin ilk çıktığı dönemden günümüze kadar çeşitli alanlarda yeterli gelmediği ve bundan dolayı eksikliklerin kapatılması için oluşturulan yardımcı yöntemler ortaya çıkmıştır. Ancak yapılan uygulamalarda serinin birim kök taşıyıp taşımadığının saptanması için mutlaka DF (Dickey-Fuller) testinin yapılması şart niteliğinde bulunmaktadır. Testin kullanımını açıklamak için aşağıdaki veri üreten süreci kullanabiliriz;

$$\text{Model: } Y_t = pY_{t-1} + u_t$$

u_t = stokastik hata terimi

Eşitlik aşağıdaki şekilde gösterilebilir.

$$y_t - y_{t-1} = (p-1) y_{t-1} + u_t$$

Denklemin her iki tarafından y_{t-1} çıkarıldığında, $(p-1) = \gamma$ olmak üzere denklem aşağıdaki şekle gelir.

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

$H_0: p=1$, $H_1: p<1$

$(p-1) = 0$ veya $\gamma = 0$ durumunda y_t serisi bir birim kök içermektedir. Ancak $I_p < 1$ durumunda seri durağan olur. Burada Dickey ve Fuller'ın Monte Carlo uygulamasında ortaya çıkarılan “T” (tau) istatistiği kullanılmaktadır.

Hesaplanan “T” değerinin mutlak değeri Dickey-Fuller veya McKinnon Dickey-Fuller kritik değerlerinin mutlak değerini aşıyorsa, zaman serisinin durağan olduğu hipotezini reddedemeyiz. ‘ $H_0: p=1$ ’ reddedilirse zaman serisi durağandır. (Şimşek ve Halaç, 2003;6).

Dickey-Fuller'in ortaya koyduğu üç denklem türü bulunmaktadır;

Sabitsiz trendsiz Dickey-Fuller denklemi : $\Delta Y_t = \gamma Y(t-1) + u_t$

Sabitli trendsiz Dickey-Fuller denklemi: $\Delta Y_t = a + \gamma Y(t-1) + u_t$

Sabitli trendli Dickey-Fuller denklemi: $\Delta Y_t = a + bt + \gamma Y(t-1) + u_t$

Üç regresyonun birbirinden farkı a ve b gibi deterministik elemanlar içermesidir. Bu denklemde yer alan γ parametresinde ‘ $\gamma = 0$ ’ eşitliğinin sağlanması ‘ y_t ’nin birim kök içerdiğini göstermektedir.

Birim kökün varlığının sınanması için kullanılan iki hipotez kullanılmaktadır. Bunlar;

$H_1: \gamma < 0$ ($p < 1$) (seride birim kök yoktur.) (Seri durağandır.)

$H_0: \gamma = 0$ ($p = 1$) (seride birim kök vardır.) (Seri durağan değildir.)

Hipotezlerinin oluşturulduktan sonra mevcut model içinde sınanması şu şekilde olmaktadır;

Dickey-Fuller testinin uygulanmasında “ $\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$ ” regresyonunda yer alan γ parametresinin sahip olduğu ‘t’ değerinin, Dickey-Fuller’a özel olarak hazırlanan “T” istatistik tablo değeri ile karşılaştırılarak, önceden hazırlanan H_0 ve H_1 hipotezlerine göre birim kökün varlığı tespit edilmektedir.

Yukarıda ele alınan DF test modelinin içerdiği kabul edilen otoregresif süreç sayısı AR (1) kabul edilmektedir. Ancak her zaman serisinde durum böyle olmamaktadır. Bundan dolayı Dickey D.A. ve W.A.Fuller’ın (1981) ‘de ‘Econometrica’ dergisinde yayınlanan makalelerinde bu konuyu işlermişler ve mevcut olan test denklemini en genel haliyle şu şekilde kullanmaktadırlar:

ADF denkleminin (en geniş ADF denkleminin) :

$$\Delta Y_t = a + bt + \gamma Y_{t-1} + c \sum \Delta Y_{t-1} + u_t$$

Son şekli oluşan regresyon günlük yaşamda kullanılan zaman serilerinin birim kök taşıyıp taşımadığını açıklamada daha yüksek işlevsellik kazanmıştır.

3.3.4. Dickey- Fuller Testinin Eksik Ve Eleştirilen Yönleri

ADF testi birim kökün bulunmasında oldukça önemli bir yere sahip olmasına rağmen testin içerdiği eksiklerde bulunmakta ve bu eksiklikler yardımcı testlerle giderilmektedir. ADF’nin tespitinde eksik olduğu yönleri şöyle açıklanabilir;

- ARMA içeren veri seti içinde hareketli ortalama derecesinin bilinmemesi durumu,
- AR sürecin tam olarak bilinmemesi ve oluşturulacak gecikme sayısı problemi,

- Sabit terim ve zaman trendinin regresyonda olup olmamasına karar verilmesi durumu,
 - Zaman serisinde yapısal kırılma durumu
 - Dışsal kırılma
 - İçsel kırılma
 - Birden çok yapısal kırılma
 - Yan parametrik düzeltmeler
 - Zaman serisinde mevsimsellik etkisinin bulunması
 - Çoklu birim kök durumu
 - I (2) zaman serileri durumu
 - Parçalı durağanlığın bulunması
- şeklinde sıralanabilir.

Çalışmada hisse senedi fiyatı ve makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü araştırmak amacıyla 'Granger Nedensellik Sınaması' yapılmıştır. Bu test ilk kez Granger (1969) tarafından literatüre kazandırılmıştır. Daha sonra Hamilton (1994) bu testi geliştirmiştir. Granger nedenselliğinde x ve y gibi iki değişken arasındaki ilişkinin yönü araştırılır. Şayet mevcut y değeri, x değişkeninin şimdiki değerinden çok, geçmiş değerleri ile daha iyi tahmin edilebiliyorsa, x değişkeninden y değişkenine doğru Granger nedenselliğinin varlığından bahsedilir (Charemza ve Deadman, 1993). Nedensellik sınaması, aynı zamanda VAR modellemesinde değişkenlerin sıralamasında da büyük önem arz eder. Değişkenler arasındaki ilişkilerde, en güçlü etkileyici olan, buna karşılık en az etkilenen değişken en dışsal kabul edilir; en fazla etkilenen, buna karşılık en az etkileyen değişkenler ise içsel kabul edilir.

Granger nedensellik testi aşağıdaki modeller kullanılarak yapılmaktadır (Granger, 1969; Gujarati, 1995; Tarı, 1997: Tarı, 1999). Granger nedensellik sınaması, çözümlemede kullanılan gecikme sayısına çok duyarlıdır. Bunun için gecikme sayısının fazlaştırılması tavsiye edilmektedir (Gujarati, 1995).

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_i$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \varepsilon_i$$

Burada; Y : Bağımlı Değişken, X :Bağımsız Değişkeni ifade etmektedir.

