

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

**GELİŞEN PİYASALARDA HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE BİR İNCELEME: PANEL VERİ
ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Hasan AYAYDIN

OCAK 2012

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

**GELİŞEN PİYASALARDA HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE BİR İNCELEME: PANEL
VERİ ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Hasan AYAYDIN

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

OCAK 2012

TRABZON

ONAY

Hasan AYYDIN tarafından hazırlanan ‘‘Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi’’ adlı bu çalışma 23.01.2012 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ (Başkan)

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI (Danışman)

Prof. Dr. Mustafa EMİR

Prof. Dr. Metin BERBER

Yrd. Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... /2012

Enstitü Müdürü
Prof. Dr. Yusuf ŞAHİN

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Hasan AYAYDIN

22. 01. 2012

ÖNSÖZ

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesindeki en önemli göstergelerden biri hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Hisse senetleri riskli yatırım araçları oldukları için yatırımcılar, özellikle kurumsal yatırımcılar risklerden korunmak ve daha fazla getiri elde edebilmek için hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilenirler. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bilinmesi, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir. Başarılı bir yatırım stratejisi gütmek isteyen yatırımcı, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarını etkileyen bu faktörleri göz önünde tutmalıdır. Çünkü bu faktörlerdeki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları dolayısıyla hisse senedi getirisi de değişim gösterecektir. Böylece, hem yatırımcıların sağlıklı kararlar alması hem de finansal piyasaların etkinliğini artırma amacına yönelik politikaların daha başarılı olması için bazı bilimsel dayanaklar da elde edilmiş olmaktadır. Çalışmanın amacı, 1994-2009 dönemi için yıllık verilerle panel veri analizi yöntemini kullanarak 22 gelişen piyasada hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri belirleyip, hisse senedi getirisi ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde test etmektir.

Tez çalışmam süresince önemli katkıları ile çalışmama yön veren değerli danışman hocam Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI 'ya, değerli görüş ve önerilerini esirgemeyen hocalarım Sayın Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ'e, Prof. Dr. Mustafa EMİR'e, Prof. Dr. Metin BERBER'e ve Y. Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT'a, uygulama aşamasında yardımlarından dolayı Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE ve Y. Doç. Dr. Murat Can GENÇ'e, tezin akıcı bir dille ifade edilmesinde yardımcı olan Y. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM'a çok teşekkür ederim. Son olarak, bugüne kadar attığım her adımda yanımda olan ve desteklerini esirgemeyen değerli eşim Çiğdem'e ve aileme, tez çalışmam süresince moral kaynağım olan henüz yeni doğan bebeğim Poyraz'a teşekkürlerimi sunarım.

Trabzon, Ocak 2012

Hasan AYAYDIN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	XI
ABSTRACT	XII
TABLOLAR LİSTESİ	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ	XV
KISALTMALAR LİSTESİ	XVI
GİRİŞ.....	1-3

BİRİNCİ BÖLÜM

1. HİSSE SENEDİ, HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA GETİRİ VE RİSK	
KAYNAKLARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	4-30
1.1. Hisse Senedinin Tanımı	4
1.2. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri	5
1.2.1. Kâr Payı Hakkı	6
1.2.2. Rüçhan Hakkı.....	6
1.2.3. Tasfiyeden Pay Alma Hakkı	7
1.2.4. Oy Kullanma ve Şirket Yönetimine Katılma Hakkı	7
1.2.5. Bilgi Edinme Hakkı	8
1.2.6. Sır Saklama Yükümlülüğü	8
1.2.7. Sermaye Yükümlülüğü	8
1.3. Hisse Senedinin Türleri	9
1.3.1. Adi Hisse Senetleri ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	9
1.3.2. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri.....	10
1.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	10

1.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri.....	11
1.3.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	11
1.3.6. Oydan Yoksun Hisse Senetleri.....	11
1.4. Hisse Senedi Değer Tanımları	12
1.4.1. Objektif Değer Kavramları.....	12
1.4.1.1. Nominal Değer.....	12
1.4.1.2. Defter Değeri	12
1.4.1.3. Piyasa Değeri	13
1.4.1.4. İhraç Değeri	13
1.4.2. Sübjektif Değer Kavramları	14
1.4.2.1. Tasfiye Değeri.....	14
1.4.2.2. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	14
1.4.2.3. Gerçek Değer	15
1.5. Hisse Senedi Yatırımlarında Getiri ve Risk Kavramları	15
1.5.1. Hisse Senedi Yatırımlarında Getiri Kavramı	16
1.5.1.1. Kâr Payı Getirisi	16
1.5.1.2. Sermaye Kazancı	17
1.5.2. Hisse Senedi Yatırımlarında Risk Kavramı	17
1.5.2.1. Sistemik Risk Kavramı	20
1.5.2.1.1. Faiz Oranı Riski.....	21
1.5.2.1.2. Kur Riski	22
1.5.2.1.3. Piyasa Riski	22
1.5.2.1.4. Politik Risk	23
1.5.2.1.5. Satın Alma Gücü Riski	24
1.5.2.1.6. Ülke Riski	25
1.5.2.2. Sistemik Olmayan Risk Kavramı	26
1.5.2.2.1. Faaliyet Riski	27
1.5.2.2.2. Finansal Risk	27
1.5.2.2.3. İş ve Endüstri Riski.....	28
1.5.2.2.4. Likidite Riski	28
1.5.2.2.5. Yönetim Riski	29
1.5.2.3. Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Riskle İlgili Yapılan Belli Başlı Çalışmalar	29

İKİNCİ BÖLÜM

2. GELİŞEN PİYASALAR, GELİŞEN HİSSE SENEDİ PİYASALARI, GELİŞEN HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA RİSK VE GETİRİ, ÇEŞİTLENDİRME	31-60
2.1. Gelişen Piyasalar Kavramı.....	31
2.2. Piyasaların Gelişmişlik Sınıflandırması	33
2.3. Gelişen Hisse Senedi Piyasaları	35
2.4. Gelişen Hisse Senedi Piyasalarında Risk ve Getiri	37
2.5. Yatırımcıları Gelişen Hisse Senedi Piyasalarında Yatırım Yapmaya Yönlendiren Faktörler	40
2.5.1. Uluslararası Çeşitlendirme ve Risk	40
2.5.2. Endüstri ve Ülke Çeşitlendirmesi.....	44
2.5.3. Daha Fazla Getiri Sağlama Fırsatı	45
2.5.4. Diğer Nedenler.....	46
2.6. Portföy Çeşitlendirmesi Üzerine Yapılan Belli Başlı Çalışmalar	47
2.7. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hisse Senedi Piyasalarının Rolü	49
2.7.1. Özkaynak Yolu İle Finansman Sağlama	49
2.7.2. Kamuoyunun Bilgilendirilmesi	50
2.7.3. Çeşitlendirme Yoluyla Riski Azaltma.....	50
2.7.4. Sermaye Birikiminin Oluşturulması.....	50
2.7.5. Ekonomik Büyümeye ve Gelişmeye Katkı	51
2.7.5.1. Likidite Sağlama İşlevi	51
2.7.5.2. Şirket Kontrolü İşlevi ve Kaynakların Etkin Dağılımı	52
2.7.5.3. Hisse Senedi Piyasalarının Gelişmesi İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Belli Başlı Çalışmalar.....	53
2.8. Gelişen Piyasaların Küresel Piyasalardaki Yeri	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	61-98
3.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler	62
3.1.1. İşletme Dışından Kaynaklanan Faktörler	62

3.1.1.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Makroekonomik Faktörler.....	62
3.1.1.1.1. Faiz Oranları	65
3.1.1.1.2. Döviz Kuru	66
3.1.1.1.3. Para Arzı	68
3.1.1.1.4. Enflasyon Oranı	70
3.1.1.1.5. İktisadi Faaliyetler	72
3.1.1.1.6. Dış Ticaret Dengesi	73
3.1.1.1.7. Küresel Piyasalardaki Gelişmeler.....	74
3.1.1.2. Endüstri İle İlgili Faktörler	75
3.1.1.2.1. Faaliyet Konusu.....	76
3.1.1.2.2. Sektör İçindeki Konumu ve Payı.....	76
3.1.1.2.3. Devletin Sağladığı Teşvikler	77
3.1.1.2.4. Endüstri Hayat Devreleri	77
3.1.1.2.5. Endüstrideki Rekabet ve Değişim Hızı	78
3.1.1.3. Diğer Faktörler.....	78
3.1.1.3.1. Siyasi Faktörler.....	78
3.1.1.3.1.1. Seçim	79
3.1.1.3.1.2. Özelleştirme Politikaları.....	79
3.1.1.3.1.3. Siyasal Belirsizlikler.....	80
3.1.1.3.2. Psikolojik Faktörler	81
3.1.1.3.3. Spekülasyon	83
3.1.1.3.4. Anomaliler	83
3.1.1.3.4.1. Dönemsel Anomaliler.....	84
3.1.1.3.4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler .	85
3.1.1.3.4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler ...	85
3.1.1.3.4.1.3. Tatillere İlişkin	
Anomaliler	86
3.1.1.3.4.2. Kesitsel Anomaliler	87
3.1.1.3.4.2.1. Firma Büyüklüğü	
Anomalisi.....	87
3.1.1.3.4.2.2. İlk Halka Arz Anomalisi.....	87
3.1.1.3.4.3. Diğer Anomaliler	88
3.1.2. İşletme İle İlgili Faktörler	88

3.1.2.1. Finansal Yapıdaki Değişiklikler	89
3.1.2.2. Kâr Dağıtım Politikası	90
3.1.2.3. Tahmini İşletme Kazancı	91
3.1.2.4. Sermaye Artırımı	92
3.1.2.5. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	93
3.1.2.6. Sermaye Piyasasında Yapay Piyasa ve Fiyat Oluşturmak	94
3.1.2.7. İşletme Yönetiminin Yeteneği	96
3.1.2.8. Finansal Raporlarda Sunulan Bilgilerin Kalitesi	96

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK

FAKTÖRLER ÜZERİNE LİTERATÜR DEĞERLENDİRMESİ.....99-113

4.1. Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik Değişkenler	
Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar	101
4.2. Gelişmiş Piyasalarda Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik Değişkenler	
Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar	108
4.3. Türkiye Sermaye Piyasasında Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik	
Değişkenler Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	111
4.4. Panel Veri Analizi Kullanılarak Yapılan Çalışmalar.....	113

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. GELİŞEN PİYASALARDA HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN

MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE BİR İNCELEME:

PANEL VERİ ANALİZİ 114-174

5.1. Araştırmanın Konusu, Amacı ve Kapsamı	114
5.2. Araştırmanın Yöntemi	121
5.3. Araştırmada Kullanılan Veri Seti	126
5.4. Araştırmada Kullanılan Model ve Değişkenler	127
5.4.1. Bağımlı Değişkenler.....	129
5.4.2. Bağımsız Değişkenler	129
5.5. Verilerin Analizi ve Bulgular	133

5.5.1. Değişkenlere İlişkin Genel İstatistikler	133
5.5.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon.....	134
5.5.3. Panel Birim Kök Testi Sonuçları	135
5.5.4. Panel Veri Analizi Sonuçları.....	136
5.5.4.1. Tüm Gelişen Piyasalar Panel Veri Analizi Sonuçları.....	138
5.5.4.2. Coğrafi Bölgeler Panel Veri Analizi Sonuçları	141
5.5.4.3. Gelir Düzeyine Göre Panel Veri Analizi Sonuçları.....	151
5.5.4.4. OECD Üyesi Olup Olmaması Açısından Panel Veri Analizi Sonuçları	156
5.6. Araştırmanın Bulgularının Değerlendirilmesi	161
SONUÇ VE ÖNERİLER	175
YARARLANILAN KAYNAKLAR	188
EKLER	233
ÖZGEÇMİŞ	237

ÖZET

Son yıllarda finans literatüründe tartışılan önemli konulardan biri, hisse senedi getirilerinin makroekonomik değişkenlerle olan ilişkisidir. Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılan araştırmaların çelişkili sonuçları, bu konunun güncel kalmasını ve ilgi odağı olmasını sağlamıştır. Bu ilişkiyi araştıran çalışmalar gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmaların yetersizliği ve elde edilen çelişkili sonuçlar bu konunun ele alınmasında etkili olmuştur.

Çalışmanın amacı; 1994-2009 dönemi için yıllık verilerle panel veri analizi yöntemini kullanarak 22 gelişen piyasada hisse senetlerinin getirisi üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri belirleyip, hisse senedi getirisi ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde test etmektir. Ayrıca çalışmada bu değişkenlerden hangisinin hisse senedi getirisi üzerinde daha etkili olduğunun ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu ilişkinin yönünün ve miktarının tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlanması hedeflenmiştir.

Ele aldığımız örneklerin tamamında hisse senedi getirilerinin; döviz kurundan, para arzından, S&P 500 endeksinden, 1997-1998 Doğu Asya Krizinden ve 2008 Küresel Finansal Krizinden etkilendiği saptanmıştır. Ampirik bulgulara göre sadece çalışma kapsamında yer alan tüm gelişen piyasalar örneğinde hisse senedi getirisinin; faiz oranından, enflasyon oranından, sanayi üretim endeksinden, döviz kurundan, para arzından etkilendiği saptanmış; ancak diğer gelişen piyasalar örneklemlerinde faiz oranı, enflasyon oranı, sanayi üretim endeksi ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Keywords: gelişen piyasalar, gelişen hisse senedi piyasaları, makroekonomik değişkenler, panel veri analizi

ABSTRACT

Recently, one of the main issues discussed in financial literature is the relationship between stock returns and macroeconomic variables. The conflicting results of the studies on the relationship between stock return and macroeconomic variables have resulted in the maintenance of actuality and popularity of the issue. While the studies on this relationship focus on developed markets, the scarcity of the studies on emerging markets and the conflicting results found in the studies on the relationship have led to the fulfillment of this study.

The aim of this study is to; determine macroeconomic variables of stock return affecting the stock returns of 22 emerging markets, and test the relationship between the stock returns and these variables within the frame of a model by using the annual data between 1994-2009 and panel data analysis method. It has also been aimed to put forth which of these variables are more effective on the stock returns. Another aim is to make some contributions to the literature for determining the direction and amount of this relation within this scope.

According to the empirical findings within the framework of the study, it has been found that the stock returns of all emerging market samples are effected by; the exchange rates, money supply, SP 500 Index and 1997-1998 Eastern Asia and Global Financial Crises. According to the empirical findings within the framework of the study, it has been found that the stock returns are effected by the interest rates, inflation rates, industrial production index, exchange rates and money supply only in all emerging market samples but no sensible statistical relationship has been determined between the interest rates, inflation rates, industrial production index and stock returns in other emerging market samples

Keywords: emerging markets, emerging equity markets, macroeconomic variables, panel data analysis

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Hisse Senedi Yatırımlarında karşılaşılabilecek Risk Kaynakları	19
2	Gelişen Piyasalarda Ortalama Getiri ve Standart Sapma.....	39
3	Piyasa Değerleri (ABD Doları Milyon, 1999–2009).....	55
4	İşlem Hacmi (ABD Doları, Milyon, 1999–2009).....	56
5	İşlem Gören Şirket Sayısı (1999 – 2009).....	57
6	Çalışma Kapsamındaki Piyasalar.....	120
7	Veri Setinin Kaynakları	126
8	Ampirik Çalışma İçin Örnek Modeller	127
9	Modelde Kullanılan Bağımsız Değişkenler	128
10	Değişkenlere İlişkin Genel İstatistikler	133
11	Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi.....	134
12	IPS (2003) ve LLC (2002) Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	135
13	Fisher Odaklı ADF ve PP Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	136
14	Tüm Gelişen Piyasalar İçin Tahmin Edilen Modellerin Sonuçları.....	139
15	Latin Amerika Coğrafi Bölgesi İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları..	142
16	Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	144
17	Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	147
18	Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	149
19	Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	152
20	Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	154
21	OECD Üyesi Gelişen Piyasalar İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları .	157

22	OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar İçin Tahmin Edilen Modelin Sonuçları.....	159
23	Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo	162
24	Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo (Devamı).....	163

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Risk.....	19
2	Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Küresel Piyasa İçindeki Payı (1986–2009).....	58
3	Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 31.12.2009– 29.09.2010).....	59
4	Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı Karşılaştırması	60

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: (Augmented Dickey Fuller) Genişletilmiş Dickey Fuller
APT	: (Arbitrage Pricing Theory) Arbitraj Fiyatlandırma Modeli
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme Giderleri
ARCH	: (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) Koşullu Değişen Varyans
ARMA	: Autoregressive Moving Average modeli
ARIMA	: Autoregressive Integrated Moving Average modeli
ASEAN	: (Association of South East Asian Nations) Güney Doğu Asya Ülkeleri Topluluğu
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin Endeksidir
BVAR	: Bivariate Vector Autoregressive Modeli
CEE	: Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri
CIS	: Bağımsız Devletler Topluluğu
CKS	: (Center for Knowledge Societies) Bilgi Topluları Merkezi
ECM	: (Error Correction Model) Hata Düzeltme Modeli
EGARCH	: (Exponential Generalized Autoregressive Conditional :Heteroscedasticity) Dış Genelleştirilmiş Koşullu Değişen Varyans
EM	: (Emerging Market) Gelişen Piyasalar
FTSE	: (Financial Times Stock Endex) Financial Times Hisse Senedi Endeksi
G7	: (Group of Seven) Yediler Grubu: Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD
GARCH	: (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) Genelleştirilmiş Koşullu Değişen Varyans
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IFC	: (International Finance Corporation) Uluslararası Finans Kuruluşu
IMF	: (International Monetary Fund) Uluslararası Para Fonu

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LDC	: Az Gelişmiş Ülke
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika
OECD	: (Organization for Economic Co-operation and Development) Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OLS	: (Ordinary Least Squares) En Küçük Kareler Yöntemi
RMSE	: Root-Mean-Square Errors
SSA	: (Sub-Saharan Africa) Alt Sahra Afrika
SÜE	: Sanayi Üretim Endeksi
S&P	: Standart & Poor's
SPKa	: Sermaye Piyasası Kanunu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vector Autoregressive Modeli
VECM	: (Vector Error Correction Modelling) Vektör Hata Düzeltme Modeli
WDI	: World Development Indicators

GİRİŞ

Hisse senedi piyasalarının hem fon arz edenler hem de fon talep edenler açısından büyük bir önemi bulunmaktadır. Hisse senedi piyasaları bir ekonomide ekonomik birimlerin kendi içlerinde sermaye birikiminin ve yatırım denkliliğinin sağlanmasında rol oynamaktadır. Bu sayede, hisse senedi piyasaları fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişine olanak sağlamaktadırlar.

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesindeki en önemli göstergelerden biri hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Hisse senetleri riskli yatırım araçları oldukları için yatırımcılar, özellikle kurumsal yatırımcılar risklerden korunmak ve daha fazla getiri elde edebilmek için hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilenirler.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bilinmesi, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir. Başarılı bir yatırım stratejisi gütmek isteyen yatırımcı, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri göz önünde tutmalıdır. Çünkü bu faktörlerdeki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları değişim gösterecektir. Böylece, hem yatırımcıların sağlıklı kararlar alması hem de finansal piyasaların etkinliğini artırma amacına yönelik politikaların daha başarılı olması için bazı bilimsel dayanaklar da elde edilmiş olmaktadır. İşte bu noktada, yatırımcı hisse senedi fiyatını dolyısıyla hisse senedi getirisini etkileyen faktörleri dikkate almazsa, vereceği yatırım kararında hataya düşecektir. Bu durumda başarılı bir yatırım stratejisi güdülmemiş olacaktır.

Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmaların kıt oluşu, hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ulaşılan çelişkili sonuçlar bu konunun ele alınmasında etkili olmuştur. Bu konunun ele alınmasında etkili olan diğer önemli bir faktör küreselleşmeyle birlikte piyasalar arasında etkileşimin artmasının hisse senedi piyasalarının grup halinde incelenmesinin daha yararlı sonuçlar doğuracağı düşüncesidir.

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olduğu gerçeğinden hareketle; gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının, bir ilişki varsa bu ilişkinin düzeyinin ve yönünün ne olduğunun ortaya konulmasıyla politika yapıcılar ve ilgili karar alıcı kesimlerin de yararlanabilecekleri bir bilimsel dayanak elde edilebilecektir. Ayrıca, gelişmekte olan ülke verisiyle yapılacak analiz sonuçlarının ne derecede tutarlı olduklarının test edilmesi yanında gelişmekte olan ülkelere yönelik sınırlı sayıda araştırmalara katkı sağlamak bu çalışmanın yapılma gerekçelerinden biridir.

Çalışmanın amacı; Türkiye'nin de dahil olduğu 22 gelişen piyasada hisse senetlerinin getirisi üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri belirleyip, hisse senedi getirisi ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde test etmektir. Ayrıca çalışmada bu değişkenlerden hangisinin hisse senedi getirisi üzerinde daha etkili olduğunun ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu ilişkinin yönünün ve miktarının tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlanması hedeflenmiştir. Bu amaçlar doğrultusunda literatürde hisse senedi getirisini etkilediği kabul edilen enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve para arzı makroekonomik değişkenleri ile uluslararası hisse senedi piyasası göstergesi olan S&P 500 endeksinin hisse senedi getirisini etkileme gücü tespit edilmektedir.

Çalışmada zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesine yarayan panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veriler, zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirerek, farklı zaman aralıklarında aynı birimlere ilişkin veri setlerinden oluşmaktadır.

Araştırma 1994-2009 yılları arasındaki 16 yıllık süreyi ve farklı coğrafi bölgeden 22 gelişen piyasayı kapsamaktadır. Çalışmada tahmin sonuçlarının elde edildiği modeller ilk olarak gelişen tüm piyasaların yer aldığı gelişen piyasalar modeliyle başlamaktadır. Gelişen piyasalar için karma modellerden elde edilen sonuçlara göre analizler detaylandırılmıştır. Bu noktada, gelişen piyasaların sınıflandırılarak ayrıca ele alınmasına karar verilmiştir.

Bu çalışmada gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere, ait oldukları gelir düzeylerine ayrılarak ve OECD üyesi olup olmadığı açısından da farklı modeller

oluşturularak incelenmiştir. Piyasaların coğrafi bölgelere ayrılmasının altında yatan neden, aynı coğrafyada yer alan ülkelerin benzer ekonomik yapıyı göstermesidir. Gelişen piyasalar Dünya Bankası'nın gelir düzeyi ayırımına dayanılarak üst orta ve alt orta gelir düzeylerine göre iki farklı gruba ayrılarak her bir gelir grubu için ayrı modeller oluşturulmuştur.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışmanın kavramsal erevesi incelenmektedir. Bu kapsamda hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri, hisse senedi sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi değer tanımları, hisse senedi yatırımlarında getiri, sistematik ve sistematik olmayan risk kaynakları üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde önce gelişen piyasa, gelişen hisse senedi piyasası ve çeşitlendirme kavramları tanımlanmaktadır. Daha sonra gelişen hisse senedi piyasalarında risk ve getiri, yatırımcıların gelişen hisse senedi piyasalarında yatırım yapma nedenleri ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının önemi irdelenmektedir. Son olarak gelişen piyasaların küresel piyasalardaki yeri üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın nc bölümünde hisse senedi getirisini ve fiyatını etkileyen faktörler literatür çalışmalarına yer verilerek irdelenmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde önce literatür dikkate alınarak gelişen piyasalarda hisse senedi getirisini etkilediği düşünülen ve modelde yer verilecek değişkenler tanımlanmakta, çalışmanın veri seti ve modeli üzerinde durulmakta, çalışmada kullanılan panel regresyon analizi ve panel birim kök testleri teorik açıdan tanıtılmaktadır. Daha sonra ise modele ilişkin elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

Çalışma sonuç ve değerlendirmelerin yer aldığı beşinci bölümle son bulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. HİSSE SENEDİ, HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA GETİRİ VE RİSK KAYNAKLARI İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde çalışmanın kavramsal çerçevesi incelenmektedir. Bu kapsamda hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri, hisse senedi sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi değer tanımları, hisse senedi yatırımlarında getiri, sistematik ve sistematik olmayan risk kaynakları üzerinde durulmaktadır.

1.1. Hisse Senedinin Tanımı

Literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senedi, anonim ortaklıklar tarafından ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır (Apak, 1995; 29). Diğer bir tanımla, hisse senedi; anonim şirketlerin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen kıymetli evrak niteliğindeki belgelerdir (Bodie ve diğerleri, 2001: 39; Karlı, 1989: 372; Konuralp, 2001: 29). Hisse senedi, şirket sahipliğini temsil eden bir belgedir (Bodie ve diğerleri, 2001: 40; Keown ve diğerleri, 2002: 247; Gallagher ve Andrew, 1997: 370; Levy, 2002: 39).

Hisse senedi ihraç etme hakkına sahip sermaye şirketinin sermayesi belli paylara bölünür ve her bir pay karşılığında bu sermayeyi sağlayanlara hisse senedi verilir. Bir şirketin dolanımında bulunan hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan nominal değerleri toplamı, o şirketin esas sermayesine ya da çıkarılmış sermayesine eşittir.

Hisse senetlerinin vadesi sonsuzdur. Bu nedenle, hissedarlar ancak şirket faaliyetlerine son verdiği zaman, sahip oldukları hisse senetlerinin anaparalarını şirketten talep edebilirler. Bu anlamda da hisse senetleri yatırımcılar açısından oldukça riskli bir araçtır. Ancak hisse senetlerinin yatırımcılar arasında alım satımın gerçekleştiği aktif bir ikincil piyasanın mevcut olması bu riski azaltır (Dağlı, 2009: 6). Dolayısıyla, hisse senetlerine yatırım yapmanın ön koşulu organize bir borsayla desteklenmiş aktif bir ikincil

piyasanın varlığıdır. İkincil piyasa sayesinde hisse senetleri kolayca el değiştirebilmektedir. Bu durum hisse senetlerinin likiditesini, dolayısıyla da çekiciliği artırmaktadır.

Anonim şirketler, öz sermaye gereksinimlerini hisse senedi ihraç ederek karşılarlar. İşletmeler, ihraç ettikleri hisse senetlerinin tümünü halka sunmayabilirler. Halka sunulmayan hisse senetleri şirket kasasında tutulduğundan, kasa hisse senetleri olarak bilinirler (Brealey ve diğerleri, 2006: 343).

Hisse senetleri diğer finansal araçlar gibi hem ihraç piyasalarının hem de menkul kıymet piyasaları ile üçüncül ve dördüncül piyasaların temel finansal araçlarıdır. Tahviller ve bonolar gibi borçlanma aracı olmadıklarından zaman değerleri yoktur. Yönetim ve denetimde söz sahibi olma amacıyla hareket edenler hariç diğer yatırımcılar, şirketin gelecek dönemlerdeki kazanma gücünü ve dağıtabileceği temettü miktarını tahmin ederek hisse senetlerini alır ya da satarlar (Çıkrıkçı, 2005: 135). Kazanma gücü ve temettü potansiyeli yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı artacak tersi durumda ise düşecektir. Ayrıca şirkete yönelik beklentiler hisse senedinin fiyatını artıracak veya azaltacaktır. Hisse senedi sahipleri şirkete ortak oldukları için şirketin bütün faaliyet ve finansal riskine katlanırlar.

Hisse senetleri sermaye piyasasında işlem gören diğer yatırım araçlarına göre daha riskli yatırım araçlarıdır. Diğer yatırım araçlarında olduğu gibi yatırımcıya garanti edilmiş bir getiri sağlamamaktadır (Barak, 2008: 8). Ancak, hisse senetleri sahibine hem kısa hem de uzun vadede yüksek getiri elde etme fırsatı sağlayabilmektedir. Hisse senetleri, kısa vadeli getiri fırsatlarının yanı sıra uzun vadede istikrarlı, düzenli ve diğer yatırım araçlarına göre daha yüksek getiri potansiyeline sahiptir (Amenc ve Le Sourd, 2003: 4).

1.2. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri

Hisse senedi ortaklık hukukunu temsil eden bir belgedir. Bu belgeye sahip olanlar, işletmeye ortaklık hak ve sıfatını kazanırlar. Bu ortaklık nedeniyle hisse senedi sahipleri bir takım hak ve yükümlülükler sahiptirler. Bu hak ve yükümlülükler; kâr payı hakkı, rüçhan hakkı, tasfiye bakiyesine katılma hakkı, oy kullanma ve şirket yönetimine katılma hakkı, bilgi alma hakkı (Emery ve diğerleri, 1998: 518; Levy, 2002: 39; Baker ve Powell,

2005: 141; Geddes, 2006: 34-35), sır saklama borcu, sermaye borcu (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 183; Büker ve Bayar, 2001: 291) Şeklinde sıralanabilir.

1.2.1. Kâr Payı Hakkı

K rpayı hakkı hisse senedi sahibinin en önemli mali haklarından biridir (Baker ve Powell, 2005: 141). Kar payı, pay sahibinin kazanılmıŐ haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ya göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kâr payı dağıtılamaz (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), 2009: 12).

Anonim Şirketlerde ilgili faaliyet döneminde varsa elde edilen kârın, yönetim kurulunun  nerisi ve genel kurulun onayıyla dağıtılmasına karar verilen kısmına kâr payı veya temettü adı verilir. Temettü tutarının Şirketin hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına temettü bulunur. Hisse başına temettünün hisse senedi nominal değerine bölünmesiyle de temettü oranına ulaŐılır. Her hisse senedi sahibi Şirketin sağladığı k rdan yararlanma ve dağıtılacak olan kısımdan hissesine düşen temettüyü alma hakkına sahiptir ( ıkrık ı, 2005: 136).

1.2.2. RüÇhan Hakkı

Firmanın yeni hisse senedi ihracı halinde eski ortaklar hisse senetleri oranında yeni hisse senetlerini almak hakkına sahiptirler ve buna rüÇhan hakkı denir. RüÇhan hakkı ortaklara firmayı kontrole devam etmek imkanını verir ve firmanın varlığının yeni ortaklardan eskilere transferini önler. Ortaklar rüÇhan haklarını hisseleri oranında kullanırlar (Okka, 2009: 469). Firma eski ortaklarını korumak için rüÇhan hakkını kullanan ortaklara yeni hisse senetlerini piyasa değerinden daha düşük bir fiyatla satabilir.

RüÇhan hakkının iki temel amacı söz konusudur. Birincisi, mevcut hissedarların kontrol gücünü korumaktır. Eğer bu koruma olmasaydı hissedarlar tarafından eleŐtirilen bir Şirketin yönetimi, büyük miktarlarda ek yeni hisse senetleri çıkarıp bunları kendileri alarak hissedarların Şirket yönetimini görevden uzaklaŐtırmasını engelleyebilecekti. Yönetim böylece Şirketin kontrolünü muhafaza edebilecek ve mevcut hissedarların isteğini göz ardı edebilecektir. İkinci ve en önemli neden hissedarları değerin düŐürülmesine karşı korumaktır. Hisse senedini piyasa değerinin altında bir fiyatla satma hisse senedinin

fiyatını düşürecek ve mevcut hissedarlardan yeni hisseleri alanlara bir servet transferi olacaktır. Rüçhan hakkı bu durumların ortaya çıkmasını önleyecektir (Brigham, 1995: 7).

1.2.3. Tasfiyeden Pay Alma Hakkı

Hisse senedi sahiplerinin bir diğer hakkı şirketin tasfiyeye gitmesi halinde borçlar ödendikten sonra kalan net varlığından hisseleri oranında pay almalarıdır (Çıkrıkçı, 2005: 137). Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi bu artığa payı oranında iştirak eder. Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu değildir (TSPAKB, 2009: 11).

1.2.4. Oy Kullanma ve Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Hisse senedi sahiplerinin en önemli haklarından biri oy kullanma hakkıdır. Yönetim ve denetim kurullarının seçimi ortakların oylarıyla gerçekleşir. Yönetim kurulu üyeleri ortakların temsilcisi olarak seçilirler. Kurul, işletme yönetimini atar, denetler ve genellikle yönetimle birlikte hareket eder. Birçok şirkette ortaklar yönetim kurulu üyelerini çoğunluk oylaması sistemine göre seçerler. Bu durumda her üye ayrı ayrı oylanır ve ortaklar sahip oldukları her hisse için bir oy kullanırlar (Korkmaz ve Pekkaya, 2009: 273).

Hissedarlar daha çok oy haklarını “vekâlet” olarak bilinen bir araçla, ikinci kişilere transfer ederler. Yönetim devamlı hissedarların vekâletini toplamaya çalışır ve genellikle bu vekaleti elde eder. Hissedarların kârlılık ve diğer yönetsel konularda memnun olmaması durumunda, yönetimi devirmek ve işletmenin kontrolünü ele geçirmek için dışarıdan bir grup vekâletleri toplamaya çalışabilir. Bu durum vekalet savaşı olarak bilinmektedir (Bodie ve diğerleri, 2001: 40; Brigham, 1995: 6).

T.T.K'nın 341, 348, 349, 366, 367 inci maddeleri uyarınca, bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez, adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin % 51'ni elinde bulunduran yada bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat, sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde % 10'luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana

sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir (TSPAKB, 2009: 12).

1.2.5. Bilgi Edinme Hakkı

Ticari sırlar dışında, her hissedarın şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı bulunmaktadır. Şirket bu bilgi sağlamayı şirketin faaliyet sonuçlarını, verdiği önemli yatırım, finansman ve kâr dağıtım kararlarını, sermaye artırımını ve diğer önemli kararları kamuoyuna duyurmak suretiyle yerine getirir (Dağlı, 2009: 6).

Türk Ticaret Kanunu'nun 362 ve 363. maddeleri uyarınca hisse senedi sahiplerinin bilgi edinme hakkı, ana sözleşmeyle, şirket genel kurulu veya yönetim kurulu kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca hissedarlar şüpheli gördükleri konularda denetçilerin dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup kâr ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TSPAKB, 2008: 12).

1.2.6. Sır Saklama Yükümlülüğü

Her hisse senedi sahibi Türk Ticaret Kanunu'nun 363. maddesi uyarınca sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da, şirket sırlarını saklamakla yükümlüdür.

1.2.7. Sermaye Yükümlülüğü

Hisse senetleri bir ortaklık senedi olarak sahibine bazı haklar sağlamakla beraber, ortaklara da bazı sorumlulukları yüklemektedir. Gerek yeni kuruluşta gerekse sermaye artırımında, hisse senedi sahiplerinin taahhüt ettikleri sermayeleri ödemeleri en önemli yükümlülüklerindedir. Öte yandan ana sözleşme ile şirket ortaklarına ilave yükümlülükler verilebilir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 183).

Bedeli tamamen ödenmiş nama yazılı hisse senetlerini elin tutan kimse pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur (TSPAKB, 2008: 13). Hiçbir taahhütname imzalamadan yalnızca portföy yatırımı yapan bir kişinin sahip olduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı mali sorumluluğu sınırlıdır. Bu kişinin yüklendiği bütün risk, işletmenin iflası halinde hisse senetlerine yatırdığı paranın kısmen ya da tamamen işletmenin borçlarının ödenmesinde kullanılması ile sınırlıdır (Büker ve Bayar, 2001: 291).

1.3. Hisse Senedinin Türleri

Hisse senetlerinin esas itibariyle adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi olmak üzere iki şekli bulunmaktadır. Ancak, hisse senetlerini dolaşımlarına göre, satış şekline göre ve karşılıklarının ödenme şekline göre, sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür.

1.3.1. Adi Hisse Senetleri ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Şirketlerde öz sermayenin önemli bir bölümünü adi hisse senetleri oluşturur. Finansal pazarlarda alınıp satılan hisse senetleri halka açık anonim şirketlerin hisse senetleridir. Hisse senedi kavramı tek başına kullanıldığında adi hisse senedini ifade eder. Eğer şirketin sözleşmesinde aksine bir hüküm yok ise hisse senetlerinin sahiplerine eşit haklar sağlayan adi hisse senetleri oldukları kabul edilir.

Adi hisse senetleri, sahiplerine oy hakkı, kârdan ve tasfiyeden eşit pay alma hakkı sağlayan hisse senetleridir (Gitman, 2003: 25). Sermaye piyasasının gelişmesi açısından önemli kabul edilen hisse senedi türü adi hisse senedir. Ancak, esas sözleşmede belirtmek kaydıyla oy kullanma, kârdan ve tasfiyeden pay alma gibi haklarda sahiplerine bir takım öncelikler sağlayacak şekilde hisse senedi ihraç edilebilir ki bu tür hisse senetlerine imtiyazlı hisse senedi adı verilir (Dağlı, 2009: 10).

İmtiyazlı hisse senetleri melez bir özelliğe sahiptirler. Bazı yönleriyle tahvillere bazı yönleriyle de hisse senetlerine benzerler (Baker ve Powell, 2005: 136). İmtiyazlı hisse senedi temettüsü ödenmediği zaman, tahvillerde olduğu gibi firmayı iflasa sürüklemeyen, buna karşılık her yıl sabit bir oranda veya miktarda temettü ödemesini zorunlu kıldığı için firmanın finansal kaldıracını yükseltir. İmtiyazlı hisse senedi sahipleri tahvil sahiplerine benzer şekilde sabit bir gelir elde ederler. Ortaklara benzer şekilde de, faiz değil, temettü alırlar. İmtiyazlı hisse senetlerinin geri ödemesi tahvillerden farklı olarak, ya sonsuz sürelidir ya da belirli bir süre sonra gerçekleşir. Temettülerin vergiden sonra ödenmesinden dolayı imtiyazlı hisse senetlerinin şirkete vergiden sonraki maliyeti uzun vadeli borçlardan oldukça yüksektir (Keown ve diğerleri, 2002: 242; Okka, 2009: 463). Çünkü faizler vergi matrahından düşüldüğü için verginin kalkması etkisi söz konusu olur.

İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, işletme varlıklarının likidite edilmesinde veya geriye kalan değerlerin dağıtımında, adi hisse senedi sahiplerinden önce, tahvil

sahiplerinden sonra hak sahibi durumundadırlar. Diğer bir ifadeyle firma için sermaye kaynağı olarak imtiyazlı hisse senetleri, uzun vadeli borçlar ile hisse senetleri arasında bir pozisyonda bulunur.

1.3.2. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Devir şekli bakımından, hisse senetleri nama ve hamiline olmak üzere iki gruba ayrılır. Nama yazılı hisse senedi, belirli bir kimse adına yazılıdır. Devir şekli alacağın temliki, ciro ve teslim yoluyla olur. Nama yazılı hisse senedini borsada alan kimse, bunu ortaklığın pay defterine işlemelidir. Zira, bu tür senetlerde, senetten doğan hakların kullanılması için senedin devri yetmemekte, devralanın anonim ortaklığın pay defterine yazımı gerekmektedir (Konuralp, 2001: 30).

Hamiline yazılı hisse senetlerin devri, hisse senetlerinin alıcısına teslim edilmesiyle gerçekleşir. İşletmelerin bu tür hisse senedi ihraç edebilmeleri için hisse senedi bedellerinin tamamen önemesi gerekmektedir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin devir kolaylığı mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme ve yatırımcının gizliliğini sağlama açısından faydaları vardır (Başkaya ve Alper, 2007: 272).

Nama yazılı hisse senetlerinin ortak sayısının kolaylıkla tespit edilmesi, ortakların tanınması ve takip edilmesi gibi yararları mevcuttur. Ancak, Nama yazılı hisse senetlerinin devrinin uzun bir işlem olması ikincil piyasada hisse senetlerinin etkin dolaşımını geciktirdiğinden, hamiline ait hisse senetleri tercih edilir.

1.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermaye artırımının ortaklık dışı kaynaklardan ya da iç kaynaklardan yapılmasındaki durumuna göre bedelli ve bedelsiz hisse senetleri olarak iki gruba ayrılır (Karabıyık, 1997: 21).

Bedelli hisse senetleri nakit para karşılığı satın alınırlar ve bu kanaldan işletmeye yeni para girmiş olur. Bu tür hisse senetleri ya kuruluş aşamasında ya da halka arz yoluyla sermaye artırımında satılırlar. Bedelsiz hisse senetleri ise, işletmeye bir fon girişi sağlamazlar. Örneğin dağıtılmayan kârların karşılığı çıkarılıp mevcut hisse senedi sahiplerine payları oranında ücretsiz dağıtılırlar (Seyidoğlu, 2001. 315).

1.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri belirli bir nominal değer üzerinden ihraç edilirler, nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Üzerinde yazılı değerle ihraç edilen hisse senetleri primsiz hisse senetleri, üzerinde yazılı değerden daha yüksek bir değerden ihraç edilen hisse senetlerine ise primli hisse senetleri olarak bilinir.

Primli hisse senedi ihraç etmek için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise esas sözleşmede belirtilmiş olmak kaydıyla yönetim kurulu kararı ile primli hisse senedi ihraç edilebilir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi halinde oluşacak emisyon primleri, sermayeye ilave edilip karşılığında bedelsiz hisse senedi dağıtılsa vergiden muaf tutulurlar (Bolak, 2001:132).

1.3.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, kuruluş hizmeti karşılığı, kurucuların adlarına yazılı olarak çıkarılan ve belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirket yönetimine katılma hakkı vermeyen, ana sözleşme hükümleri gereğince şirket kârının bir kısmına katılma hakkı sağlayan hisse senedi türüdür (Ergül, 2004: 12; Başkaya ve Alper; 2007: 273).

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetleri veya alacakları karşılığı olarak kuruluş işleminden sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. İntifa hisse senedinin ülkemizde pek rastlanmayan bir çeşidi de şirket yöneticilerine verilen şeklidir. İntifa hisse senetleri kurucu hisse senetleri gibi şirket kârının bir kısmına iştirak hakkı vermektedir (Başkaya ve Alper; 2007: 273; Ataman ve Kibar, 1999: 39).

1.3.6. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Oydan yoksun hisse senetleri, yapılan son değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan yeni bir menkul kıymet türüdür. Bu tür hisse senetleri anonim şirketlerin sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istenildiğinde tasfiyeden imtiyazlı olarak yararlanma hakkı ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 530).

Oydan yoksun hisse senedi sahiplerinin diğer ortaklar gibi yeni pay alma, işletmelerin sermaye artırımlarında payları oranında bedelsiz, oydan yoksun pay alma ve bilgi edinme hakkına da sahiptirler.

1.4. Hisse Senedi Değer Tanımları

Literatürde hisse senetleri ile ilgili çok sayıda değer kavramı bulunmaktadır. Bunlardan bazıları objektif, bazıları ise subjektif nitelikteki değer kavramlarıdır. Bu değer kavramlarından en fazla kullanılanları üzerinde durulacaktır.

1.4.1. Objektif Değer Kavramları

Objektif değer kavramları nominal değer, defter değeri, piyasa değeri ve ihraç değeri olarak sıralanabilir.

1.4.1.1. Nominal Değer

Nominal değer, hisse senedinin üzerinde yazılı olan değerdir. İtibari değer, yazılı değer, kayıtlı değer, başabaş değer olarak da adlandırılan nominal değer, muhasebe açısından önem arz etmektedir. Hisse başına kâr hesaplamalarında, sermaye artırımlarında nominal değerden faydalanılmaktadır. Kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek ve sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedine birincil pazara çıkarılması sırasında bir nominal değer verilmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 119). Türk Ticaret Kanunu (TTK) hisse senedi için olması gereken en düşük nominal değeri belirlemiştir. Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketleri düzenleyen hükümlerine göre Türkiye'de bir hisse senedinin değeri en az 0.5 TL olabilir.

1.4.1.2. Defter Değeri

Öz sermaye değeri olarak da bilinen defter değeri, geçmişe dönük bir ölçüdür. Bir şirketin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Defter değeri şirketin geçmişte ortaklardan ne kadar sermaye sağladığını gösterir (Ceylan, 2000: 427). Buradaki öz sermaye ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir (Bolak, 2001: 132).

Defter değeri hisse senedi sahibinin şirketin iktisadi varlıklarının kayıtlı değerleri üzerindeki mülkiyet hakkını gösterir. Faaliyetleri sonucu artık değer yaratan başarılı şirketlerde yedek akçeler, değer artış fonları ve diğer karşılıklar nedeniyle öz sermaye esas sermaye ve çıkarılmış sermayeden daha büyük duruma gelir (Dağlı, 2009: 13). Bu durumda, defter değeri nominal değerden daha yüksek hesaplanır. Şirketin kuruluşunda ise nominal değer ile defter değeri birbirine eşittir.

1.4.1.3. Piyasa Değeri

Piyasa değeri, borsada işlem gören hisse senetlerinin borsada arz ve talebe göre oluştuğu fiyattır. Eğer hisse senedi borsada işlem görüyorsa, borsadaki arz ve talep doğrultusunda oluşan fiyata borsa değeri denir. Borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri ile borsa değeri birbirine eşittir (Başkaya ve Alper, 2007: 274). Hisse senedinin piyasa fiyatı ileriye yönelik bir ölçüdür. Piyasa fiyatı, beklentilere ve koşullara göre sürekli olarak değişen bir fiyattır. Ortaklar, hisse senedinin değerini gelecekte elde etmeyi bekledikleri kâr paylarına göre belirlerler.

Yeni hisse senetlerinin yatırımcılara satıldığı hisse senedi fiyatı, genellikle itibari değerden yüksektir. Aradaki fark, muhasebe kayıtlarına hisse senedi ihraç primleri şeklinde kaydedilir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 181).

1.4.1.4. İhraç Değeri

İhraç değeri, hisse senetlerinin ihraç eden kurum tarafından birincil piyasada satışa sunulduğu fiyattır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 180). Bu fiyat uzman kuruluşlar tarafından işletmenin gelecekte elde edeceği nakit akışı tahmin edilerek hesaplanır. İhraç değerinin nominal değerinin altında olması mevzuatımız çerçevesinde mümkün değildir. (Başkaya ve Alper, 2007: 274).