Modeller karşılıklı olarak sınıandıktan sonra hesaplanan F değerleri dikkate alınarak, hipotezler reddedilir veya kabul edilir. Şayet;

Y_t X_t ise X , Y 'yi etkilemektedir. →

X_t Y_t ise Y , X 'i etkilemektedir

3.3.5. Akaike Bilgi Kriteri (AIC: Akaike Information Criterion)

Akaike Bilgi Kriteri (Akaike, 1973,1974 ve düzeltilmiş AIC_c , Siungiura, 1978-Hurvich ve Tsai, 1989) modele eklenen değişkenlerin yarattığı yükselmeye sınırlama getirerek düzenlenmiştir.

$$AIC = e^{2k/n \sum \hat{v}_i} / n = AIC = e^{2k/n RSS} / N$$

$$\text{veya } AIC = -2\log(L) + 2k$$

Yukarıdaki ve aşağıdaki eşitliklerde k sabit terim dahil parametre sayısı ve n gözlem sayısını, L =benzerliği vermektedir. Aşağıdaki eşitliğin matematiksel olarak her iki tarafının logaritması alınarak uygunlaştırılırsa,

$$\ln AIC = (2k/n) + \ln(RSS/n) \text{ veya}$$

$$AIC = -2\log(L) + 2k$$

Yukarıdaki eşitlikte $\ln AIC=AIC$ 'nin doğal logaritması ve $2k/n$ ise sınırlama (penalty) faktörüdür. Yukarıdaki formülden de görüldüğü üzere AIC , \bar{R}^2 'den eklenen yeni açıklayıcı değişkenler hususunda daha da serttir.

Daha sonraki dönemlerde Hurvich ve Tsai (1989)'nin küçük örnek zaman serisi regresyon modelleri için kullanılan eğilimsiz AIC 'den türetmiş oldukları AIC_c aşağıdaki gibidir (Zucchini, 2000).

$$AIC_c = AIC + 2k(k+1)/(n-k-1)$$

Shibata (1981) AIC ve FPE 'nin asimptotik olarak yeterli kriterler olduğunu söylerken, Nishii (1984) ve diğerleri de AIC_c , C_p 'nin asimptotik olarak yeterli olmakla beraber; AIC , FPE , C_p 'nin de asimptotik olarak eşit oldukları sonucuna varmışlardır.

AIC 'nin bazı özellikleri şöyle sıralanır:

- Model karşılaştırmalarında her zaman en düşük AIC değerini veren model tercih edilir.

- AIC sadece seçili örnek büyüklüğü içinde değil aynı zamanda seçili örnek büyüklüğü dışındaki gelecek tahmini içinde geçerlidir.
- Yuvalanmış, yuvalanmamış ve gecikmeli modellerde rahatlıkla kullanılabilir.

3.3.6. Johansen Eşbütünleme Testi

Johansen (1988), eşbütünleme ilişkisini ortaya koyan iki farklı olabilirlik oranı önermiştir. Bunlardan ilki Maksimum Öz Değer Testi (Maximum Eigenvalue Test), ikincisi ise İz Testidir. (Trace Test).

Eşbütünleme testini uygulamadan önce, modelin gecikme sayısı ve hangi modelin verilerimize uygun olduğunun tespiti yapılmalıdır. Modelde kullanılan değişkenler için bir VAR (Vector Autoregressive) modeli oluşturularak modelin gecikme sayısı belirlenir. Model Seçimi, yani modelin sabit terim ve deterministik trend içerip içermediği Johansen'in önerisi doğrultusunda şu şekilde yapılır. Model 1 en kısıtlayıcı modeldir. İz testinde en kısıtlayıcı modelden yani Model 1'den başlanarak sırasıyla daha az kısıtlayıcı olan Model 2'ye ve en son olarak Model 3'e gidilir.

Günümüzde zaman serilerine dayalı ekonometrik çalışmalarda "eşbütünleşme" adı verilen teknik ile durağan olmayan değişkenlerle ilgili sorun aşılmıştır. Eşbütünleşme kavramı ile ilgili çalışmalar, Engle ve Granger'in (1987) makalesi ile başlamıştır. Bu makale, durağan olmayan değişkenler ile ekonomik analizlerin yapılmasına önemli katkılara sahiptir. Bu makaleden sonra durağan olmayan ekonomik değişkenlerin, doğrusal bileşimlerinin durağan olup olmadığı test edilebilir ve uzun dönemli denge ilişkileri araştırılabilir hale gelmiştir.

Eşbütünleşme teorisine göre, dengeden bir sapma olduğunda dengeye tekrar dönülebilmesi veya dengeden sapmaların geçici olması ancak eşbütünleşme ilişkisi mevcut iken mümkündür. Bu nedenle eğer durağan olmayan değişkenler eşbütünleşmişse, değişkenlerin farklarının alınmaları uygun değildir. Çünkü bu değişkenler, birlikte hareket eden ortak bir trende sahiptir. Farkın alınması, ortak trendi ortadan kaldırır ve istatistiksel bilgi kaybına yol açar. Modelde yer alan değişkenlerin şoklara verdiği tepkiler, ekonomi politikası açısından çok önemlidir. Bu çerçevede dinamik analiz yöntemleri, sistemdeki değişkenlerden birisine gelen şokun, diğer değişkenlere etkisi ve bu şokun atlatılarak yeniden uzun dönem dengeye yönelip yönelmeyeceğini belirlemeye yönelik uygulanmaktadır. Burada önemli olan, uyum sürecidir. Bu amaç doğrultusunda yaygın olarak kullanılan dinamik analizlerden birisi, hata düzeltme modelidir. Hata düzeltme modelinde, sistemdeki değişkenlerin kısa dönem dinamikleri, dengedeki sapma tarafından etkilenirler. Bu modelde durağan olmayan değişkenlerin farkları alınır ve açıklayıcı değişkenler arasına uzun dönem dengeye uyumlaşmayı yansıtan bir hata düzeltme terimi ilave edilir.

Eşbütünleşme, durağan olmayan değişkenlerin bir doğrusal bileşimidir. Teorik olarak bütünselleşmiş değişkenler arasında uzun dönemde doğrusal olmayan bir ilişki ortaya çıkabilir. Eşbütünleşme olması için söz konusu olan bütün değişkenler aynı derecede uyumlu olmalıdır. Şayet bu değişkenlerin lineer birleşiminden elde edilen hata terimi durağan ise, değişkenler arasında eşbütünleşme vardır diyebiliriz. Eşbütünselliğin eksikliği, değişkenler arasında uzun dönem dengesinin olmadığı anlamına gelir.