Türkiye'deki mevzuatta ilk ihraç en az nominal değer üzerinden yapılabilir ve buna başabaş fiyat denir. Başabaşın altında satış mümkün değildir. Başabaşın üstünde satış yapıldığı zaman aradaki fark sermaye hesabı yerine emisyon primleri hesabına kaydedilir (Karslı, 1989: 386).

1.4.2. Sübjektif Değer Kavramları

Herkesin farklı şekilde hesaplayıp yorumlayabileceği değer kavramları da bulunmaktadır. Sübjektif kabul edilen değer kavramlarından en bilinenleri tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri ve gerçek değerdir.

1.4.2.1. Tasfiye Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri tasfiye değerinin altına düştüğünde o şirketi likidite etmek en doğru karar olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 511).

Tasfiye değerini defter değerinden farklı kılan en önemli etken, varlıkların cari piyasa değerinin tarihi maliyetlerden çok farklı olmasıdır. Tasfiye değeri hesaplanırken varlıkların piyasada bulacağı fiyatın belirlenmesinde önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır. Bu farklılık enflasyona bağlı fiyat artışı nedeniyle özellikle maddi duran varlıkların iştiraklerin stokların değer kazanmış olmasından kaynaklanmaktadır. Maddi olmayan sabit varlıkların ve aktifleştirilmiş giderlerin, tasfiye halinde kayıtlı değerine oranla çok daha düşük bir değere sahip olması firmanın değeri üzerinde azaltıcı etki yapacaktır (Ercan ve Ban, 2008: 119; Ataman ve Kibar, 1999: 70).

1.4.2.2. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda satılması veya devredilmesi durumunda elde edilen satış gelirinden borçların düşülmesi sonucu kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle hesaplan değerdir (Çımat, 1998: 63). Tasfiye değeri piyasa değeri için alt sınır oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır (Parasız, 2000:237).

İşleyen teşebbüs değeri, şirketin gelecek yıllardaki büyüme potansiyeli ve buna bağlı olarak kazanç durumunu yansıtır. Büyüme potansiyeli yüksek ve gelecek vadeden şirketlerin işleyen teşebbüs değeri yüksek hesaplanabilir.

1.4.2.3. Gerçek Değer

Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin sahip olduğu işletmenin varlıkları, kazançlar, dağıtılan kar payları ve sermaye yapısı değişkenlerin belirlediği bir değer olarak tanımlanmaktadır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için atfettikleri değerdir (Bolak, 1994: 104).

Yatırımcılar, bir hisse senedine ödeyeceği fiyatı belirlerken yalnızca finansal tabloların sunduğu bilgiler çerçevesinde hareket etmezler. Yatırımcılar, firmanın yönetimindeki başarısının, AR-GE faaliyetlerindeki başarısının ve gelecekte yapacağı yatırımlarının kazanç gücüne ve hisse senedi fiyatlarındaki artışa nasıl yansıtacağını dikkate alırlar (Konuralp, 2001: 156). Yatırımcıların, hisse senetlerinin değerlemesinde firmanın geçmişteki performansının yanı sıra geleceğe ait beklentilerin ve bu beklentilerin hisse başına getirilere nasıl yansıtacağını dikkate alınması gerekir.

Dolayısıyla, hisse senetlerinin gerçek değerinin söz konusu hisse senedinin gelecekte hisse başına sağlayacağı getirilerin hissedarlara ödenecek kısmının hissedarların beklediği minimum getiri oranı üzerinden bugüne indirgenmesi şeklinde hesaplanmasının en doğru yaklaşım olacağı düşünülebilir.

Hisse senedi değerlendirme işleminin özünü hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanması oluşturur. Daha sonra bu değer piyasa değeriyle karşılaştırılır. Gerçek değer piyasa değerinden yüksekse alım kararı, aksi takdirde satış kararı verilir.

1.5. Hisse Senedi Yatırımlarında Getiri ve Risk Kavramları

Hisse senedi yatırımlarında risk ve getiri arasındaki ilişki önem arz etmektedir. Yatırımcının amacı, riski düşük ancak getirisi yüksek hisse senedine yatırım yapmak olduğundan risk ve getiri kavramlarının bilinmesi, risk kaynaklarının belirlenmesi yatırımcı açısından önemlidir.

Kurumsal ya da bireysel yatırımcıların menkul kıymetlere yatırım yapmalarının temel nedeni kâr elde etmektir. Diğer bir ifadeyle, bir yatırımcının yatırım yaparken temel

beklentisi, menkul kıymetin niteliğine bağlı olarak menkul kıymeti uygun fiyattan almak, uygun görülen bir zamanda daha fazla bir fiyata satmak ayrıca, elde tutulduğu dönem boyunca temettü ya da faiz geliri elde ederek daha fazla bir kazanç elde etmektir. İşte bir yatırımdan beklenen ile gerçekleşen arasındaki fark olarak tanımladığımız riskin nedeni yatırım kararının verilmesinden sonraki koşulların değişmesidir. Yatırım kararından sonra iç ve dış koşullardaki bu değişimler menkul kıymetin getirisini etkilemektedir (Sarıslan ve Erol, 2008: 311). Dolayısıyla yatırımcılar yatırım yaparken bu iç ve dış faktörleri göz önüne alarak işletmenin geçmiş, mevcut ve gelecek tüm verilerini kullanarak yatırım yapma ya da yapmama kararını vermelidirler.

Risk ile getiri arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Yapılan yatırımın riski arttıkça, yatırımdan beklenen getiri oranı da artmaktadır. Çünkü yüksek riske giren yatırımcı bu riske karşılık yüksek getiri talep eder (Gallagher ve Andrew, 1997: 137; Hiriyappa, 2008: 192). Yatırımcı yüksek riskin karşılığında ilave bir risk primi elde edeceğini düşünmektedir (Brealey ve diğerleri, 2006: 189). Riskli yatırımlar her zaman risksiz yatırımlardan daha yüksek getiri sağlamaz (Corrado ve Jordon, 2002: 24). Rasyonel davranan yatırımcı risk-getiri arasında ilişki kurarak kendisine minimum düzeyde en yüksek getiriyi sağlayan yatırım aracına yatırım yapar.

1.5.1. Hisse Senedi Yatırımlarında Getiri Kavramı

Hisse senedinin beklenen getirisi, temettü ve hisse senedinin gelecekteki fiyat artışlarından sağlanacak kazançlarının toplamına eşittir. Diğer bir ifadeyle yatırımcı hisse senedine yatırım yaparak temettü verimi olarak da bilinen kâr payı getirisi ve sermaye kazancı olmak üzere iki tür getiri elde etmeyi amaçlamaktadır (Fabozzi ve Drake, 2009: 609).

1.5.1.1. Kâr Payı Getirisi

Verim, bir hisse senedinin dönemsel olarak yatırımcısına sağladığı kârpayı gibi nakit akışlarını ifade eder. Verim, sağlanan nakit akışlarının ilgili menkul kıymetin satın alma fiyatına ya da cari piyasa fiyatına oranlanması suretiyle hesaplanır. Hisse senedinin belirli bir dönemde dağıttığı kâr paylarının hisse senedinin dönem başı fiyatına oranlanması temettü verimi olarak adlandırılır. Hisse senedinin temettü verimi şu şekilde hesaplanır (Levy, 2002: 149):

$$\text{Hisse senedinin temettü verimi} = \frac{\text{Elde edilen nakit akışları (Temettü)}}{\text{Satın alma fiyatı (cari piyasa fiyatı)}}$$

1.5.1.2. Sermaye Kazancı

Sermaye kazancı ya da kaybı hisse senedi fiyatında meydana gelen artış ya da azalışı ifade eder. Hisse senedinin alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark pozitif ise sermaye kazancından, negatif ise sermaye kaybından söz edilir. Hisse senedinin sermaye kazancı ya da kaybı şu şekilde hesaplanır (Levy, 2002: 149):

$$\text{Hisse senedinin sermaye kazancı} = \frac{\text{Dönem sonu değeri} - \text{Dönem başı değeri}}{\text{Satın alma fiyatı (cari piyasa fiyatı)}}$$

Hisse senedinin toplam getirisi, temettü getirisi ile sermaye kazancının toplamından oluşur ve aşağıdaki gibi hesaplanır (Fabozzi ve Drake, 2009: 609; Bodie ve diğerleri, 2001: 153; Gitman, 2003: 214; Amenc ve Le Sourd, 2003: 25):

$$\text{Hisse senedinin toplam getirisi} = \frac{\text{Elde edilen nakit akışları (temettü) + Fiyat değişimi}}{\text{Satın alma fiyatı (cari piyasa fiyatı)}}$$

1.5.2. Hisse Senedi Yatırımlarında Risk Kavramı

Risk ve getiri yatırım kararlarının verilmesinde temel unsurlar olmaktadır. Bir yatırımın riskini dikkate almadan getirisini hesaplamak doğru bir yaklaşım değildir. Çünkü yatırım araçlarının seçimi büyük ölçüde iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasında uygun bir değişimin saptanmasını gerektirmektedir. Yatırımcılar getiri hakkında detaylı bilgiye sahip olmalarına rağmen, risk kaynakları hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu nedenle risk türlerinin ve kaynaklarının doğru bilinmesi yatırımcılar açısından önem taşımaktadır.

Risk, istenmeyen sonuçların meydana gelme olasılığı şeklinde genel bir ifade ile tanımlanabilir (Fabozzi ve Drake, 2009: 588; Brigham ve Houston, 2001: 230; Hiriyappa,

2008: 17). Diğer bir ifadeyle risk, bir varlığın beklenen getirisinin değişkenliği ya da finansal kaybın geręekleşme olasılığıdır (Keown ve diğerleri, 2002: 177; Gitman, 2003: 214). Finansal açıdan risk ise bir yatırım veya menkul değerle ilgili geręekleşen nakit akımlarının tahmin edilen ve beklenen nakit akımlarından farklı olması olasılığıdır (Okka, 2009: 367; Reilly, 1989: 6).

Çoğu zaman risk ile belirsizlik birbiriyle karıştırmakta ve birbirlerinin yerine kullanılmaktadır. Ancak ikisi farklı anlamları ifade etmektedir. Riskte, olayların geręekleşme olasılıkları belirlenebilirken, belirsizlikte bu olasılıkların belirlenmesi dahi mümkün değildir (Levy, 2002: 151). Belirsizlik; gelecekte oluşabilecek koşullar tanımlanabildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir (Pike ve Neale, 2006: 196). Beklenen değerden olumlu ya da olumsuz sapma olarak bilinen risk ise, çoğu kez beklenen değerden olumsuz sapma olarak algılanmakta ve bu sapma firmaları zarara uğratabilmektedir (Aydeniz, 2008: 4).

Geleceğin belirsizliği risk faktörünü beraberinde getirmekte, yatırım kararları da bu doğrultuda subjektif değerlendirme ve kararlara bağlı olarak alınmaktadır. İşletmenin risk yönetimine önem vermesi değişik açılardan aşağıdaki faydaları sağlayacaktır (Poyraz, 2008: 472):

- i. Gelecekte iflas riskini göremeyen işletmelerin kapanması söz konusu olabilir ve firmanın değeri bu durumda düşebilir.
- ii. İşletme, kazançlarındaki aşırı değişkenlik düzeyini azaltarak ödeyeceği vergilerde azalma sağlayabilir.
- iii. Uygun risk yönetimiyle borcun kaldıraç etkisinden yararlanarak, firmaların yüksek oranlı borç kullanımlarını sağlayarak aşırı büyümeleri geręekleştirebilirler.
- iv. Firmaların uygun, etkin ve düşük maliyetli personel temin süreçleri izlemesi firmanın risk yönetim sürecindeki etkinliğini artıracaktır.

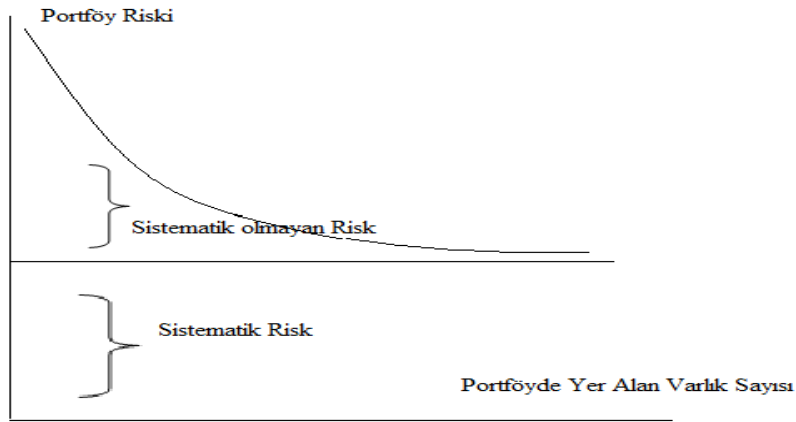
Bir yatırımın veya menkul kıymetin temel olarak sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki tür risk kaynağı bulunmaktadır (Bodie ve diğerleri, 2001: 186). Bu risk kaynakları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Hisse Senedi Yatırımlarında Karşılaşılabilecek Risk Kaynakları

Sistemik Risk Kaynakları	Sistemik Olmayan Risk Kaynakları
i. Faiz oranı riski ii. Kur riski iii. Piyasa riski iv. Politik risk v. Satın alma gücü riski vi. Ülke riski	i. Faaliyet riski ii. Finansal risk iii. İş ve endüstri riski iv. Likidite riski v. Yönetim riski

Sistemik olmayan risk, firmanın kendisinden kaynaklandığı için Şekil 1’de gösterildiği gibi, önemli bir bölümü çeşitlendirme yoluyla azaltılabilir ancak tamamen ortadan kaldırılamaz. Sistemik risk ise firmanın tamamen dışından, piyasanın temel dinamiklerinden kaynaklandığından azaltılamaz. Bundan dolayı amaç sistemik olmayan riski mümkün olduğunca azaltmaktır.

Şekil 1: Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Risk



Kaynak: Keown ve diğerleri, 2002: 180

Portföy teorisine göre hisse senedi riski, hisse senedi getirilerinin varyansı¹ ile ölçülmektedir. Ancak varyans, hisse senedinin toplam riskini ölçmektedir (Brigham ve Houston, 2001: 234; Gallagher ve Andrew, 1997: 139-144). Bir hisse senedinin riski ise sistemik ve sistemik olmayan riskten oluşmaktadır (Corrado ve Jordon, 2002: 542). Piyasa tarafından açıklanamayan risk, çeşitlendirilebilir veya sistemik olmayan risk

¹ Varyans hesaplaması ile ilgili detaylı bilgi için; Gallagher ve Andrew, 1997, s.139-144; Brigham ve Houston, 2001, s.234'e bakınız.

olarak bilinmektedir. Piyasa ile ilgili risk, tüm hisse senetlerini etkilediğinden çeşitlendirilemez ve ortadan kaldırılamaz. Bu tür bir risk ise sistematik risk olarak adlandırılmaktadır. Sistematik riskin hesaplanmasında hisse senedinin piyasaya duyarlılığını ifade eden beta (β) kullanılmaktadır (Doğukanlı ve diğerleri, 2002: 6). Toplam risk aşağıdaki formülle hesaplanır (Levy, 2002: 407):

$$\delta_{i2} = \beta_{i2} \delta_{m2} + \delta_{e2} \quad (1.1)$$

Formüldeki; δ_{i2} , yatırım yapılan menkul kıymetin toplam riskini,

(β_{i2}), menkul kıymetin sistematik riske karşı duyarlılığını,

(δ_{m2}), piyasa riskini,

(δ_{e2}), menkul kıymetin sistematik olmayan riskini göstermektedir.

($\beta_{i2} \delta_{m2}$) ise sistematik riski ifade etmektedir².

1.5.2.1. Sistematik Risk Kavramı

Sistematik risk, firma dışındaki faktörlerden kaynaklanan ve firma tarafından kontrol edilemeyen risk türüdür (Pike ve Neale, 2006; 241; Corrado ve Jordan, 2002: 542). Sistematik risk, kredi piyasalarında veya varlık piyasalarında finansal firmaların iflası tehlikesine yol açan ve fiyatlarda beklenmeyen değişimler yaratan finansal piyasalardaki bozulmaları ifade etmektedir (Poyraz, 2008: 473).

Sistematik risk, makroekonomik faktörler, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimlerden kaynaklanabilir. Bu risk kaynaklarına vergi oranlarının arttırılması, devletin kamu harcama politikası, enflasyondaki değişim, faiz oranlarının değişmesi, sıkı para politikası uygulanması, dış ticaret sınırlandırmaları, kur politikaları ve enerji politikaları örnek gösterilebilir (Brentani, 2004: 22)

Söz konusu risk, etkileme derecesi farklı olsa da pazardaki bütün menkul kıymetleri etkilemekte ve firma tarafından kontrol edilememektedir. Dolayısıyla sistematik risk,

² Detaylı bilgi için, Levy (2002) s.407-408; Yörük (2000) s. 17; Korkmaz ve Ceylan (2007) s. 491 bakılabilir.

finansal varlığın çeşitlendirme yolu ile azaltılamayan risktir (Keown ve diğerleri, 2002: 180; Akgüç, 1998: 677; Doğukanlı ve diğerleri, 2002: 6). Bu riskler piyasadaki bütün firmaları etkilemektedir.

Bir hisse senedinin sistematik riski o hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etmesinin ya da piyasadaki değişmelere gösterdiği tepkinin derecesidir. Bu derece ne kadar yüksek ise sistematik riski o kadar yüksek, ne kadar düşük ise sistematik risk o kadar düşüktür. Bu piyasa ile birlikte hareket etmenin ya da piyasadaki değişmelere gösterilen tepkinin derecesi finans literatüründe genel bir simge olarak, beta katsayısı (β) ile gösterilir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 329). Diğer bir ifadeyle Beta, yatırımın çeşitlendirilemeyen riskinin bir ölçüsüdür. Yatırımın getirisiyle piyasanın getirisi arasındaki ilişkinin bir ölçüsüdür (Keown ve diğerleri, 2002: 186).

Sistematik risk kaynaklarını; faiz oranı riski, kur riski, piyasa (pazar) riski, politik risk, satın alma gücü (enflasyon) riski ve ülke riski başlıkları altında incelemek mümkündür.

1.5.2.1.1. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, bir yatırımın değerinin piyasa faiz oranlarındaki değişmeye bağlı olarak düşme olasılığıdır (Fabozzi ve Drake, 2009: 702; Vernimmen, 2005: 388). Faiz oranında meydana gelen değişmeler, finansal varlıkların piyasa fiyatında ve dolaylı olarak da verimlerinde değişime neden olmaktadır (Baker ve Powell, 2005: 126).

Piyasa faiz oranında ortaya çıkan değişme yatırımcının verim anlayışını da etkileyerek piyasada finansal varlık fiyatlarını etkileyebilir. Bu etkilenme finansal varlık ile ilgili nakit girişlerinin iskonto edilmesinde kullanılan iskonto oranının temelinde cari faiz oranının bulunmasından kaynaklanmaktadır. İşte bir finansal varlığın faiz oranındaki değişmelere bağlı verim değişkenliği faiz oranı riskini oluşturmaktadır (Yörük, 2000: 19).

Tüm finansal varlıkların fiyatları faiz oranındaki değişmelerden aynı derecede etkilenmemektedir. Sabit faizli menkul kıymetler için faiz oranı riski büyük önem taşımaktadır. Faiz oranı riskinin hisse senetlerine nispeten tahvil gibi borçlanma araçları üzerindeki etkisi daha fazladır. Ayrıca, faiz oranı risk, borç kullananları ve özellikle sermaye yoğun sektörlerde faaliyet gösteren işletmeleri daha çok etkilemektedir.

1.5.2.1.2. Kur Riski

Kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paraların değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risktir. Kur riski, yatırımın verim oranında büyük bir değişikliğe neden olmaktadır. Bu nedenle döviz kurundaki dalgalanmalar yatırımın riskini artırabilmektedir (Fabozzi ve Drake, 2009: 317; Türko, 2002: 624). Döviz kurlarının sürekli değişmesi, uluslararası portföye sahip yatırımcıların her zaman kazanacağı ya da her zaman kaybedeceği anlamına gelmemektedir. Uluslararası alanda portföy oluşturan yatırımcıların yatırımlarının portföyde yer alan ülkelerin bazılarının parası karşısında değer kazanması, bazıları karşısında da değer kaybetmesi mümkündür. Kur riskinden korunabilmek için, yatırımcıların oluşturdukları portföylerinde farklı ülkelere ait menkul kıymetlere yer vermeleri, kur riskini azaltıcı bir rol oynayabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 501).

Yatırımcıların sahip oldukları fonlarını gerek yaşadıkları ülkelerdeki piyasaya, gerekse diğer ülkelerdeki piyasalarda işlem gören, yabancı para birimlerini esas alan menkul kıymetlerde değerlendirmeleri durumunda bu risk söz konusu olur. Günümüzde, sermaye ve para piyasalarında artan küreselleşme karşısında, ülkelerarası fon hareketlerinin hızlanması sonucu, kur riskinin önemi daha da belirginleşmiştir.

Gelişmiş ülkelerde kur riskine karşı korunma olanakları çok fazla iken, gelişmekte olan ülkelerde bu korunmayı sağlayabilecek finansal araçlar çok kısıtlıdır. Gelişmiş ekonomilerde enflasyonun düşük olmasından dolayı nominal kur ile reel döviz kuru arasında çok ciddi bir fark yoktur. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon, nominal kur ile reel döviz kuru arasında çok ciddi fark yaratmaktadır. Böylesi bir durum kur riskinin anlaşılması açısından zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Yine gelişmekte olan ülkeler ciddi bir dış ticaret açığına sahip olmaktadır ve bu durum döviz fiyatlarını her zaman için önemli bir ekonomik değişken olarak karşımıza çıkarmaktadır (Çukur, 2008: 26).

1.5.2.1.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, sermaye piyasasındaki finansal varlıkların piyasa fiyatlarında büyük düşüşlerin yatırımcıların verimi üzerindeki olumsuz etkisi olarak tanımlanabilir (Üstünel, 2000: 4). Tahvil ve hisse senedi gibi pazarlanabilir menkul kıymetlerin fiyatlarındaki değişimler sonucunda ortaya çıkan piyasa riski (Cuthbertson ve Nitzsche, 2001: 599);

önceden tahmin edilmesi güç olan ve bütün menkul kıymetleri aynı derecede etkileyen risktir (Maheu and McCurdy, 2007: 561).

Piyasadaki fiyat hareketleri çoğu zaman ekonomik durgunluk, savaşlar, politik belirsizlikler, ekonomideki yapısal değişiklikler ve tüketici tercihlerindeki değişiklikler gibi nedenlere bağlanabilirken (Dağlı, 2009: 301) bazen de hiçbir geçerli neden olmaksızın dalgalanmalar gösterebilmektedir. Risk açısından bu dalgalanmaların negatif yöndeki boyutu daha önemlidir. Sermaye piyasasında bulunan değişik menkul kıymetlerin piyasa riskinden etkilenme dereceleri de farklı olabilmektedir. Örneğin, bir tahvilin piyasadaki dalgalanmalardan etkilenmesi bir hisse senedinin etkilenmesinden çok daha az olmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 178).

Piyasa riskini anlamak için hisse senetlerinin fiyat davranışlarını anlamak gerekir. Gelişmiş piyasalarda hisse senetleri herhangi bir hareketi geliştirdiklerinde, bu trend çok çabuk değişmez. Bununla birlikte, günlük haftalık ya da aylık fiyat dalgalanmaları sürekli vardır. Ancak, seçim dönemleri, savaş, politik kararlar, şirketin yönetim kurulunun hastalanması veya ölümü gibi faktörler hisse senetlerinin fiyatlarında değişikliğe neden olabilir. Nedeni ne olursa olsun hisse senedi fiyatları sürekli değişiklik gösterir ve yatırımcının zamanlaması yanlışsa bu değişiklikler yatırımcının zarar etmesine neden olabilir. Hisse senetlerinin geçmişteki fiyat dalgalanma aralığı ne kadar genişse piyasa riskinin de o ölçüde yüksek olacağı kaçınılmazdır (Konuralp, 2001: 9).

Piyasa riski, hisse senetlerini borçlanma senetlerinden daha fazla etkiler. Çünkü tahvil gibi borçlanma senetlerinin gerçek değeri hisse senetlerinin değerinden daha hassas tahmin edilebilir. Bu özellik, tahvil piyasa fiyatının bir hisse senedi fiyatına göre piyasa riski nedeniyle daha az dalgalanmasına neden olabilir (Francis, 1986: 324; Sarıkamış, 1998: 172).

1.5.2.1.4. Politik Risk

Politik risk, politik koşullardaki değişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir risk türüdür. Politik risk ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkabilir (Vernimmen, 2005: 388; Francis, 1986: 210). Diğer bir ifadeyle politik risk, hükümet politikalarında beklenmeyen memnuniyetsizliklerin yatırımın getiri ve değerini olumsuz etkilemesidir.

Beklenmeyen ulusallaşma politik riske gösterilebilecek en aşırı örnektir (Connolly, 2007: 8). Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar, koruma girişimleri, kotalar, döviz kurundaki dalgalanmalar başlıca politik risk faktörleridir. Bu politik risk faktörlerindeki değişim iş çevresinde beklenmeyen memnuniyetsizlikleri beraberinde getirmektedir. Bu durumda politik risk faktörleri portföy yatırımlarını ve nakit akımlarını olumsuz etkilenmektedir (Clark ve Tunaru, 2001: 156).

Politik risk iki boyutta ele alınabilir. Birinci boyut, ülke özellikleri ile ilgili, bir ülkedeki bütün firmaları etkileyen makro risktir. İkinci boyut, firma özellikleri ile ilgili, firma, endüstri ya da projeye ait olan mikro risktir. Makro riskin kaynağı kamulaştırma ve etnik çekişmedir. Mikro riskin kaynağı ise çıkar çatışması ve yolsuzluktur (Eiteman ve diğerleri, 2002: 4; Eun ve Resnick, 2007: 384).

Perotti ve Oijen (2001), gelişen piyasalarda politik riskteki değişikliklerin yerel sermaye piyasasının kalkınmasında ve hisse senedi getirilerinde güçlü bir etki yaptığını ortaya koymuşlardır. Erb ve diğerleri (1996) ve Diamonte ve diğerleri (1996), bu beklenen getirilerin politik riskin büyüklüğüyle ilgili olduğunu tespit etmişlerdir. Aynı zamanda çalışmalar, hem gelişmiş hem de gelişen piyasa ekonomilerinde daha düşük politik risk seviyesinin daha düşük beklenen getiri gerektirdiğini de saptamışlardır.

1.5.2.1.5. Satın Alma Gücü Riski

Enflasyon bir ülkedeki arzın talebi karşılayamaması sebebiyle fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi sonucu milli paranın satın alma gücünün azalması olarak bilinmektedir (Frisch, 1983: 9; Ball, 2009: 17). Satın alma gücü riski olarak da ifade edilen enflasyon riski, fiyat değişmelerinden kaynaklanan satın alma gücündeki potansiyel kayıplar olarak tanımlanabilir (Fabozzi, 1999: 701; Diğer bir ifadeyle, bu risk, yatırımcı tarafından arzulanmayan bir reel getiri oranının gerçekleşme olasılığını ifade eder (Ercan ve Ban, 2008: 178).

Uzun vadeli veya çeşitli zamanlarda elde edilen getirinin sabit olduğu yatırımlarda bu risk daha fazla önem kazanır. Çünkü yatırımcı ileriye dönük olarak enflasyon tahminlerinde bulunarak yaptığı yatırımın reel olarak satın alma gücünün azalmasını istemez. Enflasyon oranını yüksek olduğu durumda geleceğe yönelik enflasyonun tahmin edilmesindeki hata payı yüksek olmaktadır.

Sermaye piyasasındaki her yatırımcının gelecek için farklı enflasyon beklentileri vardır. Bu yatırımcılar için önemli olan, geçmişteki bir dönem içinde gerçekleşen enflasyon oranı değil, yatırım devam ettiği süre içindeki enflasyon oranıdır. Bu oran, nominal getiriden reel getirinin hesaplanmasını sağlar³.

1.5.2.1.6. Ülke Riski

Ülke riski, bir ülkenin dış borçlarını çeşitli nedenlerle ödeyememesi veya ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan riski ifade etmektedir (Hoti ve McAleer, 2004: 541). Finansal açıdan ülke riski ise bir ülkenin cari ve gelecek borçlarını karşılayabilmesi için gerekli döviz sağlayabilme olasılığı ile ilişkilendirilerek tanımlanmaktadır (Kosmidou ve Zopounidis, 2004: 30).

Ülke riski, bir ülkedeki yatırımların geleceği hakkında önemli bir gösterge olarak kullanılabilir. Kimi araştırmacılara göre, ülke riskinin düşük olması ülke ekonomisinin iyiye gittiğine, yüksek olması ise finansal krizin belirtisi olarak görülürken (Andrade ve Teles, 2006: 1271), kimilerine göre ise finansal krizlerin bir belirtisi değil, sadece ülkenin genel ekonomik durumunu gösterdiğini iddia etmişlerdir (Schroeder, 2008: 498).

Günümüze kadar transfer riski, politik risk, ekonomik risk ve finansal risk adları altında incelenen ülke riski, hükümetlerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesinde ve kabiliyetlerini ölçmede önemli bir gösterge olarak kullanılmaya başlanmıştır (Clark, 2002: 257). Bazı çalışmalarda ülke riski politik risk ile aynı anlamda kullanılmaktadır (Türko, 2002: 630; Dağlı, 2009: 302).

Ülke riski faktörleri; ekonomik, sosyo-politik ve finansal faktörler olmak üzere üç grupta incelenebilir (Erb ve diğerleri, 1996: 29). Ekonomik risk faktörlerin göstergeleri olarak kişi başı gayri safi milli hasıla, gsmh veya gsyh'deki büyüme, yıllık enflasyon oranı, ödemeler dengesinin gsmh veya gsyh'ye oranı, kişi başı milli gelir, GSMH'daki büyüme,

³ Yatırımdan sağlanan kazancın, yatırım miktarına oranlanması ile elde edilen nominal getirinin, enflasyon oranı dikkate alındıktan sonraki getirisi şu şekilde formüle edilebilir:

$$\text{Reel getiri} = \frac{1 + \text{Nominal Getiri}}{1 + \text{Enflasyon Oranı}}$$

mali denge, dış denge, dış borç, ekonomik gelişmişlik düzeyi ve ülkenin temerrüt düzeyi olarak sıralanabilir (Emir, 2004: 75-76)

Sosyo-politik faktörler arasında, bürokrasi kalitesi, demokratik sorumluluk, etnik gerilim, askeri politika, kamu düzeni, yolsuzluk, sosyoekonomik durum ve hükümet kararlılığı (Hassan ve diğerleri, 2003: 65), hükümet dengesi, yatırım ortamı, iç çatışma ve politikaya askerin müdahalesi, dini veya diğer etnik gerginlik, politik sistem ve ekonomi yönetimi, son 20 yılda hükümet değişikliklerinin sayısı, yönetim gruplarındaki değişiklik sayısı (hükümet veya asker), yıllık silahlı çatışmaların sayısı (Rivoli ve Brewer: 1997: 8) gösterilebilir.

Finansal risk faktörleri arasında ise, bir ülkenin ticari ve finansal borçlarını ödeyebilme kabiliyetini ifade eden; dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ ihracat, ithalata ödenen likidite, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenler gösterilebilir (Yapraklı ve Güngör, 2007: 200).

1.5.2.2. Sistemik Olmayan Risk Kavramı

Toplam riskin diğer bir bölümü olan sistemik olmayan risk, bir şirket veya sektöre özgü olan risktir (Corrado ve Jordan, 2002: 542). Şirket açısından kontrol edilebilir olan risk türleri sistemik olmayan risk kapsamında ele alınır. İşçi grevi, yönetimin yeteneği, hammadde sağlama imkanları, teknoloji, üretim, pazarlama, personel ve finansman yapısı verimliliği, iç ve dış rekabet, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerindeki değişimler şirket karlarında sistemik olmayan değişimlere yol açabilir (Brentani, 2004: 23; Okka, 2009: 368).

Sistemik olmayan risk faktörleri, diğer endüstriler ve genel olarak menkul kıymet piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 502). Sistemik olmayan risk, çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyle ortadan kaldırılabilecek risk türüdür. Sistemik riskin kontrol edilmesi kontrol altına alınması imkânsızken, sistemik riskin kaynaklarında yapılacak değişimlerle azaltılması ya da tamamen ortadan kaldırılması mümkündür (Keown ve diğerleri, 2002: 180).

Başlıca sistemik olmayan risk kaynakları; faaliyet riski, finansal risk, iş ve endüstri riski, likidite riski ve yönetim riskidir.

1.5.2.2.1. Faaliyet Riski

Faaliyet riski, firmanın aktiflerinin oluşumu ile ilgili risk türüdür. Toplam aktiflerin içinde sabit aktiflerinin payı büyük olan bir firmada, sabit giderleri de yüksek olacağından faaliyet giderleri de yüksektir (Sarıkamış, 1998: 172).

Sabit giderlerin yüksekliği firmanın başabaş noktasını yükseltmektedir. Üretimin ve satışların düşük olduğu zamanlarda sabit giderlerin karşılanması zorunluluğunun bulunması satışlardaki dalgalanmalar karşısında net kardaki dalgalanmaların da büyük olmasına yol açmaktadır. Satışlardan olumsuz etkilenen faaliyet riski finansal varlığın getirisinde büyük düşüşe sebep olabilmektedir. Bu durum özellikle hisse senedi getirilerinde önemli bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır (Yörük, 2000: 21). Dolayısıyla toplam aktifleri içinde sabit varlıklarının payı büyük olan firmaların sabit giderleri karşılayabilmek için daha fazla üretim ve satış gerçekleştirilmesi gerektiğinden, bu firmaların faaliyet riskinin daha yüksek olduğu kabul edilmektedir.

1.5.2.2.2. Finansal Risk

İşletmelerin finansal kaldıraç derecelerinin yükselmesi, diğer bir ifadeyle banka kredileri, tahviller gibi faiz yükümlülüğü gerektiren borç kalemlerinin artması, bu yükümlülüğünün yerine getirilememesi olasılığını artırır. Buna finansal risk ya da ödememe riski adı verilir (Baker ve Powell, 2005: 372; Gallagher ve Andrew, 1997: 146; Keown ve diğerleri, 2005: 1508).

Finansal riskin seviyesi tahvil ve hisse senedi açısından değerlendirildiğinde, tahvilin hisse senedine göre daha az finansal risk taşıdığı söylenebilir. Çünkü firmanın finansal durumu ne olursa olsun firmanın tahvil borcu öncelikli olarak ödenir (Poyraz, 2008: 477).

Bir işletmeye ait finansal riski artıran faktörler arasında; borçların artması, satışlardaki azalmalar, tüketici tercihlerinin değişmesi, hammadde fiyatlarındaki artışlar, yeni teknolojilerin ortaya çıkması, işletme performansının düşmesi, devlet politikalarının değişmesi, rekabetin artması ve işletme sermayesinin yetersiz olması gösterilebilir (Hiriyappa, 2008: 17).

Finansal riskin devlet güvencesi sebebiyle kamu kuruluşlarında özel sektöre oranla daha az olduğu kabul edilir. Finansal risk, borçlanma yerine tümüyle öz kaynak ile finansmanı tercih eden kuruluşların ihraç ettiği kıymetlere yatırım yapılması ile ortadan kaldırılabılır.

1.5.2.2.3. İş ve Endüstri Riski

Zaman zaman bir veya birkaç iş kolunda faaliyet gösteren firmaların, kârlarında meydana gelen değişimler, bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmaları beraberinde getirmektedir. Söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı, sermaye ya da gelir kaybına uğramaktadır (Pike ve Neale, 2006: 198).

Endüstride meydana gelmesi beklenen ekonomik koşullardaki değişimleri, yasalar ve tutumlardaki değişimler, sadece o endüstrideki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Bu tür değişimler, işletmenin kârını ve menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkiler. Olumsuz değişimlere açık bir işletmede getirinin değişkenliği ve risk de yüksek olduğu düşüncesinden hareketle, yatırım yapılırken endüstri koşullarında meydana gelebilecek değişimler dikkate alınıp, işletmenin gelir ve giderinin ne yönde etkilenebileceğini tahmin etmek gerekir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 503).

Yatırımcı iş riskinden kaynaklanabilecek zararlarını en aza indirebilmek için öncelikle firmanın rekabet gücünü ve firmanın gelecekteki gelir beklentilerinin ne olduğunun analizini yapmak zorundadır. Bu aynı zamanda firmanın geçmişte yaratmış olduğu gelirlerinin ve gelirlerindeki büyüme oranının ayrıntılı olarak analiz edilmesini gerektirir (Konuralp, 2001: 12). Yatırımcı, firmanın gelirlerindeki değişime göre kendisi için karlı olacak zamanlamayı ayarlayarak hisse senedi alımına ya da satımına karar verebilir. Böylece, yatırımcı risk-getiri dengesine göre hisse senetleri arasındaki seçimini yaparak iş riskine karşı kendini korumuş olur

1.5.2.2.4. Likidite Riski

Likidite riski, sahip olunan menkul kıymetin, istenildiğinde paraya çevrilememesini veya bu işlem gerçekleştirilirken bazı zorluklarla karşılaşılması sonucu, menkul kıymetin cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade eder (Hiriyappa, 2008: 132).

Bu risk, sahip olunan menkul kıymet ve bunun işlem gördüğü ikinci el piyasa ile yakından ilişkilidir. Benzer veya standart özelliklere sahip menkul kıymetlerin işlem gördüğü, hem alıcı, hem de satıcı sayısının fazla olduğu sürekli ve aktif piyasalarda likidite riskinin düşük olduğu kabul edilir. Likidite riski, yatırımcının elindeki menkul kıymet sayısı, bunların toplam piyasa değeri ve mülkiyet hakkı devir işlemlerinin masraflı veya zahmetli olması ile de yakından ilgilidir. Kısa vadeli kıymetlerde likidite riski uzun vadeliye göre genellikle daha azdır.

1.5.2.2.5. Yönetim Riski

Yönetim riski; yatırım yapılan işletmenin yönetim hatalarından ve yönetim yetersizliğinden kaynaklanan, yöneticilerin bilgi ve tecrübe eksikliği sonucunda ortaya çıkan risktir (Kuğu, 2004: 146; Hiriyyappa, 2008: 162).

Yönetim hataları olarak, mal üretimindeki ve hizmetlerdeki aksamalar, malların tüketiciye ulaştırılmasında yaşanan aksaklıklar sayılabilir. Firma yönetim sürecinde alınan hatalı kararların ve bu kararların uygulanmasında yapılan hataların finansal varlığın getirisini ve değerini olumsuz yönde etkilemesi olasıdır. Çünkü firmaların başarıları büyük ölçüde yönetim kadrolarının başarısına bağlıdır. Yönetim hataları sonucu, firmanın satışları, kârı azalabileceği gibi, riski de artabilir. Eğer firmaların zaman içerisinde karşılaştıkları olumlu fırsatları değerlendirecek yönetim kadrosu yoksa firmanın beklenen getirilerinde önemli azalmalar yaşayabilir (Yörük, 2000: 21).

Hisse senedi ve tahvil sahipleri yönetim riski açısından karşılaştırıldığında, hisse senedi sahiplerinin tahvil sahiplerine nispeten finansal riskten daha fazla etkilenir.

1.5.2.3. Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Riskle İlgili Yapılan Belli Başlı Çalışmalar

Sistemik risk ve sistemik olmayan riskle ilgili çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Beaver ve diğerleri (1970), kârpayı, kaldıraç, likidite gibi temel firma değişkenleriyle hisse senedinin betası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Blume (1971), sistemik üzerinde yoğunlaştıkları çalışmada, betanın zaman içinde değişiklik gösterdiğini bulmuştur. Jacob (1971), çalışmada portföylerin ortalama getirilerinin betaları ile uyumluluk göstermediği sonucuna ulaşmıştır. Thompson (1976), beta ile risk

faktörleri arasındaki ilişkinin zamanla dalgalanma gösterdiği sonucunu bulmuştur. Karabıyık (1998), gelişen piyasalardan elde edilen getirinin gelişmiş piyasalardan elde edilen getirilerden daha büyük olduğu sonucunu bulmuşlardır. Doğukanlı ve diğerleri (2002), İMKB’de 32 mali sektör şirketi üzerine gerçekleştirdikleri çalışmalarında mali sektör şirketlerinde sistematik olmayan riskin, sistematik riskten daha önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna karşılık, mali sektör içindeki şirketlerin gerek toplam riskleri gerekse risk bileşimlerinin farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur.

Buraya kadar çalışmanın kavramsal çerçevesi incelendi. Bu kapsamda hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri, hisse senedi sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi değer tanımları, hisse senedi yatırımlarında getiri, sistematik ve sistematik olmayan risk kaynakları üzerinde duruldu.

Çalışmamızın bundan sonraki bölümünde önce gelişen piyasa, gelişen hisse senedi piyasası ve çeşitlendirme kavramları tanımlanacaktır. Daha sonra gelişen hisse senedi piyasalarında risk ve getiri, yatırımcıların gelişen hisse senedi piyasalarında yatırım yapma nedenleri ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının önemi irdelenecektir. Son olarak gelişen piyasaların küresel piyasalardaki yeri üzerinde durulacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. GELİŞEN PİYASALAR, GELİŞEN HİSSE SENEDİ PİYASALARI, GELİŞEN HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA RİSK VE GETİRİ, ÇEŞİTLENDİRME

Çalışmanın bu bölümünde önce gelişen piyasa, gelişen hisse senedi piyasası ve çeşitlendirme kavramları tanımlanmaktadır. Daha sonra gelişen hisse senedi piyasalarında risk ve getiri, yatırımcıların gelişen hisse senedi piyasalarında yatırım yapma nedenleri ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının önemi irdelenmektedir. Son olarak gelişen piyasaların küresel piyasalardaki yeri üzerinde durulmaktadır.

2.1. Gelişen Piyasalar Kavramı

Zamanla gelişmekte olan ülkeleri ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını açıklamak üzere kullanılan kelimeler değişiklik göstermiştir. Bu kelimelerden en çok kullanılanları; az gelişmiş, gelişmemiş ve gelişmekte olan kavramlarıdır.

“Gelişmekte olan” kavramı bu kavramlar içerisinde en yeni kavramdır. Bu kavram gelişmekte olan tüm ülkeleri kapsayabilecek kadar geniş boyutludur. Bu kavram bir ekonominin büyüme sürecinde geçirmiş olduğu belli bir dönemi ifade eden gelişme gibi bir dinamik bir süreci ifade etmektedir (Berber, 2006: 242).

Gelişen sermaye piyasaları yakın finansal tarihte temel olgu olarak gün yüzüne çıkmaktadır. Gelişen piyasalara olan portföy yatırımları büyük bir yükseliş trendine girmiştir (Perotti ve Oijen, 2001: 43).

Dünya Bankası'nın bir yan kuruluşu olan Uluslararası Finans Kurumu (IFC) ilk kez 1981 yılından itibaren standartlaştırılmış stok endekslerini tutmuş ve yayınladıkları bir takım ülkeleri tanımlamak için "gelişen finansal piyasalar" terimini kullanmıştır. Önceleri ülke listesi sadece 9 ülkeyi içermekteyken bu liste daha sonra 25 ülkeye genişletilmiştir (Beim ve Calomiris, 2001: 2). Günümüzde ise Dünya Bankası ve Dünya Bankası'nın yan

kuruluşu olan IFC, gelişmekte olan ülkelerdeki bütün hisse senedi piyasalarını gelişen piyasa olarak kabul etmektedir (World Bank, 2010: 310).

“Gelişen piyasa⁴” terimi, genelde, dünyanın sanayileşmekte olan veya gelişen bölgelerindeki ticaret ve piyasa faaliyetini tanımlamak için kullanılmaktadır. Bu terim hızlı büyüme ve endüstrileşme sürecindeki sosyal ya da iş aktivitesindeki ulustur. Bazen “gelişen ekonomiler” terimiyle aynı anlamda gibi kullanılsa da aslında, bu ülkeler gelişmekte olan ile gelişmiş arasında bir geçiş aşamasını ifade ederler. Bilgi Toplumu Merkezi’nin (CKS) 2008 Gelişen Ekonomi Raporu’na göre, gelişen ekonomiler kısmi ve sınırlı endüstrileşme koşulları altında hızlı bir bilgiye ulaşma süreci yaşayan dünyanın bölgeleri olarak tanımlanmıştır. Gelişen piyasalar yeni ürün ve hizmetlere, toplumun ve yeni kullanıcı gruplarının adaptasyonundaki artışa ve ürün teknolojisi ve platformlarındaki yeniliklere dayanır (http://en.wikipedia.org/wiki/Emerging_markets, 10.05.2010).

Piyasaların gelişen olarak belirlenmesinde hangi kriterlerin baz alınması gerektiği konusunda görüş birliği bulunmadığından gelişen piyasalar ile ilgili ortak bir tanım yapmak oldukça güçtür.

Bir tanıma göre gelişen piyasalar genellikle gelişmiş piyasaya doğru bir gelişme süreci içine girmiş hisse senedi piyasalarını ifade etmektedir (Kuczynski, 1994: 10). Başka bir tanıma göre soğuk savaş sonrası hisse senedi ve tahvil piyasalarında büyük gelişme yaşayan gelişmekte olan ülkeleri kapsamaktadır (Hale, 1994: 15).

Standart & Poor’s gelişen hisse senedi piyasalarını, “değişim sürecinde olan piyasa değeri ile işlem hacmi artan, olgunlaşma düzeyi yükselen piyasalar” olarak tanımlamaktadır (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78).