Maksimum olabilirlik tahmin yöntemi kullanılarak eşbütünleştirici vektörlerin varlığını test eden Johansen yaklaşımı (Johansen (1988), durağan olmayan serilerin farkları ile seviyelerini içeren VAR (Vector Auto Regression) tahmininden oluşur. Değişkenlerin seviyelerine ilişkin parametre matrisi, modelin uzun dönem özellikleri hususunda bilgileri kapsamaktadır. Birinci farklarında durağan olan iki değişkenden

oluşan ($Z=(X, Y)$) vektör otoregresif modelin aşağıdaki denklemdeki gibi olduğu kabul edersek,

$$z_t = A_i z_{t-1} + e_t \quad (13)$$

bu denklemde, $A_i(i=1,2,\dots,p)$ z_{t-1} kapsamındaki değişkenlerin parametre matrisidir. z_t kapsamındaki değişkenlerin birinci dereceden fark durağan oldukları varsayılırsa, yukarıdaki VAR modelini, serilerin hem birinci farklarını hem de seviyelerini kapsayacak şekilde aşağıdaki VAR modeline dönüştürmek uygun olacaktır.

$$\Delta z_t = \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta z_{t-i} + \pi_p z_{t-p} + e_t \quad (14)$$

Burada, Π matrisinin rankı sıfır olduğunda, Z_t kapsamındaki hiç bir seri, diğer seri yada serilerin doğrusal bir bileşimi olarak gösterilemez. Diğer taraftan, Π matrisinin rankı bir ise, z_t kapsamındaki serilerin, doğrusal ve bağımsız bir bileşimi ortaya çıkar ki, bu da, seriler arasında tek bir uzun dönem ilişkisinin (eşbütünleşmenin) mevcut olduğunu ifade eder. Eğer, Π 'nin rankı birden büyük ise, seriler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisi var demektir.

Z_t 'yi oluşturan seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri, iki test istatistiği yardımıyla değerlendirilebilir. Bunlardan biri İz Test, diğeri Maksimum Özdeğer Test istatistiğidir. İz Testi, Π matrisinin rankını inceler ve matris rankının r 'ye eşit ya da r 'den küçük olduğunu ifade eden H_0 hipotezini test eder. Burada r , eşbütünleşme vektör sayısını göstermektedir. Maksimum özdeğer test istatistiği ise, eşbütünleşme vektörün r olduğunu ifade eden H_0 hipotezini, $r+1$ olduğunu ifade eden alternatifine karşı test eder. Her iki test istatistiğinin kritik değerleri, Johansen ve Juselius (1990) tarafından verilmiştir.

Ekonometrik modellerde bir değişkenin diğer değişkenlerle bağımlılığı söz konusu olmaktadır, fakat bu bağımlılık değişkenler arasında mutlak bir nedensellik ilişkisi olduğu anlamına gelmez (Akkaya ve Pazarlıoğlu,1998;177). Granger nedensellik testi, bir değişken ile diğer bir değişken arasında varlığından şüphe edilen nedensellik ilişkisini test etmek için uygulamalı ekonomide çokça kullanılan bir testtir.

Granger nedensellik testi zaman serisi verilerine dayanır. Şayet z_t durağan değişkeninin geçmiş değerleri, diğer bir durağan değişken olan y_t değişkeninin davranışlarını açıklamakta yeterli oluyorsa, bu iki değişken arasında nedensellik bağı vardır denilebilir. Eğer z_t ve y_t değişkenlerinin ikisi de durağan ve eşbütünleşmiş iseler, bu durumda Granger nedensellik testi modelleri şöyle gösterebiliriz:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1(y_{t-1} - \beta_1 z_{t-1}) + \sum_n \alpha_{12(n)} \Delta y_{t-n} + \sum_n \alpha_{21(n)} \Delta z_{t-n} + u_{yt} \quad (15)$$

$$\Delta z_t = \alpha_2 + \alpha_3(y_{t-1} - \beta_1 z_{t-1}) + \sum_n \alpha_{21(n)} \Delta y_{t-n} + \sum_n \alpha_{22(n)} \Delta z_{t-n} + u_{zt} \quad (16)$$

Burada u_{yt} ve u_{zt} hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olmadığı varsayılmaktadır. α_y ve α_z katsayıları uzun dönem nedensellik ilişkilerini simgeler, çünkü bu katsayılar hata terimlerinin katsayılarıdır, diğer bir deyişle eşbütünleşme vektörlerinin katsayılarıdır. $\alpha_{12(n)}$ ve $\alpha_{21(n)}$ katsayıları ise değişkenler arasındaki kısa dönem nedensellik ilişkilerini göstermektedir. Ayrıca bu karşılıklı nedensellik sınamaları sonucunda nedenselliğin yönü de belirlenmiş olmaktadır. Bu çalışmada da değişkenler arasında karşılıklı nedensellik ilişkileri test edilecektir. İlk aşamada çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu değişkenlerin durağan olup olmadıkları pekiştirilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile araştırılacaktır. İkinci aşamada Johansen'in Eşbütünleşme testleri uygulanarak zaman serileri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı ortaya konulmaya çalışılacaktır. Eğer değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa üçüncü aşamada değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkinin varlığı ve Granger anlamında nedensellik ilişkisi VECM yardımı ile analiz

edilecektir. Granger (1998)'e göre VECM iki kanaldan nedensellik ilişkisini ortaya koyar. Birincisi, değişkenlerin önündeki parametrelerin istatistiksel olarak önemini testi ile ilgilidir. İkincisi ise, hata-düzeltilme teriminin önündeki parametrelerin istatistiksel olarak anlamlı olmasını gerektirir. Bu kanallardan en az birinin anlamlı çıkması, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için yeterlidir.

3.4. VERİLERİN ANALİZİ

Tablo 1: ADF birim kök testi sonuçları

Değişkenler	Seviye/birinci fark	Trend terimi içermeyen	Trend terimi içeren
Lngold	Seviye	0.952620(0)	-2.116934(0)
	Birinci fark	-11.35186*(0)	-9.320899*(1)
Lninf	Seviye	-0.827974(12)	-0.939800(12)
	Birinci fark	-4.202336*(12)	-4.202809*(12)
Lnise	Seviye	-1.705473(1)	-2.863480(3)
	Birinci fark	-8.626328*(0)	-8.623368*(0)
Lnml	Seviye	-1.115769(12)	-1.632382(12)
	Birinci fark	-4.600944*(11)	-4.565986*(11)
Lnoil	Seviye	-1.396302(1)	-3.019020(3)
	Birinci fark	-4.608171*(12)	-4.747441*(12)
Lnusd	Seviye	-1.278831(2)	-1.870919(2)
	Birinci fark	-5.184998*(2)	-7.898480*(1)

Tablo 2: Model seçimi

Maksimum Öz değer testi				İz testi			
Boş Hipotez	Alternatif Hipotez	Test istatistiği	Kritik değer	Boş Hipotez	Alternatif Hipotez	Test istatistiği	Kritik değer
$r = 0$	$r = 1$	41.61007*	40.07757	$r = 0$	$r \geq 1$	107.9061*	95.75366
$r \leq 1$	$r = 2$	26.95648	33.87687	$r \leq 1$	$r \geq 2$	68.29605	69.81889
$r \leq 2$	$r = 3$	20.80762	27.58434	$r \leq 2$	$r \geq 3$	41.33957	47.85613
$r \leq 3$	$r = 4$	11.18902	21.13162	$r \leq 3$	$r \geq 4$	20.53195	29.79707
$r \leq 4$	$r = 5$	7.860674	14.2646	$r \leq 4$	$r \geq 5$	9.342926	15.49471

Not: VAR modeline ilişkin optimum gecikme sayısı 2 olarak bulunmuştur. İz istatistiğine göre model 3 kullanılmalıdır.

Tablo 3: Johansen Koentegrasyon Testi

		İz istatistiği			Kritik değerler	
	Model1	Model2	Model3	Model1	Model2	Model3
$r=0$	124.2809*	154.1459*	107.9061*	83.93712	103.8473	95.75366
$r=1$	65.95619*	95.64703*	68.29605	60.06141	76.97277	69.81889
$r=2$	30.2522	56.23847*	41.33957	40.17493	54.07904	47.85613
$r=3$	17.72457	29.42791	20.53195	24.27596	35.19275	29.79707
$r=4$	7.935501	17.47456	9.342926	12.3209	20.26184	15.49471
$r=5$	0.061605	7.855367	1.482252	4.129906	9.164546	3.841466

Tablo 4: Koentegrasyon ilişkisinin tahmini

Hisse senetleri fiyatlarına göre normalize edilmiş eşbütünleştirici Vektör				
$Lnise = -1.924lnm1 + 2.691lnoil + 1.286lnusd + 0.178lngold - 0.652lninf$				
(2.702)*	(-7.609)*	(-2.144)**	(-0.328)	(2.202)**
Kritik değerler: 1.65, 1.96, 2.57				

Koentegre ilişkisine ait katsayılar incelendiğinde: öncelikle altın fiyatları istatistiksel olarak anlamlı değildir dolayısıyla incelenen periyod dikkate alındığında altın fiyatlarındaki artış hisse senedi fiyatlarını etkilememektedir. M1 ve INF negatif etkilemekte; OIL ve USD ise pozitif etkilemektedir.

Tablo 5: VECM kullanılarak yapılan nedensellik testlerinin sonuçları

Bağımlı değişken	Modelden çıkarılan değişken						T istatistiği
	$\Delta Lnise$	$\Delta Lngold$	$\Delta Lninf$	$\Delta Lnm1$	$\Delta Lnoil$	$\Delta Lnusd$	
$\Delta Lnise$	--	- 0.51097**	0.069635	0.030928	0.257017*	- 0.72105*	- 0.16959*
$\Delta Lngold$	-0.0242	--	--	--	--	--	-0.0086
$\Delta Lninf$	-0.0109	--	--	--	--	--	-0.0213
$\Delta Lnm1$	-0.0110	--	--	--	--	--	-0.0049
$\Delta Lnoil$	0.2143	--	--	--	--	--	0.1165
$\Delta Lnusd$	- 0.1271*	--	--	--	--	--	- 0.0361**

Tablo 6: Nedensellik testi genel sonuçları

	Nedensellik ilişkisi
$Lngold \Rightarrow Inise$	VAR
$Lninf \Rightarrow Inise$	VAR
$Lnm1 \Rightarrow Inise$	VAR
$Lnoil \Rightarrow Inise$	VAR
$Lnusd \Rightarrow Inise$	VAR
$Inise \Rightarrow Lngold$	YOK
$Inise \Rightarrow Lninf$	YOK
$Inise \Rightarrow Lnm1$	YOK
$Inise \Rightarrow Lnoil$	YOK
$Inise \Rightarrow Lnusd$	VAR

Kısa dönemli etkiler incelendiğinde ise incelenen tüm değişkenler İMKB 100 endeksini etkilerken İMKB 100 endeksi sadece USD yi etkileyebilmektedir.

3.5. BULGULARIN YORUMLANMASI

Tüm zaman serilerinde seviye için ADF testine göre birim kök bulunurken birinci farkları durağan çıkmıştır. Dolayısıyla seriler durağan değildir diğer bir deyişle birim kök içermektedir. Dolayısıyla uzun dönemli ilişki tespiti için koentegrasyon yönteminin kullanılması gerekmektedir. Bu serilerde regresyon kullanılması halinde hatalı sonuçlara ulaşılabacaktır. Birim kök içeren serilerde uzun

dönemli ilişkinin tespiti için koentegrasyon testleri kullanılmaktadır. Tüm seriler birinci dereceden entegre oldukları için, Johanssen koentegrasyon testlerinin uygulanması uygun görülmektedir. Literatürde, Bounds ve Engle Granger Koentegrasyon testleri de yaygın olarak kullanılmaktadır. Bounds testi serilerin entegrasyon katsayılarının birbirlerinden farklı olduğu durumlarda uygulanırken, Engle Granger testi sadece iki değişken arasındaki koentegrasyon ilişkisini tespit etmektedir. Dolayısıyla analizimizde 5 değişken kullanılması ve değişkenlerin entegrasyon katsayılarının aynı olması sebebiyle Johanssen testinin kullanılması doğru olacaktır.

Johanssen (1988), eşbütünleşme ilişkisini ortaya koyan iki farklı olabilirlik oranı önermiştir. Bunlardan biri maksimum özdeğer testi (Maximum Eigenvalue Test) diğeri ise İz Testidir. (Trace Test).

Eşbütünleşme testini uygulamadan önce modelin gecikme sayısı ve hangi modelin verilerimize uygun olduğunun tespiti yapılmalıdır. Modelde kullanılan değişkenler için bir VAR modeli oluşturularak, modelin gecikme sayısı belirlenmiştir. Modelin gecikme sayısı, Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre 2 olarak belirlenmiştir. Model seçimi yani modelin sabit terim ve deterministik trend içerip içermediği Johanssen (1992)'nin önerisi doğrultusunda şu şekilde yapılır:

İz testinde en kısıtlayıcı modelden yani model 1'den başlanarak sırasıyla daha az kısıtlayıcı olan model 2'ye ve en son olarak model 3'e gidilir. Her aşamada İz testi kritik değer ile karşılaştırılır. Boş Hipotezin red edilmediği ilk model, zaman serilerimiz için en uygun model olacaktır. Analizimizin sonucunda İz testi sonuçlarına göre en az kısıtlayıcı model olan Model 3 analizimizdeki seriler için en uygun model olarak tespit edilmiştir.

Optimum gecikme sayısı ve en uygun model tespitinden sonra değişkenler için koentegrasyon testi uygulanmıştır. Johansen koentegrasyon testine göre koentegre ilişki olmadığı savunulan boş hipotez red edilmiş ve bir adet koentegre edici vektör bulunmuştur. Dolayısıyla serilerde uzun dönemli koentegrasyon ilişkisinden söz edilebilmektedir.

Koentegre ilişkini tespitinden sonra uzun dönemli esneklikleri ifade eden hisse senetleri fiyatlarına göre normalize edilmiş parametreler tespit edilmiştir. Parametre sonuçları Tablo 4’de yer almaktadır. Koentegre ilişkisine ait katsayılar incelendiğinde: öncelikle altın fiyatları istatistiksel olarak anlamlı değildir dolayısıyla incelenen periyod dikkate alındığında altın fiyatlarındaki artış hisse senedi fiyatlarını etkilememektedir. M1 ve INF negatif etki; OIL ve USD ise pozitif etkilemektedir.