Gelişen piyasalar homojen bir grup değildir. Bu piyasaların benzerliği, hisse senedi piyasasının faaliyette bulunduğu ülkenin kişi başına düşen milli gelirinin ve yatırım yapılabilir hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranının belli bir değerin altında olmasıdır (Aktaş ve Doğanay, 2007: 79). İktisadi gelişme ve reform programı uygulamaları, piyasalarını dış dünyaya açmaya ve küresel sahnede boy

⁴ Literatürde “emerging markets” olarak kullanılan bu kavram, Türkçe’ye yükselen piyasalar, gelişmekte olan piyasalar, gelişen piyasalar olarak çevrilmiştir. Bu çalışmada “gelişen piyasalar” olarak çevrilerek kullanılması tercih edilmiştir.

göstermeye başlamaları, kapalı bir ekonomiden açık piyasa ekonomisine doğru bir geçiş süreci yaşamaları bu piyasaların diğer ortak özelliğidir. Bu geçiş süreciyle birlikte, bu piyasalar sistem içinde kendilerine özgü bir sorumluluk anlayışı da geliştirmektedir. Ortak özelliklerinden bir diğeri de bu piyasalarda iç ve dış portföy yatırımlarında artış gözlenmekte oluşudur (Atik, 2005: 5-7; Özgen, 2010: 9).

Standart & Poor's gelişen piyasaların temel özelliği olarak yabancı yatırımcılar için kısıtlamaların bulunduğu, sermaye transferine sınırlamalar getirilen ve serbest piyasa kurallarına aykırı müdahalelerin bulunmasını göstermiştir (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78). Ancak, diğer ölçütler ve faktörler açısından bu piyasalar arasında farklılıklar bulunmaktadır. Gelişmiş ülke piyasaları derin, makroekonomik istikrarı yüksek, piyasa dalgalanmaları ve politik riski düşük iken, gelişen ülke piyasaları ise sığ, ekonomileri istikrarsız, oynak piyasa ve kur sistemine sahiptirler. Gelişmiş piyasalarda risk düşük iken, gelişen piyasalarda getiri potansiyeli daha yüksektir (Vuran, 2010: 155).

Gelişen piyasaların borsaya kayıtlı şirket sayısı, toplam piyasa değeri, işlem hacmi, getiri, volatilité, fiyat kazanç oranı, piyasa değerinin defter değerine oranı, temettü verimi gibi piyasa verileri incelendiğinde, birbirinden oldukça farklılaştığı söylenebilir (Aktaş ve Doğanay, 2007: 79).

2.2. Piyasaların Gelişmişlik Sınıflandırması

Gelişen piyasalar arasındaki farklılıkların bir sonucu olarak ortak özelliklerin azlığı, piyasaların gelişen piyasa olarak sınıflandırılmasını sübjektif hale getirmiştir. Hangi piyasaların gelişen piyasa olduğu farklı kuruluşlarca ve farklı endeks çeşitlerine göre değişiklik göstermektedir. Piyasaları gelişmiş ve gelişen olarak ifade ederken, bu sınıflandırmanın hangi kritere veya kriterlere göre yapıldığı da önem kazanmaktadır.

Dünya Bankası ve Dünya Bankası'nın yan kuruluşu olan IFC geliştirmekte olan ülkelerdeki bütün hisse senedi piyasalarını gelişen piyasa olarak kabul etmektedir. Dolayısıyla ülkeleri gelişmiş ve gelişen olarak ifade ederken, bu kuruluşların bu sınıflandırmayı hangi kritere veya kriterlere göre yaptığı da önem kazanmaktadır. Ülkelerin gelişmişlik sınıflandırılmasında birçok ölçütün kullanılabilmesi, ülkeler arasında gelişmişlik düzeyleri açısından farklı sınıflandırmaların yapılmasını sağlamıştır. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, kalkınma hızları

ve gelir seviyeleri gibi ölçütleri esas alarak farklı sınıflandırmalar yapmışlardır. IMF ve Dünya Bankası kişi başına düşen milli geliri esas almaktadır.

Dünya Bankası tarafından ülkeler, düşük gelir düzeyi, orta gelir düzeyi ve yüksek gelir düzeyine sahip ülkeler olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Orta gelir düzeyine sahip ülkeler ise düşük orta gelirli ülkeler ve yüksek orta gelirli ülkeler olmak üzere iki alt gruba ayrılmıştır. Dünya Bankası'nın yapmış olduğu sınıflandırmada, düşük ve orta gelir düzeyindeki ülkeler gelişmekte olan ülkeler, yüksek gelir düzeyi sınıflandırması içerisinde yer alan ülkeler ise gelişmiş ülkelerdir (Soubotina, 2004: 16).

Dünya Bankası'nın 2009 yılı kişi başına milli gelir verilerini baz alarak yaptığı sınıflandırmaya göre; düşük gelir düzeyine sahip ülkeler kişi başına düşen milli geliri 995 dolar ve altında olan ülkelerdir. Kişi başına düşen milli geliri 996-3.945 dolar arasında olan ülkeler alt orta gelirli, 3.946-12.195 dolar arasında olan ülkeler üst orta gelirli, 12.196 dolar ve üzerinde olan ülkeler ise yüksek gelirli ülkelerdir (World Development Indicators, 2011: 2-3).

Dünya Bankası gelişmekte olan ülkelerdeki bütün hisse senedi piyasalarını gelişen piyasa olarak kabul ettiğinden, düşük ve orta gelirli ülke piyasaları gelişen piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca, Dünya Bankası, 128 gelişmekte olan ülke sınıflandırması yapmış ve bu ülkeleri altı bölgeye ayırmıştır: Doğu Asya ve Pasifik (16), Avrupa ve Orta Asya (23), Latin Amerika ve Karayipler (27), Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA-9), Güney Asya (8) ve Alt Sahra Afrika (SSA-45) (World Bank, 2010: 309-310).

Uluslararası Finans Kuruluşu (IFC), gelişen piyasa sınıflandırmasında piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, piyasa devir oranı, kote olmuş şirket sayısı gibi göstergeleri kullanmaktadır. Gelişmiş bir piyasada şirketlerin piyasa değerleri gelişen piyasalara göre daha yüksektir. Gelişmiş piyasalardaki işlem hacmi gelişen piyasaların hacminden daha yüksektir. Gelişen piyasaların yüksek piyasa devir oranına sahip olduğu kabul edilmektedir. Gelişen piyasalar gelişmiş piyasalara nispeten daha çok kote olmuş şirket bulunmaktadır (IFC, 1997: 14-18).

Uluslararası Para Fonu (IMF), ülkeleri temelde iki gruba ayırmaktadır: i) gelişmiş ekonomiler (33 ülke), ii) gelişen ve gelişmekte olan ekonomiler (149 ülke). IMF gelişen ve gelişmekte olan ekonomileri altı bölgeye ayırmıştır: Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri (CEE-

14), Bağımsız Devletler Topluluğu (CIS-13), Gelişmekte Olan Asya (26), Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA-20), Alt Sahra Afrika (Sub-Saharan Africa (SSA-44) ve Batı Yarımküre (32) (International Monetary Fund, 2010: 147-152).

Farklı uluslararası kuruluşlar tarafından, ülkeler ve bölgeler arasındaki gelişmişlik farklılıklarını ortaya koyabilmek amacıyla yapılan sınıflandırmalar mevcuttur.

Standart & Poor's gelişmiş ve gelişen piyasa sınıflandırmasını iki temel ölçüte dayandırmaktadır. Birincisi, hisse senedi piyasasının faaliyette bulunduğu ülkenin kişi başına düşen milli gelirine bakılmakta, diğerinde ise yatırım yapılabilir hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranı dikkate alınmaktadır (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78).

FTSE danışmanlık şirketi, İngiliz hisse senedi piyasası ve özellikle Londra Borsası'nda işlem gören hisseler için çok sayıda endeks hesaplamaktadır. FTSE danışmanlık şirketi gelişen piyasaları ulusal gelirleri ve piyasa altyapısının seviyesine göre; kalkınmış gelişen ve ikincil gelişen piyasalar olarak ikiye ayırmaktadır. FTSE gelişen piyasalar; Brezilya, Macaristan, Meksika, Polonya, Güney Afrika, Tayvan, FTSE İkincil gelişen piyasalar; Arjantin, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Morocco, Pakistan, Peru, Filipinler, Rusya, Tayland ve Türkiye (http://www.ftse.com/Indices/FTSE_Emerging_Markets/index.jsp, 10.05.2010).

MSCI küresel hisse senedi endeksi, uluslararası alanda en fazla kullanılan endeks olup, gelişmiş ve gelişen piyasalar için ayrı ayrı hesaplanan bir endekstir. MSCI küresel hisse senedi endeksi ise Nisan 2009 itibariyle piyasa sınıflandırmasında 22 gelişen piyasa bulunmaktadır: Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Malezya, Meksika, Morocco, Nijerya, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Korea, Tayvan, Tayland ve Türkiye (http://www.msicbarra.com/products/indices/international_equity_indices, 10.05.2010).

2.3. Gelişen Hisse Senedi Piyasaları

Hisse senedi piyasalarının hem fon arz edenler hem de fon talep edenler açısından büyük bir önemi bulunmaktadır. Hisse senedi piyasaları, bir ekonomide ekonomik birimlerin kendi içlerinde birikim ve yatırım denkliliğini sağlamasına katkıda

bulunmaktadır. Bu sayede hisse senedi piyasaları, fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişini olanak sağlamaktadırlar.

Hisse senedi piyasaları özkaynak yolu ile finansman sağlanması, ekonomide sermaye birikiminin oluşturulması ve likidite yaratma gibi fonksiyonları sayesinde ülkelerin kalkınmasında önemli roller üstlenmişlerdir.

Uluslararası finansal piyasalar, ulusal fonların yabancılara, yabancı fonların ise yerli kullanıcılara aktarılması durumunda geçerli olan piyasalardır. Ayrıca, iki tarafta aynı ülkede yerleşik kişilerden oluştuğu halde, işlemin bağlı bulunduğu ulusal para ülkeye yabancı ise yine bir uluslararası finansal piyasa işlemi yapılmış olmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 248).

Uluslararası finansal piyasaların gelişmesi ve genişlemesinde gelişen piyasalara yönelen özel sektör sermaye akımlarının büyük rolü olmuştur. Sermaye akımına yol açan faktörler arasında kısa vadede portföy yönetimi ve spekülasyon amaçlar öne çıkmaktadır. Ayrıca, finansal serbestleşme gelişen piyasalara sermaye akımını güçlendirmiştir. Finansal serbestleşmeyle gelişmiş piyasalardan gelişen piyasalara yönelen sermaye akımlarında önemli artışlar gerçekleşmiş ve bu durum gelişen piyasaların ekonomilerinde birçok olumlu etkiye yol açmıştır (Karabıçak, 2004: 184-185).

Çoğu gelişen piyasalar olumlu etkileri sebebiyle sermaye akımlarını çekmek için liberalizasyon çalışmaları içine girmişlerdir. Böylece uluslararası ticaret gelişmesi ve genişlemesi finansa uluslararası bir nitelik kazandırmıştır. Bu sayede uluslararası finans çeşitlenmiş ve piyasalar arasında sınırlar büyük oranda kalkmıştır.

Dünyadaki hisse senedi piyasaları gelişmiş piyasalar ve gelişen piyasalar şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Gelişmiş ve gelişen piyasa ayrımı nicel ölçütler ve nitel faktörlere dayanmaktadır. Standart & Poor's gelişmiş ve gelişen piyasa sınıflandırmasını iki temel ölçüte dayandırmaktadır. Birincisi, hisse senedi piyasasının faaliyette bulunduğu ülkenin kişi başına düşen milli gelirine bakılmakta, diğerinde ise yatırım yapılabilir hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranı dikkate alınmaktadır (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78).

Küresel ve çok boyutlu şirket ve organizasyonların gelişmesi, bilgi teknolojisindeki gelişmeler, gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerinin serbestisi, uluslararası finansal akımlardaki aşırı büyümeler ile döviz kuru kontrollerinin bozulması (Rezayat ve Yavaş, 2006: 441), iletişimdeki teknolojik gelişme, ticaret sistemleri, yenilikçi finansal ürünlerin gelişmesi, gelişmiş piyasalar arasında etkileşimi ve dolayısıyla entegrasyonu artırmıştır (Phylaktis ve Ravazolo, 2005: 92). Artan entegrasyon gelişmiş hisse senedi piyasalarının doyuma ulaşmasına ve dolayısıyla yüksek getiri imkanının ortadan kalkmasına neden olmuştur.

Gelişen hisse senedi piyasaları finansal liberalizasyonun sonucu olarak, son yıllarda önem kazanmıştır. Gelişen hisse senedi piyasaları, gelişmiş hisse senedi piyasalarından daha yüksek getiri imkânına sahip olabilmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yüksek büyüme hızına sahip olması, belirli sektörlerin henüz yeni gelişiyor olması, işgücü maliyetlerinin gelişmiş piyasalara göre ucuz olması ve işletmelerin sektörde tekel konumunda bulunması gibi piyasa yapısı ile ilgili faktörler gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin karlılıklarını da artırmaktadır.

Gelişmiş piyasalardaki fon sahipleri, özellikle kurumsal yatırımcılar gelişen piyasalardaki menkul kıymetlere yatırım yaparak elverişli risk-getiri olanaklarından yararlanmak istemektedirler. Ancak, gelişen piyasalara yatırım yapmanın riskinin yüksek olduğu, risk ve getirinin aynı yönde hareket ettiğinin dikkate alınması gerekir (Doğukanlı ve diğerleri, 2002: 5). Gelişen hisse senedi piyasaları yeni yatırım yapma imkânı sağlamaktadır. Bu gelişmeler küresel yatırımcıları gelişen piyasalara yönlendirmiştir.

Gelişen sermaye piyasaları yeterince çeşitliliğe ve derinliğe sahip olmamasına rağmen, son yıllarda ekonomilerinde gösterdikleri gelişmeye paralel olarak getiri olanağı doyum noktasına ulaşmış, gelişmiş piyasalara göre daha yüksek getiri alternatifini sunmaktadırlar. Gelişen hisse senedi piyasalarındaki yüksek getiriler küresel yatırımcıları bu piyasalara yönlendirmiş, ve bu sayede küresel yatırımcılar portföy risklerini düşürmektedirler.

2.4. Gelişen Hisse Senedi Piyasalarında Risk ve Getiri

Gelişen hisse senedi piyasalarındaki yüksek getiriler, portföylerinin getirisini artırmak isteyen küresel yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Küresel yatırımcılar, gelişen

piyasaların kendi aralarındaki ve gelişmiş piyasalarla olan düşük entegrasyonlarından (Errunza, 1983: 51) yararlanmak amacıyla farklı piyasalara ait hisse senetleriyle portföy çeşitlendirmesi yaparak risklerini azaltabilirler.

Gelişen piyasalar daha iyi çeşitlendirme fırsatı ve daha yüksek getiri sağlama olanağı sunduğundan, Japonya, Almanya, Kanada, İngiltere ve ABD gibi gelişmiş ülke yatırımcıları Güney Kore, Meksika, Singapur, Tayvan ve Rusya gibi gelişen piyasaları içine alan portföyler oluşturmak suretiyle yatırım yapmaktadırlar (Brigham ve Houston, 2001: 437).

Gelişmiş ve gelişen hisse senedi piyasalarındaki getiriler arasında dört temel farklılık bulunmaktadır (Solnik, 1996: 261; Korkmaz, 2001: 69-70):

- i. Gelişen hisse senedi piyasalarında ortalama getiri daha yüksektir.
- ii. Gelişen hisse senedi piyasalarında hisse senedi getiri değişkenliği daha yüksektir.
- iii. Gelişen hisse senedi piyasalarındaki getirileri ile gelişmiş hisse senedi piyasalarındaki getiriler arasındaki korelasyon düşüktür.
- iv. Gelişen hisse senedi piyasalarındaki getirilerin tahmin edilme olasılığı daha düşüktür.

Gelişen piyasalar gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında, daha yüksek getiri sağlamanın yanında, gelişen piyasalardaki hisse senetleri daha az likit, daha yüksek işlem maliyeti ve daha fazla risk içermek gibi özelliklere sahiptir (Clark ve Tunaru, 2001: 155; Brigham ve Houston, 2001: 437). Gelişen piyasalarda yükselen yatırım fırsatları kayda değer düzeyde yüksek getiri sağlamaktadır. Fakat bu getiriler gelişen hisse senedi piyasasında gelişmiş piyasalara nispeten yüksek risk ve değişkenliğe boyun eğerek, yüksek likidite yetersizliğiyle önemli oranda azalmaktadır (Lesmond, 2005: 412).

Gelişen piyasaların daha yüksek oynaklığa sahip olması bu piyasaları dış şoklara daha açık ve duyarlı hale getirmektedir. Bu durum gelişen piyasaların yatırılan fonların kısa vadeli olmasına ve her an kendi ülkesine geri dönebilir niteliğe bürünmesine sebep olabilir. Gelişen hisse senedi piyasalarında getiri oynaklığının dört temel nedeni bulunmaktadır (Özgen, 2010: 14):

- i. Piyasada varlık yoğunlaşmasının çok olması yani, borsa endeksine dahil hisse senedi sayısının az olması oynaklığı artırmaktadır.
- ii. Borsanın gelişmişliği ve pazarla bütünleşmesi düşükse, yani borsa kapitalizasyonunun milli gelire oranı düşükse oynaklık yüksektir.
- iii. Oynaklık tek başına, pazarın iç yapısına da bağlıdır. Borsada bilgi akışının yoğunluğu ve niteliği hisse senedinin fiyatını değiştirir.
- iv. Oynaklığın diğer nedeni, ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik koşullardır. Siyasi istikrar, ülkenin kredi değerliği, kambiyo kurlarındaki değişimler ülkenin makroekonomik koşullarını etkilediği için dolaylı olarak oynaklığı artırmaktadır.

Tablo 2: Gelişen Piyasalarda Ortalama Getiri ve Standart Sapma

	MSCI Dünya (%)	MSCI Gelişen Piyasalar (%)
Ortalama Getiri	6,6	11,40
Standart Sapma	18	32
Getiri/Standart Sapma	37	36

Kaynak: MSCI, Acadian Research, October 2010

Gelişen piyasalarda risk ve getiriyi göstermek için Tablo 2 incelendiğinde, 1 Ocak 1993- 31 Ağustos 2010 dönemini kapsayan MSCI endeksi kullanılarak gelişen piyasalarda risk ve getirinin gelişmiş piyasalardan daha yüksek olduğunu savunan genel bakış açısının doğrulandığı görülmektedir. Aslında, Tablodan getiri-risk oranının gelişen piyasalarda ve gelişmiş piyasalarda neredeyse aynı olduğu görülmektedir. Aynı zaman diliminde, gelişen piyasaları içermeyen MSCI dünya endeksi yıllık ortalama %6,6 getiri sağlarken, MSCI gelişen piyasalar endeksi yıllık ortalama %11.40 ortalama getiri sağlamıştır. MSCI dünya endeksinin oynaklığı %18 iken, aynı zaman diliminde, MSCI gelişen piyasalar endeksinin oynaklığı %32'dir. Risk-getiri oranları ise neredeyse aynıdır. MSCI dünya endeksinin getiri-risk oranı 0,37 iken, aynı zaman diliminde, MSCI gelişen piyasalar endeksinin getiri-risk oranı 0,36'dır.

2.5. Yatırımcıları Gelişen Hisse Senedi Piyasalarında Yatırım Yapmaya Yönlendiren Faktörler

Gelişen piyasalara yatırımı teşvik eden temel faktörler olarak; bu piyasaların yatırımcısına çeşitlendirme fırsatı sağlayarak toplam riski azaltması ve daha fazla kazanç sağlama fırsatı sunması söylenebilir. Bu nedenler dışında, gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan liberalleşme, kurumsal reformlar ve uluslararası ticaretin gelişmesi gibi diğer nedenlerde bulunmaktadır.

2.5.1. Uluslararası Çeşitlendirme ve Risk

Hisse senedi yatırımlarında çeşitlendirme önemli bir konudur. Küresel finansal piyasaların zamanla artan entegrasyonu portföy çeşitlendirmesinin önemini artırmıştır. Çeşitlendirme, son on yıllık süreçte dünyadaki hızlı gelişen finansal liberalleşmenin göze çarpan bir özelliği olmaktadır.

Son yıllarda hisse senedi piyasalarında yerli yatırımlara oranla küresel yatırımların hızlı biçimde büyümesi dünyadaki ulusal hisse senedi piyasaları arasında önemli derecede karşılıklı bağımlılığın bulunduğunu göstermektedir. Hisse senedi piyasalarının entegrasyonu ve karşılıklı bağımlılık, varlıkların çeşitlendirilmesi konusunu analiz eden modern portföy teorisinin temel ilgi alanlarından birini teşkil etmektedir. Uluslararası portföy çeşitlendirmesinin avantajları finans literatüründe yoğun biçimde tartışılmış, teorik ve ampirik çalışmalar riskin ne kadar azaldığını ve buna ilişkin faydaları ölçmeye çalışmışlardır.

Çeşitlendirme yatırımın tek bir menkul kıymete değil, birden fazla menkul kıymete dağıtılmasıdır (Fabozzi, 1999: 51; Hiriyappa, 2008: 195). Bütün yumurtaları aynı sepete koymayarak riski azaltmaktır. Finansal anlamda çeşitlendirme ise, tüm servetin tek bir varlığa değil, birden çok varlığa yatırılmamasıdır (Seyidoğlu, 2001: 337).

Büyük sayılar kanununa göre portföyde yer alan menkul kıymetlerin birbirinden bağımsız hareket ettikleri varsayılırsa, portföye yeni hisse senedi ya da menkul kıymetler eklendikçe portföyün toplam riski azalır (Dağlı, 2009: 308). Ancak, hem gerçek hayatta menkul kıymetlerin getirilerinin tamamen birbirinden bağımsız hareket etmesinin imkansız olması (Jiun ve Chiou, 2009: 93) hem de çok sayıda menkul kıymetten oluşan portföyün

yönetilmesinin zor olması, az sayıda ve nitelikli menkul kıymetlerin bir araya getirilerek iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün oluşturulmasının önemini artırmıştır. (Van Horne, 2001: 51). Modern portföy teorisine göre; az sayıda ve hisse senedi getirileri arasındaki korelasyonun zayıf ya da negatif olan menkul kıymetlerden oluşan portföyün iyi çeşitlendirilmiş portföy olacağı kabul edilir (Markowitz, 1952: 77-85).