Chatrah ve diğerleri (1996) Gorenwold ve diğerleri (1997) ve Reilly (1997)’nin de aralarında bulunduğu bir çok araştırmacı yüksek enflasyon oranlarının düşük kar marjlarına neden olacağı inancından dolayı, hisse senedi fiyatları ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki olduğunu savunmuşlardır. Yapılan çalışma sonucunda da enflasyon (TÜFE) ile İMKB endeksi arasındaki uzun dönemli ilişkinin negatif yönde olduğu görülmüştür. Bu bağlamda çalışma Reilly (1997) ve diğerlerinin çalışmalarını destekler yöndedir.

Foshback (1991)’in belirttiği üzere, genel kanı para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki değişimler genel ekonomi üzerindeki dolaysız etkilerinden dolayı, özellikle finansal piyasaları etkilemektedirler. (Durukan 1999). Para arzındaki artış oranı yüksek ise kredi olarak borç verilebilecek para miktarı da artar. Bundan dolayı piyasa faiz oranlarının düşmesini bekleriz. Ayrıca, para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak hisse senedi fiyatlarını

arttırıcı rol oynayacaktır. Bunlara ek olarak, yüksek para arzı artışı enflasyona neden olarak piyasa faiz oranlarını arttıracaktır. Dolayısı ile Para arzındaki artış nedeniyle ortaya çıkan hisse senedi fiyatlarındaki artış, enflasyonu kontrol etmek amacı ile uygulanan kısıtlamalar nedeniyle olumsuz etkilenecektir. Çalışmada para arzı (M1) ile İMKB hisse senetleri arasındaki ilişki negatif yönlü bulunmuştur. Çalışmanın sonucu Foshback'in çalışmalarını desteklememekte, tam tersi negatif bir ilişkiyi ortaya koymaktadır.

Petrol fiyatlarındaki artışlar petrol zengini ülkelerde likidite artışlarına neden olmuştur. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'de meydana gelen 11 Eylül saldırılarından sonra likidite fazlası bulunan körfez sermayesi Türkiye gibi yakın coğrafyadaki gelişmekte olan ülkelere yönelerek borsa endekslerini ve işlem hacimlerini arttırmışlardır. Dolayısıyla petrol fiyatlarındaki artış dolaylı olarak endeks fiyatlarını arttırıcı etkisi olduğu ileri sürülebilir. Çalışmada petrol fiyatları ile İMKB endeksi arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu görmekteyiz. Bu durum petrol fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan likidite fazlasının borsa gibi alternatif yatırım araçlarında değerlendirildikleri tezini destekler niteliktedir.

Değişkenler arasında Eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu durumlarda Granger (1988) bu değişkenler arasındaki Kısa Dönem Nedensellik ilişkisinin VECM (Vector Error Correction Mechanism) kullanılarak incelenmesi gerektiğini savunmuştur. Granger Nedensellik testi sonuçlarına göre kısa dönemde, incelenen tüm makroekonomik değişkenler İMKB'yi etkilemektedir. Buna karşın İMKB kısa dönemde yalnızca Amerikan Dolarını (USD) etkilemektedir. Bu beklediğimiz bir sonuçtur. Zira İMKB, M1 gibi makroekonomik değişkenleri etkilemesi beklenemez. Yatırımcıların İMKB endeksi ve Amerikan Dolarına (USD) yaptıkları eş zamanlı alım satım işlemleri söz konusu değişkenler arasında çift yönlü bir ilişkiye sebep olabilmektedir. Bu konuda yapılan çalışmalarda bir fikir birliğine ulaşılamamıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Hisse senetleri içinde buldukları ekonomik ortam gereği psikolojik, siyasi, ekonomik ve mevsimsel birçok faktörün etkisi altındadır. Bu faktörlerin neler olduğunun belirlenmesi ve hisse senedi fiyatlarını etkileme güçlerinin ortaya konması, fiyatların oluşumu ve yatırım kararları açısından son derece önemlidir. Bu çalışmada seçilen makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasındaki uzun ve kısa dönem ilişki araştırılmıştır. Kullanılan makroekonomik değişkenler Para Arzı (M1), Döviz kuru (Amerikan doları), Enflasyon (TÜFE endeksi), Londra Borsası Altın fiyatları ve Brent Ham petrol fiyatlarıdır. Johansen'in (1988) Eşbütünleşme Testi, hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını ortaya koymuştur. Çalışma, uzun dönemde hisse senedi fiyatları ile enflasyon ve para arzı arasında negatif, amerikan doları ve Brent petrol fiyatları ile pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Chen'in (1986)'da yaptığı çalışmada da hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur. Benzer şekilde Wongbangpo ve Sharma (2002)'de yaptıkları çalışmada yine hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasındaki negatif ilişki Asya ülkeleri için gösterilmiştir. Yine çalışmada ortaya çıkan hisse senedi fiyatları ile Para arzı arasındaki negatif ilişki, Kwon ve Shin (1999)'in Kore için ve Wongbangpo ve Sharma (2002)'nin Endonezya için yaptıkları çalışmaların sonuçlarıyla paralellik ve benzerlik göstermektedir.

Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi VECM kullanılarak test edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, amerikan doları hariç diğer makroekonomik değişkenlerle tek yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu nedensellik ilişkisi makroekonomik değişkenlerden hisse senedi fiyatlarına yani İMKB-100 endeksine doğrudur. Amerikan doları ise hem hisse senedi fiyatları etkilemekte hemde hisse senedi fiyatlarından etkilenmektedir. Bu sonuç da ülkemiz için mantıklı bir sonuç olarak değerlendirilir. Amerikan dolarının TL'ye karşı değer kazanmasının borsaya kote olan şirketlerin ihracatlarını olumlu

yönde etkilemesini ve dolayısıyla bu şirketlerin piyasa değerlerinin artmasını yol açacaktır. Bilindiği üzere Türkiye ekonomisi ve bu ekonomimizdeki firmalar ihracat kapasiteleri son yıllarda oldukça artmıştır. Aynı şekilde hisse senedi fiyatlarındaki artışın da amerikan dolarını yukarıya çekeceğini düşünebiliriz. Ancak amerikan dolarının global fiyatı uluslararası pazarlarda oluştuğundan bu yöndeki etkinin çok daha az veya çok kısıtlı olduğunu belirtmek doğru olacaktır.

Koentegre ilişkisine ait katsayılar incelendiğinde: öncelikle altın fiyatları istatistiksel olarak anlamlı değildir dolayısıyla incelenen periyod dikkate alındığında altın fiyatlarındaki artış hisse senedi fiyatlarını etkilememektedir.