Çeşitlendirme ulusal boyutta yapılabildiği gibi özellikle gelişen piyasalar olmak üzere uluslararası boyutta da yapılmaktadır. Uluslararası çeşitlendirmenin net yararı bugünün ekonomik ikliminde büyük bir öneme sahiptir. Gelişen piyasalarda uluslararası çeşitlendirmenin önemi ilk olarak Grubel (1968), Levy ve Sarnat (1970) ve Errunza (1977) tarafından ortaya atılmıştır (Arouri, 2010: 1). İlk çalışmalar hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi korelasyon analizi ile belirlemeye çalışmışlardır. Daha sonraki çalışmalarda ise ilişki kontegrasyon analizleri ile ortaya konulmaya çalışılmıştır. Uluslararası çeşitlendirme büyük uluslararası firmaların stratejik davranışlarında kilit role sahiptir (Hitt ve diğerleri, 1997: 767).

Gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan faktörlerin başında çeşitlendirmenin toplam riski azaltma fonksiyonu yatmaktadır (Campa ve Fernandes, 2006: 417). Markowitz (1952), Sharpe (1964), Lintner (1965)'e göre, ulusal bir piyasada portföyün riski tek bir yatırım aracının riskinden daha düşüktür (Chollete ve diğerleri, 2011: 404). Uluslararası çeşitlendirilmiş portföyler ise ulusal piyasada çeşitlendirilmiş portföylerden daha az risk taşımaktadırlar (Jiun ve Chiou, 2009: 93; Li ve diğerleri, 2003: 71). Çünkü, daha önce de bahsedildiği gibi bir portföyün toplam riskinin sistematik olan ve sistematik olmayan riskten oluşmaktadır. Kural olarak, sistematik olmayan risk sabit kabul edildiğinde, ulusal piyasada çeşitlendirmeyle sistematik risk azaltılmadığı için sistematik olmayan risk tamamen ortadan kaldırılrsa bile, portföyün riski sistematik risk seviyesine kadar çekilebiliyordu. Farklı piyasalar aynı anda farklı ekonomik ve siyasal sistematik risk kaynaklarıyla karşı karşıyadır. İşte uluslararası çeşitlendirme sayesinde sistematik riskin de azaltıldığı göz önüne alındığında, gelişen piyasalara yatırım yapılarak portföyün toplam riski azaltılmış olur. Dolayısıyla uluslararası piyasalar yatırımcılara portföylerini ulusal piyasalardan daha az bir riskle çeşitlendirme imkanı sunmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin kendi aralarındaki uluslararası mal, hizmet ve finansal varlık ticaretinin gelişmesi, uluslararası portföy yatırımlarının büyük boyutlara ulaşması (Bekaert

ve Harvey, 2003: 4) ve AB gibi ekonomik ve siyasi birliklerin genişlemesi, gelişmiş ülke sermaye piyasalarının birbiriyle entegrasyonunu artırmıştır (Asgharian ve Nossman, 2011: 1). Avrupa sermaye piyasaları başta olmak üzere gelişmiş piyasalar arasındaki artan entegrasyon, bu piyasaların aynı risk-getiri ilişkisini paylaştığı ve bu piyasalardaki finansal varlıkların da aynı finansal varlık fiyatlandırma modeline göre fiyatlandırıldığı anlamına gelmektedir (Morelli, 2010: 363).

Dolayısıyla, gelişmiş piyasalar arasındaki artan entegrasyon bu piyasalarda yatırım yapılarak portföy riskinin azaltılmasını engellemiştir (Chiou ve diğerleri, 2009: 449; Moerman, 2008: 1132; Kearney ve Lucey, 2004: 577). Bu nedenle gelişen piyasalar gerek bireysel yatırımcılar gerekse kurumsal yatırımcılar tarafından bir yatırım alternatifi olarak görülmektedir.

Piyasalar arasındaki getiri ilişkisi korelasyon katsayısı⁵ ile ölçülmektedir (Fabozzi, 1999: 51; Chollete ve diğerleri, 2011: 403). Hisse senedi piyasalarının getirileri arasındaki korelasyon katsayısının düşük olması, bu piyasalardaki hisse senedi fiyatlarının birbirinden bağımsız hareket ettiği anlamına gelmektedir (Bai ve Green, 2010: 236; Griffin ve Karolyi, 1998: 352). Genel olarak farklı piyasalardaki menkul kıymetlerden oluşan portföydeki menkul kıymet getirileri arasında korelasyon katsayısı ne kadar düşükse portföyün riski o ölçüde azaltılabilir (Chollete ve diğerleri, 2011: 403; Morilli, 2010: 374).

Korelasyon katsayısı artı bir (+1.0) ile eksi bir (-1.0) arasında değer alır. Korelasyon katsayısının +1.0 olması, menkul kıymet getirileri (değişik gelişen piyasalar) arasında tam bir pozitif doğrusal ilişkinin olduğunu gösterir. Korelasyon katsayısının -1.0 olması, menkul kıymet getirileri arasında tam bir negatif doğrusal ilişkinin olduğuna işaret etmektedir. Korelasyon katsayısının 0.0 olması ise menkul kıymet getirileri arasında herhangi bir ilişkinin bulunmadığını gösterir (Brigham ve Houston, 2001: 24; Corrado ve Bradford, 2002: 518; Gallagher ve Andrew, 1997: 149-150).

Korelasyon katsayısının -1.0 ve 0.0 olması durumunda, uluslararası yatırımcıların farklı gelişen piyasalara ya da bu piyasalardaki farklı hisse senetlerine yatırım yaparak

⁵ Korelasyon katsayısı piyasalar arasındaki bağımlılığı ve ilişkiyi belirleme de kullanılan genel bir terimdir. Ancak, yapılan çalışmalarda bu terimle birlikte, concordance, co-dependency, comovement gibi terimlerde kullanılmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Chollete ve diğerleri, 2011: 403

çeşitlendirmenin avantajından yararlanarak portföy risklerini azaltabilirler (Bai ve Green, 2010: 236). En fazla risk azaltılması tam negatif korelasyon durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak, piyasa getirileri arasında ne -1.0 ne de 0.0 gibi bir korelasyon katsayısının zor ihtimal olduğu düşünülürse, riskin en aza düşürülmesi açısından negatif korelasyona sahip gelişen piyasalar arasında yatırım yapılması uluslararası çeşitlendirme için yararlı olabilir.

Uluslararası çeşitlendirme fırsatı piyasalar arasında tam bir entegrasyon olmaması durumunda geçerli olur. Bu piyasaların tam entegre olması ise piyasaların rekabettin yüksek olduğu anlamına gelirken; aksine piyasa gücü de zayıf entegrasyona sebep verir, bu durumda fiyatların çarpıtılmasına sebep olabilir (Jimenez ve diğerleri, 2010: 166). Gelişen piyasalar birbiriyle ve diğer gelişmiş piyasalarla düşük entegrasyona sahiptir. Gelişen piyasaların tamamen entegre olmaması ülke ve bireysel risklerin hisse senedi getirisinde belirleyici faktör olmasına sebep olmaktadır (Bai ve Green, 2010: 236). Diğer bir ifadeyle, uluslararası borsalar arasında düşük korelasyon varsa, uluslararası çeşitlendirme yatırımcılara iyi bir getiri-risk profili sağlayabilir (Gilmore ve McManus, 2002: 69). Piyasalar arasındaki korelasyon yüksek ise, uluslararası çeşitlendirme beklenen yararları sağlamayabilir.

İşte gelişen piyasaların hem kendi aralarındaki hem de gelişmiş piyasalarla olan düşük entegrasyonu sayesinde uluslararası çeşitlendirme kanalıyla yerel ülkeye ait olan sistematik risk azaltılabilir (Morilli, 2010: 363; Phylaktis ve Ravazzolo, 2005: 105). Gelişen piyasalardaki hisse senedi yatırımlarının risk düzeyinin gelişmiş piyasalarinkinden daha yüksek olmasına rağmen, portföye bu piyasalardaki riskli menkul kıymetlerin dahil edilmesiyle çeşitlendirme yapılarak portföyün toplam riski azaltılmış olur (Bekaert ve Harvey, 2003: 21; Bailey ve Stulz, 1990: 57).

Dolayısıyla uluslararası yatırımcılar yerel kaynaklara yatırım yaparak elde edemeyeceği kazancı, uluslararası çeşitlendirme yaparak daha düşük bir riskle elde edebilecektir. Şöyle ki, gelişen piyasaların getirisi riskini ikiye katlamaktadır (Arouri ve diğerleri, 2010: 1; Chiou ve diğerleri, 2009: 450; Shawky ve diğerleri, 1997: 309).

Özetle, ulusal bir piyasada oluşturulan yerel bir portföy o ülkenin genel bir riskini içereceğinden oluşturulan yerel portföyün etkinliği tam olarak söz konusu değildir. Bu nedenle daha etkin portföylerin oluşturulmasında uluslararası piyasalara yönelim olmuştur. Uluslararası alanda çeşitlendirilmiş bir portföy ulusal alanda çeşitlendirilmiş bir portföyden

daha düşük risk içermektedir. Bu risk bir ülkenin riskine bağlı olmaksızın, menkul kıymet türüne, döviz kuru riskine, politik riske ve bilgi edinme riskine bağlı olarak değişmektedir. Portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılması portföye alınan menkul kıymetlerin birbiriyle olan ilişkilerine bağlıdır. Menkul kıymetler arasındaki korelasyon düştükçe bu menkul kıymet getirilerinin ülkeler arasındaki pozitif korelasyonları, bir ülke içindeki korelasyonundan daha düşükse portföy riski azaltılarak uluslararası çeşitlendirmeden fayda sağlanmış olunur.

2.5.2. Endüstri ve Ülke Çeşitlendirmesi

En uygun çeşitlendirme, farklı ülkeler ve farklı endüstrilerle yapılan çeşitlendirmedir. Özellikle farklı endüstrilere yatırım yaparken, rekabet avantajı sağlayan endüstrilerin seçilmesi oluşturulan portföyün kalitesini ve dolayısıyla da elde edilen getiriye artırmaktadır. Çeşitlendirmenin yararının büyük oranda ülke çeşitlendirmesi yerine endüstri yapısının çeşitlendirmesinden kaynaklandığını iddia eden çalışmalar mevcuttur (Griffin ve Karolyi, 1998, 352).

Finansal literatürde, küresel hisse senedi piyasa hareketlerini açıklamak için endüstri ve ülke etkisinin önemi tartışılmaktadır. Gelişen piyasalarda gelişmiş piyasaların aksine, ülke etkisi küresel ve endüstri etkisinden daha baskındır (Phylaktis ve Xia, 2006: 459). Özellikle yakın süreçte, gelişen piyasalarda hisse senedinin getirisinin değişkenliğini belirlemede, endüstri etkisinin önemi giderek artmaktadır (Moerman, 2008: 1122). Fakat ülke etkisi hala endüstri etkisine baskınlığı korumaktadır (Bai ve Green, 2010: 237).

Rouwenhorst (1999)'nin gerçekleştirdiği çalışmada ülke etkisinin baskınlığının azaldığını ancak endüstri etkisinin hala ülke etkisinden daha az önemli olduğunu tespit etmiştir.

Roll (1992) uluslararası çeşitlendirmenin yararının endüstri çeşitlendirmesi sonucu olduğunu iddia etmektedir. Heston ve Rouwenhorst (1994) aksine, endüstri yapısı farklılıklarının ülkeler arasındaki korelasyonu açıklama gücüne olan düşük katkısı dolayısıyla ülke etkisinin çeşitlendirmede baskın olduğunu tespit etmiştir.

Sonuç itibarıyla, özellikle gelişen piyasalarda ülke etkisinin endüstri etkisine daha baskın olduğu, ancak zamanla endüstri etkisinin daha fazla önem kazandığı söylenebilir.

Böylece, farklı endüstriler arasında yatırım yaparak daha iyi bir çeşitlendirme sağlanmış olmaktadır. Bu sayede, ülkeden ziyade endüstrileri çeşitlendirmesi yaparak portföyün riski azaltılabilir. Bu sonuç gelişen piyasalara yatırım yapma nedeni olarak ön plana çıkmaktadır.

2.5.3. Daha Fazla Getiri Sağlama Fırsatı

Gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan faktörlerden diğeri ise gelişen piyasaların yatırımcılarına daha fazla kazanç sağlama fırsatı sunmasıdır (Arouri ve diğeri, 2010: 1). Kazançların yüksek olması yatırım araçlarının yelpazesinin genişliğine, devlet müdahaleleri ile rekabetin engellenmesinin bu piyasalardaki şirketlerin daha fazla kar elde etmesine ve yeterince etkin olmayan bu piyasalarda düşük değerlendirilmiş hisse senedi bulma imkânının olmasına bağlanabilir (Dağlı, 1996: 23).

Gelişen piyasalarda yeterli sayıda uzman personelin ve yeterli bilgi akışının olmaması, bu piyasalardaki birçok şirketin gerçek değerinden daha düşük değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Bu durumda, uluslararası yatırımcı bu şirketlerin hisse senetlerinin değerinin ileride yükseleceği düşüncesiyle satın alarak veya arbitraj imkanlarından yararlanarak yatırımlardan kendi ülkesine göre daha fazla kazanç sağlama fırsatını yakalamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007. 457). Ancak bu durum etkin olmayan piyasalarda geçerli bir durumdur. Etkin piyasada bütün bilgiler hisse senedi fiyatına yansıdığından düşük değerlendirilmiş bir hisseden söz edilemez. Fiyatlar dengededir. Gelişen piyasaların da etkin olmadığı düşünüldüğünde, bu piyasalarda bu tür getirileri imkanlarının olduğu söylenebilir.

Uluslararası çeşitlendirmeden sağlanan kazançlar para ve mali politikaların farklılığı, faiz oranlarındaki değişimler, bütçe açıkları ve ulusal büyüme oranları nedeniyle yabancı sermaye piyasalarının ekonomik durumlarının çeşitliliğinden kaynaklanmaktadır (Griffin ve Karolyi, 1998, 352).

Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin genel ekonomik görünümünün olumlu olması ve yüksek büyüme hızlarına ulaşması bu piyasalardaki şirketlerin büyüme hızına ve performansına yansımalarıyla yüksek kazancın elde edilmesi diğer bir nedendir. Hatta bu piyasaların daha hızlı büyüme potansiyellerinin olması bu piyasalara merak uyandıran olgudur (Brigham ve Houston, 2001: 437).

Yatırımcı gelişen piyasalarda gelişmiş piyasalarla aynı risk seviyesinde hatta daha düşük risk seviyesinde ancak, gelişmiş piyasalardan daha fazla getiri sağlayan alternatif hisse senetlerine yatırım yapma fırsatı bulmaktadır.

2.5.4. Diğer Nedenler

Gelişen piyasalara yatırım yapmayı teşvik eden temel nedenler olarak; bu piyasaların yatırımcısına çeşitlendirme fırsatı sunarak riskini azaltması ve daha fazla kazanç sağlama fırsatı sunması söylenebilir. Bu nedenler dışında, gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan diğer faktörler şöyle sıralanabilir (Doğukanlı, 2008: 328):

- i. Gelişen piyasalardaki kurumsal reformlar, borsaların modernizasyonu, takas merkezlerinin oluşturulması, aracı komisyonlarının ve ücretlerin düşürülmesi, bağımsız dış denetim şirketlerinin ya da şirketlerin bilgi verme zorunluluğu, şeffaflık üzerine atılan diğer adımlar hem ulusal hem de uluslararası yatırımcıların ilgisini çekmektedir.
- ii. Gelişen piyasalarda finansal sistemde yapılan reformlarla, özel emeklilik sandıkları, yatırım fonları gibi ulusal kurumsal yatırımcıların oluşmasının sağlanması,
- iii. Gelişen piyasalarda yeni yatırım aracı olarak algılanan hisse senedi üzerinde yapılan futures, forward, swap ve opsiyonlar gibi finansal türev ürünlerin gelişmesi diğer bir neden olarak sıralanabilir. Bu ürünler yatırımcısına düşük maliyetli korunma ve spekülasyon olanağı sağlamaktadır.

Bu piyasalara ilginin artmasında uluslararası ticaretin genişlemesi, bu ülkelerin liberalizasyon çabaları (Campa ve Fernandes, 2006: 417; Bekaert ve Harvey, 2003: 5) ve uluslararası derecelendirme şirketlerinin gelişen piyasaların kredi derecelerini artırmaları da etkili olmuştur (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78; Korkmaz, 2001: 70).

Bunlarla birlikte, küreselleşme olgusu, aracılık hizmetlerindeki verimlilik ve etkinliğin artması, işlemlerin elektronik ortamda yapılabilmesi ve hisse senetlerinin birden çok borsaya kote edilmesi finansal piyasalar arasında giderek artan entegrasyon sürecine yol açmıştır (Vuran, 2010: 155). Artan entegrasyon süreci ve bu nedenler ile beraber sermaye hareketleri gelişmiş piyasalardan gelişen piyasalara doğru akmaya başlamıştır.

2.6. Portföy Çeşitlendirmesi Üzerine Yapılan Belli Başlı Çalışmalar

Finans literatüründe gelişen piyasalardaki hisse senedi getirilerinin kendi aralarında ve gelişmiş piyasalardaki hisse senedi getirisiyle olan düşük korelasyonu nedeniyle bu piyasalarla yapılacak olan çeşitlendirmenin portföyün toplam riskini azaltacağını destekleyen çeşitli ampirik çalışmalar mevcuttur [Ripley (1973), Hilliard (1979), Chan ve diğerleri (1997), Huang ve diğerleri (2000), Ceylan (2006), Korkmaz ve diğerleri (2008), Levy ve Sarnat (1970), Wilcox (1992), Divecha ve diğerleri (1992)]. Bu çalışmalarda düşük korelasyon nedeniyle gelişen piyasalarda yatırım yapılarak portföyün toplam riski azaltılarak böylece uluslararası çeşitlendirmenin faydasından yararlanılabileceği vurgulanmaktadır.

Rugman (1976), Bailey ve Stulz (1990), gelişen hisse senedi piyasaları arasındaki düşük korelasyon nedeniyle uluslararası çeşitlendirmeden kazanç sağlanabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Diğer bir ifadeyle uluslararası firmaların portföy çeşitlendirmesiyle riskin azaltılabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde, Shawky ve diğerleri (1997), gelişen piyasalarla gelişmiş piyasalar arasındaki entegrasyon derecesini düşük bularak, çeşitlendirmenin faydalı olacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Cheung ve Liu (1994), Uzak Doğu Asya ülkeleri üzerine gerçekleştirdiği çalışmalarında, kontegrasyon ilişkisine rastlamamıştır. Gündüz ve Omran (2001), Orta Doğu ve Kuzey Afrika gelişen hisse senedi piyasaları arasında bir kontegrasyon ilişkisine rastlanmamıştır. Dolayısıyla bu piyasalar birbirinden ayrı piyasalardır ve uzun vadeli ortak hareketlere sahip değillerdir. Narayan ve Smyth (2004), Avusturya borsası ile G7 ülke borsaları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada, Avusturya borsası ile Kanada, İtalya, Japonya Borsası arasında ilişki tespit ederken, Fransa Almanya, ABD arasında bir ilişki tespit etmemiştir.

Jiun ve Chiou (2008), daha az gelişmiş ülkelerdeki özellikle, Doğu Asya ve Latin Amerika, yerel yatırımcıların hem bölgesel hem de küresel bazda çeşitlendirmeden yararlandığını ve piyasalar arasındaki artan entegrasyon nedeniyle bu yararın azalmaya başladığı ortaya koymuşlardır. Küçükçolak (2008), İMKB ile İngiltere, Fransa, Almanya ve Yunanistan borsaları arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmada, sadece Türkiye Yunanistan borsası arasındaki uzun dönemli ilişkiyi ortaya koymuştur.

Asgharian ve Nossman (2011) ve Morilli (2010), Chiou (2009), Avrupa Birliğine üye ülkeler üzerine gerçekleştirdiği çalışmada, küresel finansal piyasalarda entegrasyonun artmasına rağmen, uluslararası çeşitlendirmenin yararlı olacağı bulgusu tespit etmişlerdir.

Boztosun ve Çelik (2011), İMKB ile arasında eşbütünleşme ilişkisi çıkmayan Fransa, Avusturya, İsviçre, İsveç ve İspanya borsalarından etkilenmediği, bütünleşmenin sağlanmadığı ve bu borsalar arasında uluslararası portföy çeşitlendirmesinin ve arbitraj imkanının var olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Risk ve getiri ilişkisi üzerine yoğunlaşan bu çalışmalarla, gelişen piyasaların hisse senedi getirilerinin hem kendi aralarında hem de gelişmiş piyasalardaki hisse senedi getirisiyle korelasyonun düşük olduğunu ve dolayısıyla portföy çeşitlendirmesiyle toplam riskin azaltılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yapılan çalışmalarla finansal küreselleşmenin ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle gelişen piyasaların birlikte hareket etme dereceleri yükseldiğinden çeşitlendirme fırsatının zamanla azaldığını tespit etmişlerdir.

Ancak bazı çalışmalarda [Lins ve Servaes (2002), Masih ve Masih (2001) ve Christofi ve Pesicli (1999)] entegrasyon ilişkisi saptanmış ve dolayısıyla çeşitlendirme olanağının sınırlı olduğu vurgulanmıştır:

Lins ve Servaes (2002), 7 gelişen piyasada (Hong Kong, Hindistan, Macaristan, Malezya, Singapur, Güney Kore ve Tayland) şirket çeşitlendirmesinin yararı ve maliyetini incelediği çalışmasında, çeşitlendirme kapsamındaki firmaların diğer firmalardan daha az kazanç sağladığı ve değişkenliğinin ise %6,4 daha fazla olduğunu bulmuşlardır.

Masih ve Masih (2001) OECD ve gelişen Asya piyasaları arasında karşılıklı bir entegrasyon bulmuştur. Jochum ve diğerleri (1999) Doğu Avrupa (Polonya, Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Rusya) hisse senedi piyasaları arasındaki uzun dönemli pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Christofi ve Pesicli (1999), Arjantin, Brezilya, Şile, Kolombiya ve Meksika hisse senedi piyasaları arasında ve Choudhry (1997) Arjantin, Brezilya, Şile, Kolombiya, Venezüella ve Meksika hisse senedi piyasaları arasında güçlü bir bağımlılık bulmuştur.

2.7. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hisse Senedi Piyasalarının Rolü

Gelişmekte olan ülkelerde gelişen hisse senedi piyasalarının rolü, fon alış verişine aracılık eden ve işlem gören hisse senedinin ekonomik işlevleriyle de açıklanabilir. Hisse senedinin ekonomik işlevleri şu şekilde sıralanabilir (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 32; TSPAKB, 2009: 11):

- i. Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- ii. Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- iii. Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar

Bunlara ilave olarak, hisse senedi piyasaları gelişen ekonomilerde özkaynak yolu ile finansman sağlama, kamuoyunun bilgilendirilmesi, çeşitlendirme yaparak riski azaltma, sermaye birikiminin oluşturulması ve ekonomik kalkınma ve gelişmeye katkı sağlama gibi roller üstlenirler.

2.7.1. Özkaynak Yolu İle Finansman Sağlama

Hisse senedi piyasaları şirketler için önemli tutarlarda özkaynak sağlamaktadırlar. Özkaynak yolu ile sağlanan finansmanın ilgili şirkete en önemli katkısı finansman riski ile ilgilidir. Bu yol ile sağlanan sermaye için şirketin ödemesi gereken sabit bir faizin veya yükümlülüğünün olmaması ve anaparaların geri ödenme zorunluluğunun bulunmaması şirketi önemli risklerden kurtarmaktadır. Dolayısıyla işletmenin daha yüksek riske sahip borçlanma yerine hisse senedi ihraç ederek işletmeye finansman kaynağı sağlaması finansman riskini düşürmektedir (Karan, 2004:308). Özellikle özelleştirme çabası içinde olan gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasaları kaynak sıkıntısı çeken özel sektör işletmelerinin kaynak ihtiyacının giderilmesinde önemli rol oynamaktadır.

2.7.2. Kamuoyunun Bilgilendirilmesi

Hisse senedi piyasaları, uzun vadeli sermaye ihtiyacını gidermenin yanı sıra, kamuoyunun bilgilendirilmesi açısından da önemli rol üstlenir. Etkin olan hisse senedi piyasaları hisse senetleri piyasada işlem gören şirketler hakkında bilgi toplanması ve bu bilgilerin en kısa sürede yatırımcıların kullanımına sunulmasında önemli rol oynamaktadır. Şirketler bu bilgiler sayesinde hisse senedine olumlu ya da olumsuz etkileri ile yatırımcılara yatırım fırsatları sunmaktadırlar (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 1996: 48).

2.7.3. Çeşitlendirme Yoluyla Riski Azaltma

Hisse senedi piyasaları, çok sayıda hisse senedi arasından seçim sunduğu için, çeşitlendirme yaparak riski azaltma diğer piyasalara göre daha kolaydır (Claessens, 1995: 9). Yatırımcılar, gelişen teknoloji ile birlikte ekonomi ve finansal sistemler entegre oldukça portföy riskini azaltmak için uluslararası hisse senedi piyasalarında çeşitlendirmeye daha çok yönelmeye başlamışlardır (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 55).

Gelişmiş ülkelerin kendi ararındaki uluslararası mal, hizmet ve finansal varlık ticaretinin gelişmesi, uluslararası portföy yatırımlarının büyük boyutlara ulaşması, sermaye piyasalarının birbiriyle entegrasyonunu artırmıştır (Asgharian ve Nossman, 2011: 1). Gelişmiş piyasalar arasındaki artan entegrasyon bu piyasalarda yatırım yapılarak portföy riskinin azaltılmasını engellemesi (Moerman, 2008: 1132; Kearney ve Lucey, 2004: 577) gelişen piyasaların küresel yatırımcılar tarafından bir yatırım alternatifi olarak görülmesine katkıda bulunmuştur. Bu sayede, küresel yatırımcılar, portföyelerine gelişen hisse senedi piyasalarındaki finansal araçları dahil ederek, portföyün toplam riski azaltılmış olur (Bailey ve Stulz, 1990: 57).

2.7.4. Sermaye Birikiminin Oluşturulması

Hisse senedi piyasaları yerel ülke kaynaklarını harekete geçirerek, bu kaynakların verimli yatırımlara dönüştürülmesinde ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadırlar (Husain, 2006: 179; Aydemir, 2008: 41).

Finans sektörün reel sektörle ilişkisi bir ülkenin kalkınmasında önemli rol üstlenir. Bu yüzden, bir ülkede sermaye birikiminin oluşturulması ve işletmelerin gittikçe artan

sermaye taleplerinin karşılanması finansal sistemin iyi işlemesiyle ilgilidir. Çünkü fon akımının sağlanması ekonomik aktivitelerin en duyarlısıdır.

Bir yatırım projesinin finansmanında kullanılacak sermayenin maliyeti işletmeler açısından önem arz etmektedir. Finans sisteminin iyi çalışmaması, ekonomideki fon maliyetini yükseltmekte, ekonomideki atıl fonların spekülâtif alanlara yönlendirilmesine ve ekonomiye kazandırılmamasına sebep olur. Dolayısıyla hisse senedi piyasasının ve diğer finans piyasaları ve reel sektörle olan ilişkisi ekonomide çarkın dönmesi açısından önem arz etmektedir.

2.7.5. Ekonomik Büyümeye ve Gelişmeye Katkı

Hisse senedi piyasalarının gelişen ekonomilerde üstlendiklerle rollerle ilgili diğer önemli konu ise hisse senedi piyasalarının ülkelerin ekonomik kalkınma ve gelişmesine olan katkısıdır.

Ekonomik büyüme bir ülkenin üretim kapasitesindeki artışla ifade edilirken, ekonomik gelişme kapsamına halkın büyük bir çoğunluğunun yüksek düzeyde hayat standardına sahip olması, temel hak ve özgürlüklerin kullanımının artması, kişisel gelişim ve suç oranının düşmesi gibi sosyal yönü ön plana çıkan kriterler de girmektedir (Berber, 2006: 214).

Gelişen ekonomilerde hisse senedi piyasalarının ülkelerin ekonomik kalkınma ve gelişmesine olan katkısı, hisse senedi piyasalarının likidite sağlama işlevi, işletme kontrolü işlevi ve kaynakların etkin dağılımı işlevi ile açıklanabilir (Agrawalla ve Tuteja, 2008: 137; Müslümov ve Aras, 2002: 92).

2.7.5.1. Likidite Sağlama İşlevi

Hisse senedi piyasalarının likidite sağlama işleviyle ekonomik aktiviteleri olumlu yönde etkilediği bilinmektedir. Bu piyasalar tasarruf sahiplerine tasarrufları üzerinde kontrol imkanı, işletmelere ise hisse senedi ihracı yoluyla yatırım projelerini finanse etme imkanı sağlamaktadır (Agrawalla ve Tuteja, 2008: 137).

Likidite uzun vadeli yatırım projelerinin riskini ve maliyetini düşürmektedir. Yatırımcılar sahip oldukları hisse senetlerini istedikleri zaman elden çıkarabildikleri için

güvenle uzun vadeli yatırım projelerine yatırım yapmaktadırlar. Bu sayede, ekonomide yüksek verime sahip yatırım projeleri finanse edilmekte ve ekonomide yatırımlara yönelecek fonların etkin paylaşımı sağlanacak, ekonomik büyüme süreci hızlandırılmaktadır (Müslümov ve Aras, 2002: 92). Likiditesi yüksek olan hisse senedi piyasaları daha uzun vadeli ve daha kârlı yatırımları kolaylaştırdığı için kaynak tahsisini iyileştirme ve uzun vadede ekonomik büyüme ve gelişmeye katkı sağlamaktadır.

Finansal piyasaları gelişmiş ekonomilerde fon transferi daha etkin ve daha az maliyetlidir. İşletmelerin fon ihtiyaçlarını kolaylıkla ve düşük maliyetle finansal piyasalardan sağlamaları, yeni yatırım olanaklarını daha iyi değerlendirmelerine yol açacaktır. Bu nedenle gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, üretim hacminin buna bağlı olarak da ekonomik büyümenin hızlanmasına katkı sağlayacaktır (Coşkun ve diğerleri, 2009: 2).

Yapılan araştırmalarla hisse senedinin likiditesi ne kadar yüksekse ekonomik büyümenin de o ölçüde yüksek olduğu ortaya konulmuştur. Obstfeld (1994)'e göre likit hisse senedi piyasaları ekonomik büyümeyle pozitif ilişkilidir. Levine ve Zervos (1998) ise hisse senedi piyasası likiditesinin büyüme oranları, verimlilik ve sermaye birikimiyle güçlü bir pozitif ilişki içerisinde olduğunu iddia etmektedir.

Bencivenga ve diğerleri (1996) ve Levine (1991)'de, likiditesi yüksek bir hisse senedi piyasasının finansal varlıkların alım-satımına imkân tanıyarak değer kaybı riskini ve uzun vadede getiri sağlayacak yatırım projelerinin maliyetini azaltacağı iddia edilmektedir. Likiditesi yüksek hisse senedi piyasalarında yatırımcılar hızlı, ucuz ve güvenli bir şekilde ellerindeki hisseleri satabilmekte, bu da uzun-dönemde büyüme olasılığını artırmaktadır.

2.7.5.2. Şirket Kontrolü İşlevi ve Kaynakların Etkin Dağılımı

Şirket hissedarları ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasından doğan temsilcilik sorunun çözüm mekanizmalarından birisi hisse senedi piyasasının sağladığı işletme kontrolü işlevidir. Etkin çalışan hisse senedi piyasasında yönetimin performansı hisse senedi performansı ile ilişkilendirildiği için yönetim ile şirket hissedarları arasında çıkar birliği oluşmakta, yöneticiler işletme başarısı için daha fazla çaba göstermektedirler (Müslümov ve Aras, 2002: 93).

İyi yönetilmiş ve karlı bir firmanın hisse senedi fiyatı yükselir ve sermaye maliyeti düşer. Bu durum ekonomideki başarısız firmaların aksine kaynakların etkin kullanılacağı başarılı ve karlı firmalara kanalize olmasına yol açmaktadır. Bu sayede ekonomik büyüme hızlanmaktadır (Agrawalla ve Tuteja, 2008: 137).

2.7.5.3. Hisse Senedi Piyasalarının Gelişmesi İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Belli Başlı Çalışmalar

Bir ekonomide iyi işleyen finansal sistemin üstlendiği rol tartışılmazdır. Bu durum, finansal sistemin bir parçası olan hisse senedi piyasalarının ve bu piyasaların gelişimini sağlayan faktörlerin araştırılmasını gerekli kılmaktadır. Literatürde hisse senedi piyasalarındaki gelişmenin uzun dönem ekonomik büyümeyi hızlandırdığını gösteren pek çok ampirik çalışma mevcuttur [Patrick (1966), Goldsmith (1969), MicKinnon (1973), Shaw (1973), King ve Levine (1993), Levine ve Zervos (1998), Arestis ve diğerleri (2001), Bekaert ve diğerleri (2001), Müslümov ve Aras (2002), Dritsakis ve Adamopoulos (2004), Aslan ve Küçükaksoy (2006), Ang ve McKibbin (2007)].

Bu çalışmalardan bir kısmı hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırırken, bir kısmı da bir bütün olarak sermaye piyasasının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmaya yönelik olmuştur. Sermaye piyasasının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmaya yönelik çalışmalar kısmen konumuz dışında olduğundan, bu bölümde hisse senedi piyasalarının ülkelerin ekonomik kalkınma ve gelişme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalardan önemli bulunanlara değinilmektedir.

Gürsoy ve Müslümov (2000), hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasında güçlü pozitif ilişki belirlenmiştir. Caporale ve diğerleri (2005), 5 Güney Doğu Asya ülkesinin hisse senedi piyasasında gerçekleştirdiği çalışmasında, hisse senedi piyasasının yatırımların etkinliğini artırarak ekonomik büyümeye katkı sağladığını ortaya koymuştur. Benzer şekilde, Hondroyiannis ve diğerleri (2005), Yunanistan için hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye katkısını ortaya koymuşlardır.

Kaplan (2008), Türkiye için hisse senedi piyasası ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü uzun dönemli ilişki tespit etmişlerdir. Shahbaz ve diğerleri (2008), Pakistan'da

gerçekleştirdikleri çalışmalarında hisse senedi piyasasındaki gelişmeyle ekonomik büyüme arasında kuvvetli bir ilişkinin olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Enisan ve Olufisayo (2009)'ın çalışmasında, 7 Sahra ülkesinde hisse senedi piyasasının gelişmesinin ekonomik büyümeye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Coşkun ve diğerleri (2009), Türkiye'de bankacılık sektörü hisse senedi endeksi getirileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, bankacılık sektöründeki gelişmenin büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

2.8. Gelişen Piyasaların Küresel Piyasalardaki Yeri

Günümüze kadar daha önce belirtilen nedenlerden dolayı gelişen piyasalara ilgi artmış, gerek piyasa değeri, işlem hacmi, işlem gören şirket sayısı gerekse endeks getirileri bakımından önemli yükselişler gözlenmiştir. Ancak, Ağustos 2007'de ABD'nin ipotekli konut finansmanı piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle başlayan, Eylül 2008'de ise banka iflaslarıyla yeni boyut kazanan küresel kriz, finansal piyasaları derinden etkilemiştir.

2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren ise sermaye piyasalarındaki endeksler ve borsaların piyasa değerleri yükselişe geçmiştir. 2010 yılının ikinci yarısında, ekonomide devam eden olumsuzluklara rağmen küresel finansal piyasalar toparlanmış ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında hisse senetleri fiyatları yükselmiştir.

Gelişen piyasaların küresel piyasalardaki genel görünümünün ortaya konulacağı bu bölümde, hisse senetleri piyasası getirileri, borsaların piyasa değerleri, işlem hacmi, işlem gören şirket sayısı ve fiyat/kazanç oranı üzerinde durulmaktadır.

Tablo 3'de görüleceği gibi özellikle 1999 yılından sonra gelişen sermaye piyasalarına olan talep miktarında ciddi gelişmeler gözlenerek, ilk defa 1999 yılında 3 trilyon dolar seviyesine ulaşılmıştır. 2009 yılı itibariyle gelişen piyasaların toplam piyasa değeri 13,8 trilyon dolar seviyesine yükselmiştir. Bu gelişmenin önemli olduğu oransal olarak da görülmektedir (%28,33).

Tablo 3: Piyasa Değerleri (ABD Doları Milyon, 1999 – 2009)

Yıl/Piyasalar	Küresel	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB	Gelişen/Küresel (%)
1999	36.030.810	32.956.939	3.073.871	112.276	8,53
2000	32.260.433	29.520.707	2.691.452	69.659	8,34
2001	27.818.618	25.246.554	2.572.064	47.689	9,24
2002	23.391.914	20.955.876	2.436.038	33.958	10,45
2003	31.947.703	28.290.981	3.656.722	68.379	11,44
2004	38.904.018	34.173.600	4.730.418	98.299	12,16
2005	43.642.048	36.538.248	7.103.800	161.537	16,27
2006	54.194.991	43.736.409	10.458.582	162.399	19,29
2007	64.563.414	46.300.864	18.262.550	286.572	28,28
2008	35.811.160	26.533.854	9.277.306	117.930	25,90
2009	48.713.724	34.907.166	13.806.558	235.996	28,33

Kaynak: İMKB, 2011: 66

Borsaların ülke ekonomisindeki yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak, işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı kullanılmaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizle birlikte piyasa değerlerinin milli gelire oranı önemli düşüşler sergilemişti. 2009 yılındaki toparlanma ile bu oranlarda yükselişler gerçekleşirken, 2010 yılında incelenen bazı ülkelerin piyasa değeri/GSYİH oranı 2007 yılı değerinin de üzerine çıkmıştır.

İncelenen borsalar arasında borsa büyüklüğünün ülke ekonomisine oranının en yüksek olduğu ülke Malezya'dır. Ülkede 2007 yılında %175 olan bu oran, 2008 yılında %85'e gerilerken, 2010 yılında %172'ye kadar yükselmiştir. Kriz yılı olan 2008 yılında %51'e kadar inen Güney Kore'nin piyasa değeri/GSYİH oranı, 2010 yılında %108'e yükselerek 2009 yılında olduğu gibi ikinci sırada yer almıştır (TSPAKB, 2011: 42-43).

Tablo 4'den görüleceği üzere, 2000 yılında dünyadaki borsaların toplam işlem hacminin % 8,46'sına ulaşan (1986 yılında bu oran %2,32 idi) gelişen piyasalar, büyük bir gelişme trendine girerek 2009 yılında dünya işlem hacminin yaklaşık %20'lik payını almıştır. Böylesi eğilimin oluşması bu piyasaların yatırımcısına yüksek getiri sağlamasına bağlanabilir. Gelişen piyasaların daha büyük işlem hacmine ulaşmaları ise bu piyasaların

makroekonomik istikrarı sağlamış (belli dönemlerde yaşanan krizler hariç) olmalarına bağlanabilir.

Tablo 4: İşlem Hacmi (ABD Doları, Milyon, 1999–2009)

Yıl / Piyasalar	Küresel Piyasalar	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB	Gelişen/ Global (%)	İMKB/ Gelişen (%)
2000	47.869.816	43.817.893	4.051.905	179.209	8,46	4,42
2001	42.076.862	39.676.018	2.400.844	77.937	5,71	3,25
2002	38.645.472	36.098.731	2.546.742	70.667	6,59	2,77
2003	29.639.297	26.743.153	2.896.144	99.611	9,77	3,44
2004	39.309.589	35.342.782	3.967.806	147.426	10,09	3,72
2005	47.319.584	41.715.492	5.604.092	201.258	11,84	3,59
2006	67.912.153	59.685.209	8.226.944	227.615	12,11	2,77
2007	98.816.305	82.455.174	16.362.131	302.402	16,55	1,85
2008	80.516.822	67.795.950	12.720.872	239.713	15,80	1,88
2009	80.418.059	64.458.380	15.959.679	316.326	19,85	1,98

Kaynak: İMKB, 2011: 69

Borsanın ülke ekonomisindeki yerini belirlemeye dönük olarak, hisse senedi devir hızının da gösterilmesi önem arz etmektedir. Hisse senedi devir hızı, borsadaki yatırımcıların kalitesinin de bir göstergesidir. Bir borsanın devir hızını ise hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması göstermektedir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin ve bu borsalarda kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun göstergesidir.

2008 yılında yaşanan küresel krizle birlikte piyasa değerlerinde yaşanan düşüş, işlem hacimlerinden daha yüksek olduğu için birçok ülkenin hisse senedi devir hızı artmıştı. 2009 ve 2010 yıllarında tersi yönlü bir gelişim vardır. Piyasa değerlerinde yaşanan hızlı yükselişler hisse senedi işlem hacminden daha yüksek olduğu için, bu dönemlerde devir hızları, 2008'e kıyasla incelenen tüm ülkelerde gerilemiştir. İncelenen ülkeler arasında hisse senedi devir hızının en yüksek olduğu ülke Güney Kore'dir. 2008 yılında devir hızının %304 olduğu bu ülke borsasında, 2010 yılındaki devir hızı %147'ye inmiştir. Güney Kore'yi takip eden ikinci ülke ise Türkiye'dir. Türkiye'nin devir hızı 2009 yılında %134 iken, 2010 yılında ufak bir artışla %138'e yükselmiştir. Diğer kıyaslamalar göz

önüne alındığında, Türkiye'nin hisse senedi devir hızında avantajlı olduğu söylenebilir (TSPAKB, 2011: 44-45).

Gelişmiş piyasalarda işlem gören şirket sayısında 1986 yılından özellikle 2000 yılından itibaren artış dikkat çekmektedir. Aksine, 2000 yılından itibaren gelişen piyasalarda işlem gören şirket sayısında ise düşüş gözlemlendiği Tablo %5'den ve Grafik 2'den görülmektedir.

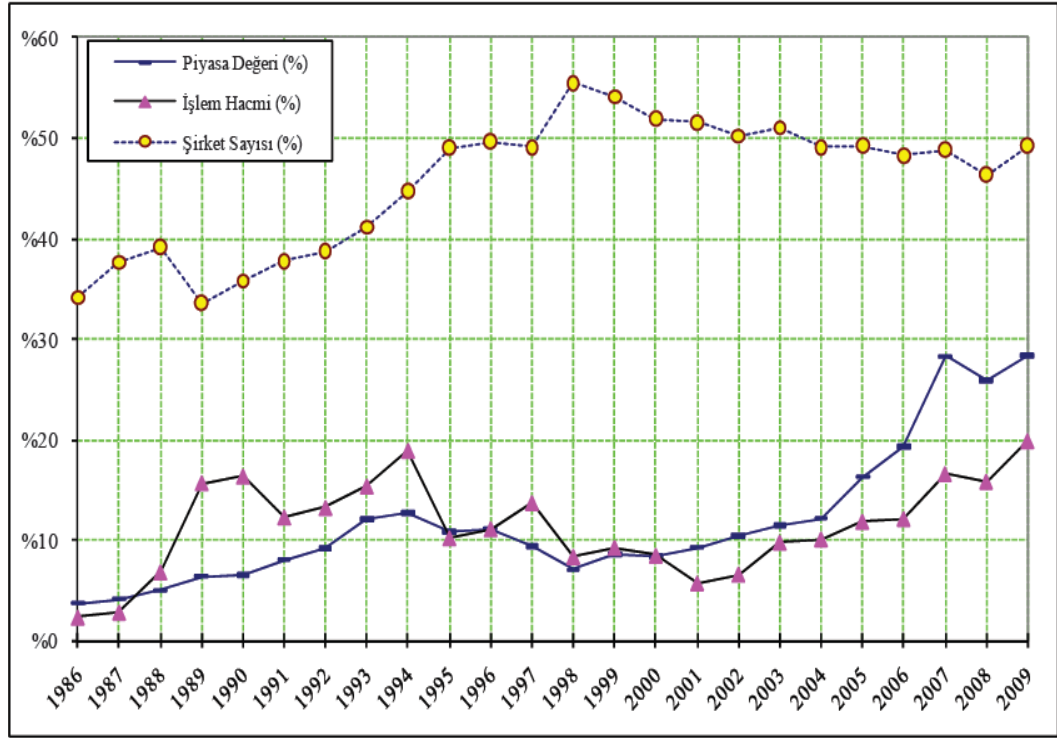
Tablo 5: İşlem Gören Şirket Sayısı (1999 – 2009)

Yıl/Piyasa	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB	Gelişen/ Global(%)	İMKB/ Gelişen (%)
2000	49.933	23.996	25.937	315	51.94	1,21
2001	48.220	23.340	24.880	310	51,60	1,25
2002	48.375	24.099	24.276	288	50.18	1,19
2003	49.855	24.414	25.441	284	51.03	1.12
2004	48.806	24.824	23.982	296	49.14	1,23
2005	49.946	25.337	24.609.	302	49.27	1,23
2006	50.212	25.954	24.258	314	48.31	1,29
2007	51.322	26.251	25.071	319	48.85	1,27
2008	49.138	26.375	22.763	289	46.32	1,25
2009	48.561	24.635	23.926	267	49,27	1,12

Kaynak: İMKB, 2011: 69

İncelenen ülkeler arasında en fazla halka açık şirket sayısının yer aldığı borsa 3.345 ile İspanya borsasıdır. Ardından Kore Borsası gelmektedir. Üçüncü sırada yer alan Malezya Borsasına kote şirket sayısı ise neredeyse Kore Borsasının yarısı kadar, 956 adettir. Dördüncü sırada yer alan İsrail Borsasına 613 şirket kote iken, onu 584 kote şirket ile Polonya takip etmektedir. 2010 yılı içinde incelenen borsalar arasında en fazla yeni kotasyon 98 adetle Polonya Borsasında olmuştur. Karşılaştırılan borsalar arasında 10. sırada yer alan İMKB'deki şirket sayısı 2010 yılı sonunda 338'e yükselmiştir. 2010 yılı içinde 1'i yabancı 22 şirketin halka arzı gerçekleşirken, bir şirketin de bölünmesi sonucunda toplamda 23 yeni şirket işlem görmeye başlamıştır (TSPAKB, 2011: 43-44).