Çalışma sonucunda elde edilen verilere göre Brent petrol fiyatları da hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuçları yorumlarken küresel siyasi politikaları da göz ardı etmemek gerekmektedir. Birinci ve özellikle İkinci Körfez Savaşı'ndan sonra dünyada petrol fiyatları oldukça artma eğilimine girmiştir. 20 Mart 2003 yılında koalition güçleri tarafından başlatılan 2. Körfez Savaşı sırasında varil başı 30 amerikan doları olan petrol fiyatları 4-5 yıllık periyotta yaklaşık 3 kat artarak 100 amerikan dolarını geçmiştir. Bu sonuçtan Rusya Federasyonu, İran, Körfez ülkeleri gibi ekonomisi petrol ihracatına bağlı olan ülkeler olumlu yönde etkilenmiş ve özellikle İran gibi ülkeler bütçe fazlası vermişlerdir. Savaş sonrası petrol fiyatlarının artmasından ortaya çıkan fazla para ekonomisi bu süreçte daha güvenilir hale gelen İMKB borsasına yatırılmış ve sıcak para olarak Türkiye'ye girmiştir. Bu sonuçta arz talep ilişkisi doğrultusunda hisse senedi fiyatlarını yukarı doğru çektiğini düşünebiliriz. Yine son yıllarda Irak ve diğer arap ülkelerindeki sermaye fazlasının İMKB'de değerlendirildikleri konusunda görsel ve yazılı medyada haberler verilmektedir.

Koentegrasyon katsayıları incelendiğinde altın fiyatlarının katsayılarının anlamlı olmadığı görülmektedir. Ancak, dünyada altın fiyatlarını belirleyici olma

noktasında Almanya'nın politikalarını daha dikkatle incelenmesi gerektiği söylenebilir. Son yıllarda da altın fiyatları sürekli olarak artmış 1998'de 300 amerikan olan altın fiyatları 2009 Kasım ayında 1000 amerikan doları psikolojik sınırını aşmıştır. Altın fiyatlarının değişmesindeki en büyük faktörün altının ülkelerin hazinelerinde bulundurulması isteği ile açıklanabilir. Dünya'nın geçmekte olduğu kırılğan finansal ekonomik konjoktür, ülkeleri hazinelerinde diğer ülke tahvilleri veya dövizler yerine altına yönlendirmiş ve arzdeki artış nedeniyle altının fiyatı yükselmiştir. Bu durum çalışmanın sonuçlarıyla ilişkilendirmek pek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Ayrıca altın fiyatlarındaki koentegre katsayısı bir sonuç ileri sürmek açısından da anlamlı değildir.

Çalışmanın sonuçları makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları ile arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda İMKB borsasına yatırım yapacak olan yatırımcıların yatırım kararlarında çalışmada ele alınan makroekonomik değişkenlerin hisse senetleri ile olan nedensellik ilişkisini ve bu ilişkinin ne yönde olduğunu (pozitif veya negatif) gözönünde bulundurmaları, karar alma süreçlerinde yatırımcılara fayda sağlayacaktır. Bu çalışmanın bulguları çalışmanın birinci bölümünde bahsedilen hisse senedi analizi ve değerlemesi sürecinde ele alınan yatırımcı karar verme sürecinde yaptığı değerlemelere yardımcı bulgular olarak değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

ABDULLAH, D.A ve HAYWORTH, S.C, Macroeconometrics of Stock Price Fluctuations, Quarterly Journal of Business and Economics, 1993

AGGARWAL, R., "Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market under Floating Exchange Rates," Akron Business and Economic Review, 7-12, 1981.

AKAIKE, H. "Statistical Predictor Identification", Annals of the Institute of Statistical Mathematics, 22, 1970

AKAIKE, H., Fitting Autoregressive Models for Prediction, Annals of International Statistics and Mathematics, 21, 1969

AKÇORAOĞLU, Alpaslan ve Funda, "Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na İlişkin Amprik Kanıtlar", İMKB Dergisi, Yıl: 6, Sayı:21., Ocak-Mart 2002

AKGÜÇ Öztin Finansal Yönetim, Avcıol Matbaası, 5. Baskı, İstanbul, 1989

AKKUM Tülin, VURAN Bengü, "Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Analizi", <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/65malicozum/09-65%20t.%20akkum%20-%20b.%20vuran.doc>, Kasım 2007

ALBENİ Mesut ve DEMİR Yusuf, Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi Sayı 14, Bahar 2005

ALEXAKIS, P., N. Apergis, E. Xanthakis, "Inflation Volatility and Stock Prices: Evidence from ARCH Effects", International Advances in Economic Research, Vol:2, Issue: 2, 1996

AL-KHAZALİ O.M "Stock prices, Inflation and Output:Evidence from the Emerging Markets", Selected Paper, European Applied Business Research Conference, Venice, Italy, 2003

APAK Sudi, Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul Haziran 1995, s29.

APERGİS N. ve ELEFTHERİOU S. "Interest rates, inflation and stock prices:the case of Athens Stock Exchange", Journal of Policy Modeling, 24:231-236, 2002

ARROW K. "The Economic Implications of Learning by Doing", Review of Economic Studies, 29/3 (80), 1962

BALL, Laurence and N. MANKIW Gregory “What Do Budget Deficits Do?” NBER Working Paper, No.5263, 2005

BARRO R.J. “Economic Growth in a Cross Section of Countries”, Quarterly Journal of Economics, 407443, 1991

BAYRAÇ H. Naci Uluslararası Doğalgaz Piyasasının Ekonomik Analizi, Türkiye’deki Gelişimi ve Eskişehir Uygulaması, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999

BEAN, Charles R. “The Terms Of Trade, Labour Supply And The Current Account”, The Economic Journal, Vol.96, Supplement: Conference Papers, 1986

BEKÇİOĞLU Selim , “Portföy Korunma Aracı Olarak Altın”, Yeni İş Dünyası Dergisi, Yıl:5, Sayı:51, Ocak 1984

BOZER Ali ve GÖLE Celal, Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuki Bilgisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara 1992

BROWN Stephen J. OTSUKI Toshiyuki Macroeconomic Factors and The Japanese Equity Markets: The CAPMD Project, “In Edwin J. Elton and Martin J. Gruber (eds.) Japanese Capital Markets. NY, 1990

BULMASH S.B ve TRİVOLİ G.W. “Time-lagged interactions between stock prices and selected economic variables”, Journal of Portfolio Management, Ya No:17, 1991

CANBAŞ Serpil DEMİR Hatice “Hisse Senedi Verimi ve Enflasyon Arasındaki İlişkiler ve 1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Hisse Senetlerinin Gerçek Verimi”, Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 2, Sayı:1, 1988

CEYLAN Ali ve KORKMAZ Turhan, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, 2. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, Mart 2004

CEYLAN Ali, İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa 2000

CHAMBERS, Nurgül R., Müge İşeri, Ahmet Çilingirtürk, Makro Ekonomik Göstergelerin İMKB Üzerindeki Etkilerini İncelemeye Yönelik Bir Araştırma, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2003

CHEN N., ROLL R. ve ROSS, S.A. Economic Forces and the Stock Market , Journal of Business, 59, 1986

CHINN Menzie D. and PRASAD Eswar S. “Medium-Term Determinants Of Current Accounts In Industrial And Developing Countries: An Empirical Exploration”, Journal of International Economics, 59, 2003

CHOPIN M. ve ZHONG M., “Stock returns, inflation and the post-war macroeconomy:the long- and short-run dynamics”, *Advances in Investment Analysis and Portfolio Management*, 8:1-18, 2001

COOK T., HAHN T., “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol: 20, No:2, 1988

COOPER, R. V. L., “Efficient Capital Markets and the Quantity Theory of Money”, *Journal of Finance*, 29, 1974.

ÇOLAK, Ö.Faruk, *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, Ankara , Mart 2001

DHAKAL D., KANDİL M. ve SHARMA, S.C. “Casualty between the Money supply and share prices: a VAR investigation”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32, 1993

DICKEY D ve FULLER W. Distributions of the estimators for autoregressive time series with a unit root, *Journal of the American Statistical Association*, 75, 1979

DICKEY D.A ve FULLER W. A. Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a unit root, *Econometrica*, 1981

DORNBUSCH Rudiger, "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 84, 1976

DORNBUSCH Rudiger “Exchange Rate Economics: 1986”, *The Economic Journal*, Vol.97, No.385, 1987

DRITSAKI M. ve DRITSAKI C., “Macroeconomic determinants of stock price movements:an empirical investigation of the Greek stock market”, *Selected paper*, 11th Annual Conference of Multinational Finance Society, İstanbul, 2004

DURUKAN M.B, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi*, İMKB Dergisi, Yıl:3, Sayı:11, Temmuz-Ağustos-Eylül, 1999

EASTERLY, W.R, WETZEL D.R. “Policy Determinants of Growth: Survey of Theory and Evidence. The World Bank PPR Working Paper Series, No. 343. *Economics*, May, Ya No:407443, 1998.

EĞİLMEZ Mahfi ve KUMCU Ercan; *Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması*, Om yayınevi, İstanbul, 2002.

EKREM Gül ve EKİNCİ, Aykut, “Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984 – 2003 ”, *A:Ü: Sosyal Bilimler Dergisi*, 2006/1

ENDERS Walter, Applied Econometric Time Series, John Wiley and Sons, UK, 1995,

ERCAN M. Kamil Uluslararası Petrol Arama ve Üretim Yatırımlarının Yapısı ve Finansal Yönden İncelenmesi, Ankara: Turkish Petroleum International Company Limited Ya., Eğitim Ya. No:1, 1996

ERDEM Cumhuriyet, ERDEM Meziyet Sema ve ARSLAN Cem Kaan, "Makroekonomik Değişkenler ve İMKB 100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 2006

EROL Ahmet ve YILDIRIM A. Ercan, Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi, Ankara Şubat 2001.

FAMA E.F, "Stock returns, real activity, inflation and Money", American Economic Review, 71:545-565, 1981

FAMA E.F., French K.R, "The Cross Section of Expected Stock Returns" , Journal of Finance, Vol.47,1992.

FISCHER, S. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" New Orleans, American Economic Association., 2001

FRANKEL, Jeffrey A. On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials, American Economic Review, Vol. 69 (4), 1979

FRANKEL, J. A., "Flexible exchange rates, prices and the role of 'news': Lessons from the 1970's", Journal of Political Economy-Sayı.89., 1981

FRANSES, Philip Hans, Time Series Models for Business and Economic Forecasting, Cambridge University Press, UK,1998

FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A.J. Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975. Chicago: University of Chicago Press, 1982

FRIEDMAN, M. (ed.): Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago Un. 1956

GALOR Oded and LİN Shoukang "Terms Of Trade And Current Account Dynamics: A Methodological Critique", International Economic Review, Vol.35, No.4, 1994

GRANGER, C. W. J. "Some Recent Developments in A Concept Of Causality", Journal Of Econometrics., 1988

GRANGER, C.W.J. & NEWBOLD, P. Spurious regressions in economics. Journal of Econometrics, 2 (2) July, 1974

GRANGER, C.W.J. Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. Econometrica, 37 (3) August, 1969

GROENEWOLD, N., G. O'Rourke, S. Thomas, "Stock Returns and Inflation: A Macro Analysis", Applied Financial Economics, No: 7, 1997

GUJARATI, D.N. (1999) Temel ekonometri, (Çev. Ü. ŞENESEN & G.G.ŞENESEN). İstanbul, Literatür Yayınları, 1999

GUJARATİ, Damodar N., Basic Econometrics, third edit, MC-Graw-Hill,İnc., USA, 1995.

GÜL Ekrem ve EKİNCİ Aykut "Türkiye'de Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi:1984-2003", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C:6, S:1, ss.91-105, 2006

GÜNEŞ, H. ve SALTOĞLU, B. İMKB Getiri Volatiletisinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi, İMKB Yayınları, 1998

GÜNEŞ, Hurşit, Türkiye'de Para Arzını Artıran Nedenler, İ.TİO.Ya.No. 1990-8, İstanbul,1990

GÜRAN N. Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge, Kavram Matbaası, İzmir, 1987.

HAGUE (derl.) "The Theory of Capital" derlemesinde, New York: St. Martin's, 1961

HANUSCH, H. "Die neue Qualität wirtschaftlichen Wachstums",H. Hanusch & W. Gick (ed.) (1995: 13-26), Ansätze für ein neues Denken in der Wirtschaftspolitik, Cilt 70, 1995

HURVİCH C.M. ve TSAİ C. " Regression and Time Series Model Selection in Small Samples", Biometrika, Sa No:76, 1989

İAB İstanbul Altın Borsası Veri Tabanı, www.iab.gov.tr

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, İMKB Dergisi Cilt3 Sayı 11 ISSN 1301-1650@ İMKB 1997

JOHANSEN S. Statistical Analysis of Cointegrating Vectors, Journal of Economic Dynamics and Control, 12, 1988

JOHANSEN S. Determination of Cointegration Rank in the Presence of a Linear Trend, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 54(3), 1992

KALDOR N. (1961), "Capital Accumulation and Economic Growth", F.A. Lutz & D.C.

KARGI Nihal, Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri, Türkiye Örneği, SPK Yayınları, Yayın No:115, Ankara, 1998

KARGI Nihal, Terzi Harun Türkiye’de IMKB, Enflasyon, Faiz Oranı ve Reel Sektör Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin VAR Modeli ile Belirlenmesi, IMKB Dergisi, Yıl:1, Sayı:4 Ekim-Kasım-Aralık 1997

KARLUK Rıdvan, Avrupa Birliği ve Türkiye, İstanbul 2007

KARSLI Muharrem, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul 5. Baskı: Ocak 2004

KASMAN S., Hisse senetlerinin fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki var mı ? İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ocak 2006

KEYDER Nur, Para Teori/Politika/Uygulama, Geliştirilmiş 7. Baskı, Ankara 2000.

KORKMAZ Turhan, Hisse senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri, Birinci Basım, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa, 1999

KORUYAN Adil, Sermaye Piyasası (Taraflar-Kurumlar-İşletmeler), İzmir, Ekim 2001

KNIGHT Malcolm ve SCACCIAVILLIANI Fabio "Current Account: What's Their Relevance For Economic Policymaking?", IMF Working Paper No.WP/98/71, 1998,

KRUGMAN P.R "Recent Thinking About Exchange Rate Determination and Policy", Reserve Bank of Australia, Sydney., 1993

KWON, C.S., and SHIN T.S, "Cointegration and Causality Between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns", Global Finance Journal, 10:1, 71–81, 1999

MANKİW, G. ve SHAPPIRO Matthew, Trends,"Random Walks and Tests of the Permenant Income Hypothesis",Journal of Monetary Economics,v;16,1985

MAYSAMI, COOPER Ramin ve KOH Tiong Sim "A Vector Error Correction Model of The Singapore Stock Market", International Review of Economics & Finance, 9-1, 2000

MONSOORIAN Arman “Habits and Durability In Consumption, And The Dynamics Of The Current Account”, Journal of International Economics, 1998

MORELLI D., “The relationship between conditional stock market volatility and conditional macroeconomic volatility: Empirical evidence based on UK data”, International Review of Financial Analysis, Ya No:11, 2002

MUKHERJEE T.K. ve NAKA A., “Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: An application of a vector error correction model”, Journal of Financial Research 18(2), 1995

MUMCU Fatma, “Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye Örneği (1990-2004)”, Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, (503), 2006

NASTASI Mark, The Effects of Inflation on Stock Prices, www.gbcworld.com/mnastasi/25-06-2000 , Global Business Center., 1998

OBSTFELD Maurice ve ROGOFF Keneth Foundations Of International Macroeconomics, MIT Press, 1996

ORHAN Osman Z., Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları, Filiz Kitabevi, 1995

ÖÇAL Tezer, Para Banka Teori ve Politika, Gazi Kitabevi, Mart 1997

ÖNAL Yıldırım B., DOĞANLAR Murat ve CANBAŞ Serpil, “Döviz Kuru Riskinin Özel Türk Bankalarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Araştırılması”, İMKB Dergisi, Cilt:6, Sayı: 22, Nisan-Mayıs-Haziran., 2002

ÖNERTÜRK Filiz Petrol ve Ekonomisi Üzerine, Ankara: Maliye Bakanlığı Ya. No: 1983-259, 1983.

ÖZÇAM Mustafa. An Analysis of The Macroeconomic Factors That Determine Stock Returns In Turkey. Capital Market Board, Publication Number :75. Ankara, Temmuz 1997.

ÖZDEMİR K.A. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, Çalışma Tebliği, TCMB., 2000

ÖZDEMİR K. Azim ve ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin, Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, 2000

PARASIZ, İlker, Enflasyon Kriz Ayarlamalar, Ezgi Kitabevi, 2.Baskı, Bursa, 2002

PAYA, M.Merih, Makro İktisat, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1997

PERSSON, Torsten ve SVENSSON Lars E. “Current Account Dynamics And The Terms Of Trade: Harberger – Laursen- Metzler Two Generations Later”, The Journal Of Political Economy, Vol.93, No.1, 1985

PIERSANTI Giovanni “Current Account Dynamics And Expected Future Budget Deficits: Some International Evidence”, Journal Of International Money And Finance, 19, 255 – 271, 2000

PİGM (2000), “2000 Yılı Petrol Faaliyetleri”, Ankara: T.C. Petrol İşleri Genel Müdürlüğü Dergisi, Sayı No: 45. Press., 1956

RAPACH D.E, “The long-run relationship between inflation and real stock prices”, Journal of Macroeconomics, 24:331-351, 2001

REILLY Frank K. “The Impact of Inflation on ROE, Growth and Stock Prices”, Financial Services Review, Vol.6, Ya No:1., 1997

RENÇBER Halil; Ekonomi ve Siyasetin Nabzı BORSA, İstanbul, 1995

ROMER P.M. “The Origins of Endogenous Growth”, Journal of Economic Perspectives, 8/1, 1994

SACHS D.J. ve WARNER, M.A., (1995), “Economic Convergence And Economic Policies”, Nber Wp., No:5039, February 1995.

SACHS D.J. ve WARNER, M.A., (1995), “Natural Resource Abundance And Economic Growth”, Nber Wp., No:5398, December 1995.

SAĞCAN Mustafa, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987

SARIKAMIŞ Cevat, Sermaye Pazarlar, İstanbul 1980

SAMUELSON Paul A. ve NORDHAUS William D., Economics,14th Edition, McGraw-Hill International Editions,Economic Series, 1992

SCHUMPETER J. Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Berlin. Duncker & Humboldt 5. Baskı, (1926 [1952])

SEYİDOĞLU, Halil Uluslararası İktisat, Güzem Yayınları, 14. Baskı, İstanbul, 2001

SHIBATA, R. “An Optimal Selection of Regression Variables,” Biometrika, 68, pp.45-54., 1981

SMIRLOCK, M., J. YAWITZ, "Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency", Journal of Finance, Vol:40, No: 4, 1985

SOENEN L.A., ve HENNIGAR H.S., An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices, the US Experience Between 1980 and 1986, Akron Business and Economic Riview 19(4), 1988

SOLNIK B., Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models; A Note, Journal of Finance, 42(1), 1987

SOLOW R. "A Contribution to the Teheory of Economic Growth", Quarterly Journal of Economics, 70, 1956

SOYSAL Cengiz Rekabet Perspektifinden Türkiye Akaryakıt Sektörü, Ankara: Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, 2003

SÖNMEZ Nezihe; Kamu Bütçesi ve Bütçe Politikası, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1994

STIGLITZ, J., "İçeriden Biri: Dünya Ekonomik Krizinden Neler Öğrendim", Mulkiyeliler Dergisi, Sayı:222., 2003

SUMMERS, R. ve HESTON A.. "The Penn World Table (Mark 5) An Expanded Set of International Comparisons, 1950-1988." Quarterly Journal of Economics 106, 1991

SVENSSON E. Lars and RAZİN Asaf "The Terms Of Trade And The Current Account: The Harberger – Laursen – Metzler Effect", The Journal Of Political Economy, Vol.91, No.1, 1983

TANER Berna ve AKKAYA Gökтуğ Cenk; Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Detay Yayıncılık, Ankara, 2009

TCMB Elektronik Veri Tabanı Dağıtım Sistemi www.tcmb.gov.tr

TOGAY, Selahattin, " Post Keynesyen Teoride Para Arzının İçselliği", Ekonomik Yaklaşım, Cilt 5, 1994

TUNA Ergun, Ticaret Hukuku, Cilt III Kıymetli Evrak, Marmara Üniversitesi, Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayını, İstanbul 1995, s.25-6;

ÜNSAL, M.Erdal, Makro İktisat, İmaj Yayıncılık, 3 Baskı, Ankara, 2000

WISE C., ROETT R. Exchange Rate Policies In Latin America, Brookings, 2000

WONGBANGPO P. ve SHARMA S.C, “Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions : ASEAN-5 countries”, Journal of Asian Economics, 13:27-51., 2002

YILDIRIM Sevil Dünyada ve Türkiyede Petrol, Ankara: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü Yayını, 2003

YILMAZ, Ömer, GÜNGÖR Bener ve KAYA Vedat “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasında Eşbütünleşme ve Nedensellik”, İMKB Dergisi, Yıl:9, Cilt:9, Sayı: 34, Aralık 2006.

ZUCCHINI, W. ,”An Introduction to Model Selection,”Journal of Mathematical Psychology, 2000