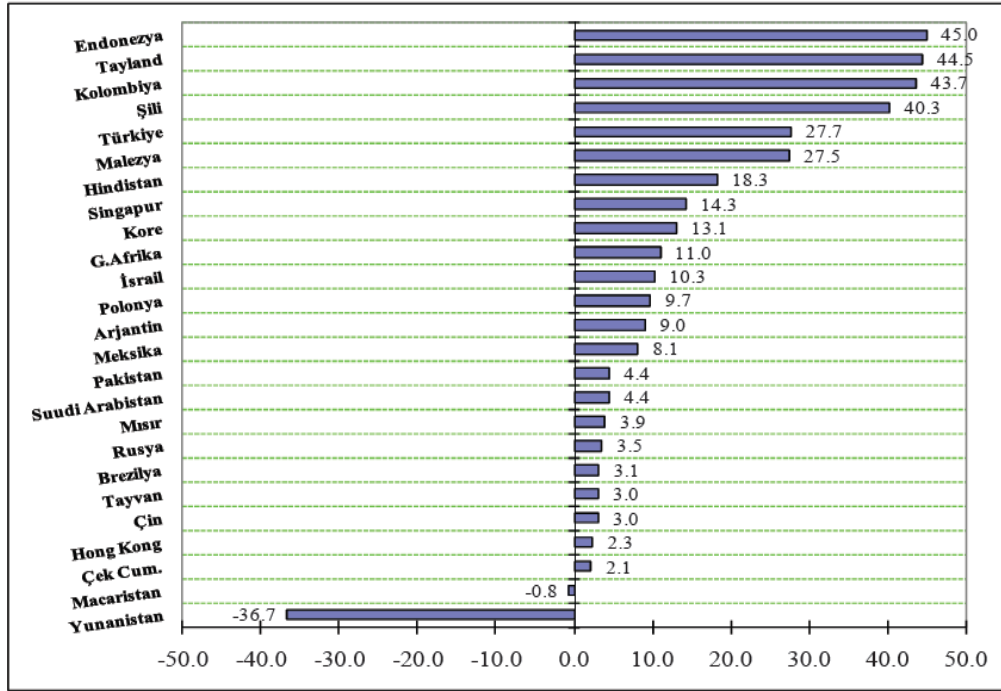
**Grafik 2: Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Küresel Piyasa İçindeki Payı
(1986–2009)**



Kaynak: İMKB, 2011: 67

Eylül 2010 sonu itibariyle, 2010 yılı başına göre, gelişmekte olan piyasaların ABD doları bazlı getirileri karşılaştırıldığında en yüksek getiriler: Endonezya (%45,0), Tayland (%44,5), Kolombiya (%43,7), Şili (%40,3) ve Türkiye (%27,7) ve borsalarının endekslerinde gerçekleşirken; dolar bazlı en düşük getiriler: Yunanistan (%-36,7), Macaristan (%-0,8) ve Çek Cum. (%2,1) borsalarında oluşmuştur.

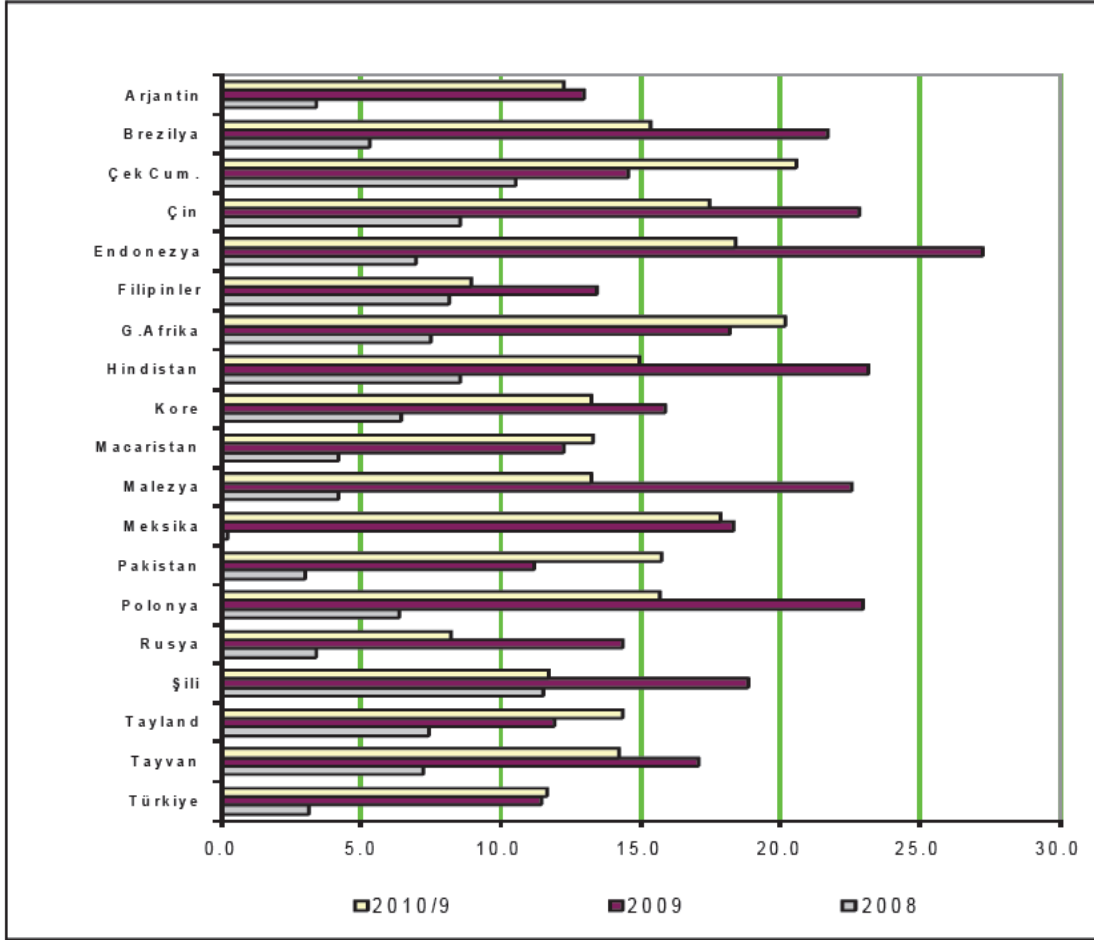
Grafik 3: Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 31.12.2009–29.09.2010)



Kaynak: İMKB, 2011: 71

Gelişen piyasalar fiyat/kazanç (F/K) oranı açısından karşılaştırıldığında, Eylül 2010 itibariyle en yüksek F/K oranı Endonezya (20,6), Şili (20,2) ve Hindistan (18,4) borsalarında oluşurken; en düşük F/K oranı ise Rusya (8,2), Pakistan (9,0), Türkiye ve Çek Cumhuriyeti (11,7) borsalarında oluşmuştur.

Grafik 4: Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı Karşılaştırması



Not: S&P / IFCI Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlar kullanılmıştır.

Kaynak: İMKB, 2011: 70

Çalışmanın bu bölümünde önce gelişen piyasa, gelişen hisse senedi piyasası ve çeşitlendirme kavramları tanımlandı. Daha sonra gelişen hisse senedi piyasalarında risk ve getiri, yatırımcıların gelişen hisse senedi piyasalarında yatırım yapma nedenleri ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının önemi irdelendi. Son olarak gelişen piyasaların küresel piyasalardaki yeri üzerinde duruldu.

Çalışmanın bir sonraki bölümünde ise hisse senedi getirisini ve fiyatını etkileyen faktörler irdelenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Hisse senedi piyasalarında fiyat oluşumu şirketlerin geçmişteki performansına, gelecek hakkındaki beklentilere ve ekonominin gidişatına göre şekillenmektedir. Hisse senetlerinin fiyatı, yatırımcıların hisse senedinden beklediği getiri ve nakit akımları ile ilgili tahminlerini yansıtmaktadır. Bu tahminler hem ekonominin genel durumundan hem de dış ekonomik gelişmelerden etkilenmektedir.

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesindeki en önemli göstergelerden biri hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Hisse senetleri riskli yatırım araçları oldukları için yatırımcılar, özellikle kurumsal yatırımcılar risklerden korunmak ve daha fazla gelir elde edebilmek için hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilenirler.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bilinmesi, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir. Başarılı bir yatırım stratejisi gütmek isteyen yatırımcı, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri göz önünde tutmalıdır. Çünkü bu faktörlerdeki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları, dolayısıyla da hisse senedi getirisi değişim gösterecektir. Böylece, hem yatırımcıların sağlıklı kararlar alması hem de finansal piyasaların etkinliğini artırma amacına yönelik politikaların daha başarılı olması için bazı bilimsel dayanaklar da elde edilmiş olmaktadır.

Yatırımcıların sağlıklı karar alması hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve sağlam bir şekilde bilinmesine bağlıdır. Bu faktörlerdeki değişikliklerden bazıları hisse senedi fiyatlarını yükseltirken, bazıları da hisse senedi fiyatlarını düşüreceklerdir. İşte bu noktada, yatırımcı hisse senedi fiyatını etkileyen faktörleri dikkate almazsa, vereceği yatırım kararında hataya düşecektir. Bu durumda başarılı bir yatırım stratejisi güdülmemiş olacaktır.

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.

Çalışmanın bu bölümünde hisse senedi getirisini ve fiyatını etkileyen faktörler irdelenmektedir.

3.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler

Hisse senedi fiyatını etkileyen faktörler, işletme ile ilgili faktörler ve işletme dışından kaynaklanan faktörler olmak üzere temel olarak iki kategoride ele alınabilir.

İşletme dışından kaynaklanan faktörler makroekonomik faktörler (faiz oranı, döviz kuru, para arzı, enflasyon, gayri safi milli hasıla, sanayi üretim endeksi), endüstri ile ilgili faktörler (işletmenin faaliyet konusu, sektör içindeki konumu, devletin endüstriye sağladığı teşvikler, endüstrinin hayat devreleri, endüstrideki rekabet ve değişim hızı) ve diğer faktörler (siyasi faktörler, psikolojik faktörler, dönemsel hareketler, spekülasyon) olarak sıralanabilir.

İşletme ile ilgili faktörler ise; kâr dağıtım politikası, sermaye artırımları, içerden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon ve finansal yapıdır.

3.1.1. İşletme Dışından Kaynaklanan Faktörler

Dış faktörler olarak da ifade edilen işletme dışından kaynaklanan faktörler; makroekonomik faktörler, endüstri ile ilgili faktörler ve diğer faktörler olmak üzere üç kategoride inceleyebilir.

3.1.1.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Makroekonomik Faktörler

Hisse senedi fiyatı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin teorik çerçevesini hisse senedi değerlemesinde önemli yeri olan indirgenmiş nakit akımları modeli ya da kârpayı iskontosu modeli oluşturmaktadır (Kasman, 2006: 89).

$$P_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_3}{(1+i)^n} + \frac{P_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (3.1)$$

Burada, (P_0) hisse senetlerinin sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değerini, (D_t) n dönem elde tutulan hisse senetleri için her yıl alınacak kâr payı tutarını, (P_n), n yıl süresince elde tutulan hisse senedinin beklenen fiyatını, (i) ise risksiz faiz oranı ve risk priminin toplamı olan beklenen getiri oranını (iskonto oranı) ifade etmektedir. Modele göre hisse senedi fiyatı (P_0), gelecekte beklenen kâr paylarının şimdiki değeri ($\frac{D_t}{1+i}$) ve n süresince elde tutulan hisse senedinin beklenen fiyatının şimdiki değeri ($\frac{P_n}{1+i}$) toplamından oluşmaktadır.

Beklenen nakit akışlarında (D_t ve P_n) veya iskonto oranında (i) herhangi bir değişme, hisse senedi fiyatını (P_0) etkileyecektir. Denklemdaki iskonto oranı risksiz faiz oranı ve risk primi değişkenlerine bağlı olduğundan bir ekonomideki hisse senedi fiyatı dolayısıyla hisse senedi getirisi makroekonomik gelişmelerden etkilenmektedir. Hisse senedi getirisinin makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişkinin çıkış noktası, İndirgenmiş nakit akımları modeli ya da karpayı iskonto modeline göre hisse senedi değerlemesinde önemli yeri olan kâr paylarının ve iskonto oranının makroekonomik değişkenlerden önemli ölçüde etkilenmesine dayanmaktadır (Chen ve diğerleri, 1986: 385; Flannery ve Protopapadakis, 2002: 752; Humpe ve Macmillan, 2009: 112-113; Wang, 2010a: 150).

Hisse senedi riskli bir yatırım aracı olduğu için, yatırımcılar hisse fiyatlarını etkileyen faktörler ve bu faktörlerin hisse senedi fiyatını ne ölçüde etkileyebileceği hakkında bilgi sahibi olmayı isterler. Hisse senedi fiyatları ile iç ve dış makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki, bugüne kadar birçok araştırmaya konu olmuştur. Araştırmaların zamanı, yeri ve kullanılan değişkenlerin farklı olmasına bağlı olarak farklı sonuçlar veya görüşler ortaya çıkmış ve bu ilişkinin varlığı ortaya konmuştur.

Hisse senedi fiyatı ya da getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki değişik analiz yöntemleri ile incelenmiştir. Araştırmalarda makroekonomik değişken olarak genellikle faiz oranları, döviz kuru, para arzı, enflasyon, gayri safi milli hasıla, sanayi üretim endeksi gibi değişkenler kullanılmıştır. Araştırmaya esas alınan endekse,

araştırma yapılan ülkelerin makroekonomik koşullarına göre hisse senedini etkileyen makroekonomik göstergelerin farklılık gösterdiği görülmüştür.

Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile faiz oranı arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda [Gjerde ve Saatter (1999) Norveç piyasası için, Henry (2009) İngiltere için] faiz oranlarındaki düşüşün yatırımcılar açısından olumlu, yükselişin ise olumsuz sinyal olduğu, faiz oranının düşüşünü takiben hisse senedi getirilerinin daha yüksek ve daha istikrarlı olduğu ortaya koyulmuştur.

Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile döviz kuru arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda bir fikir birliğine varılamamıştır. Yapılan bazı çalışmalarda [(Aggarwal (1981) ve Roll (1992) ABD için, Abdalla ve Murinde (1997) Hindistan, Güney Kore ve Pakistan için, Yau ve Nieh (2009) Japonya ve Tayvan için, Chen ve Chen (2011) G-7 ülkeleri için] döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında önemli pozitif bir ilişki tespit edilmişken, bazı çalışmalarda [(Soenen ve Hennigar (1988) ABD için, Yang ve Chang (2008) Tayvan, Singapur, Güney Kore ve Japonya için] negatif bir ilişki tespit edilmiş, bazı çalışmalarda [Solnik (1987) ve Chow ve diğerleri (1997) ABD için, Nieh ve Lee (2001) G-7 ülkeleri için, Rahman ve Uddin (2009) Bangladeş, Hindistan ve Pakistan için, Zhao (2010) Çin için] ise döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile para arzı arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda [Hashemzadeh ve Taylor (1988), Marshall (1992); Abdullah ve Hayworth (1993), Li ve diğerleri (2010a)] para arzından hisse senedi getirisine doğru pozitif yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlandığına dair baskın görüş olmasına rağmen, para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi saptamayan çalışmalar [Heimonen (2010), Rutner (1975), Lee (1992), Durham (2003)] mevcuttur.

Hisse senetlerinin enflasyona karşı koruma sağladığını ve dolayısıyla hisse senedi getirisiyle enflasyon arasında birebir pozitif ilişkinin olduğunu varsayan Fisher Hipotezi'ni (Fisher, 1930) destekleyen çalışmalarla [Kessel (1956), Solnik ve Solnik (1997), Abdullah ve Hayworth (1993), Ratanapakorn ve Sharma (2007) Arjoon ve diğerleri (2010)] ve ilişki olmadığını saptayan çalışmalar [Floros (2004), Hondroyiannis ve Papapetrou (2006)] olmasına karşın, hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile enflasyon oranı arasındaki ilişki

üzerine yapılan çalışmalarda yaygın olan görüş enflasyon ve hisse senedi getirileri arasındaki negatif ilişkinin varlığıdır. Bu ters ilişki farklı piyasalar için gerçekleştirilen çalışmalar [Nelson (1976), Bodie (1976), Fama (1981, 1983), Geske ve Roll (1983), Stulz (1986), Crosby (2001), Lin (2009), Humpe ve Macmillan (2009), Lee (2010), Li ve diğerleri (2010b)] desteklenmiştir.

İktisadi faaliyetler ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin mevcut olduğu bilinmektedir. Ancak, bu ilişkinin yönüyle ilgili tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Mahdavi ve Sohrabian (1991), Duca (2007) hisse senedi fiyatlarının GSMH'yı etkilediğini, Abdullah ve Hayworth (1993), Fama (1981), Binswanger (2004), Humpe ve Macmillan (2009) ise sanayi üretim endeksi ve GSMH'nın hisse senedi fiyatını etkilediğini tespit etmişlerdir.

Dış ticaret dengesindeki değişikliklerin finansal belirsizliklere ve nakit akımlarındaki değişikliklere işaret olarak algılandığından, söz konusu değişiklikler hisse senedi getirisini olumsuz yönde etkilemektedir. Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda [Aggarwal ve Schirm (1992, 1998), Bodurtha ve diğerleri (1989)] dış ticaret dengesi açıklamalarının hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediği tespit edilmiştir.

3.1.1.1.1. Faiz Oranları

Finansal sistemde kişiler ve kurumlar tarafından tasarruf edilen fonlar, finansal araçlar sayesinde belli bir fiyat karşılığında fon talep edenlere aktarılır. Finansal araçlar tasarruf sahiplerinden tasarrufları bünyesinde toplayarak tasarruf sahibine belirli miktarda faiz öder. Finansal aracı ödediği bu faize belirli bir getiri oranı da ekleyerek bu fonları ihtiyacı olan ve kredi talep eden yatırımcıya kanalize eder (Alam ve Uddin, 2009: 43). Yatırımcının aldığı bu fonların yatırımcıya maliyeti faiz olarak bilinmektedir. O halde faiz; belirli bir miktar paranın belirli bir getiri oranı üzerinden belirli bir vade ile borç verilmesi durumunda borçludan alınan bu paranın kirasıdır (Okka, 2009: 25).

Yatırımcılar, yatırımdan elde edecekleri getirinin en az risksiz getiri oranı olarak kabul edilen hazine bonusu ya da devlet tahvili faiz oranı kadar olmasını beklerler. Faiz oranı yükseldiğinde, hisse senetlerini değerlemede kullanılan iskonto oranı da artacağından yatırımlar hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına doğru kaymakta, bu da hisse

fiyatlarını düşürmektedir (Henry, 2009: 405-406). Aksine, faizler düştüğünde ise tahvil cazibesini kaybetmekte ve yatırımlar hisse senedine doğru kayacağından hisse senedi fiyatları yükselmektedir.

Yapılan çalışmalar faiz oranlarındaki değişimin hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu göstermişlerdir. Faiz oranlarındaki değişim hisse senedi fiyatlarını iki şekilde etkilemektedir. Bunlardan ilki, firmaların nakit akımlarını kapitalize etmekte kullandıkları oranı etkilemesiyle, ikincisi ise firmaların gelecekteki nakit akım beklentilerini değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır (Yılmaz ve diğerleri, 2006: 4).

Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile faiz oranları arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda [(Jensen ve Johnson (1995), Moosa (1998), Gjerde ve Saatteren (1999), Alam ve Uddin (2009)] faiz oranlarındaki düşüşün yatırımcılar açısından olumlu, yükselişin ise olumsuz sinyal olduğu ortaya konmuştur.

Jensen ve Johnson (1995), faiz oranının düşüşünü takiben hisse senedi getirilerinin daha yüksek ve daha istikrarlı olduklarını iddia etmişlerdir. Moosa (1998) çalışmasında hisse senedi fiyatı ile hazine bonusu faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu saptamıştır. Gjerde ve Saatteren (1999) Norveç piyasası için yaptıkları çalışmada hisse senedi getirisi ile hazine bonusu faiz oranları arasındaki ilişkileri incelemişler, faiz oranlarındaki artışların hisse senedi getirisini düşürücü etki yaptığını saptamışlardır. Alam ve Uddin (2009), hisse senedi fiyatı ile faiz oranı arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir. Henry (2009) İngiltere’de faiz oranındaki dalgalanmaların hisse senedi getirisinin değişkenliğini belirlemede önemli rol oynadığını, faiz oranındaki artışın hisse senedi getirisini düşürdüğünü ortaya koymuştur.

3.1.1.1.2. Döviz Kuru

Finansal piyasaların uluslararası entegrasyonu hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir döviz hareketine sebep olmaktadır. Finansal liberalizasyon ve küreselleşme fonların sadece değişik uluslarda değil, ayrıca değişik piyasalarda dolaşımına katkı sağlamaktadır.

Literatürde, hisse senedi fiyatı ve döviz kuru arasındaki ilişki için iki öneri ileri sürülmüştür: Akım bazlı hipotez ve hisse senedi bazlı modeller. Dornbusch ve Fisher (1980: 960-965) tarafından geliştirilen akım bazlı hipotez, döviz kurunun ülkenin cari

hesabı için önemli bir belirleyen olduğunu, döviz kuru hareketlerinin uluslararası rekabeti ve ticaret dengesini etkileyeceğini, bunun da bir ülkenin reel gelirini ve üretimini etkileyeceğini öne sürmektedir. Bu durumda firmanın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri olarak düşünülen hisse senedi fiyatı, gelecekteki gelir ya da faiz oranı değişimlerine ve bugünkü yatırım ve tüketim kararlarına bağlanabilir.

Branson (1983: 5-10) ve Frankel (1983: 3-11) tarafından geliştirilen hisse senedi bazlı modeller diğer bir adıyla portföy dengeleme modelleri, döviz kurunun tahvil ve hisse senedi gibi varlıklar için denkleştirilebileceğini iddia etmektedir. Finansal varlıkların değeri söz konusu finansal varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Dövizin değerinin ve fiyat hareketlerinin nispi beklentisi özellikle uluslararası finansal varlıklar için önemli bir faktör olmaktadır. Bu yüzden, döviz kuru ve hisse senedi getirisi arasında karşılıklı ancak ters yönlü bir etkilenme söz konusu olmaktadır.

Hisse senedi getirisi ve döviz kurunu birbirine bağlayan daha yüksek döviz arz ve talebi sayesinde, iki piyasa arasındaki ilişki yatırımcılar açısından önemli olmaktadır. Portföy dengeleme teorisinde finansal varlıkların fiyatı bugünkü değer nakit akımları tarafından belirlendiğinden döviz kuru, arz ve talebi dengeleyen önemli bir faktördür. Bu yüzden, özellikle bugünkü finansal piyasa koşullarında döviz kuru finansal varlıkların fiyatlarını etkileyecektir (Yang ve Chang, 2008: 458).

Yatırımcılar dinamik yapıdadırlar ve alternatif piyasaları sürekli takip ederler. Bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artış, yatırımcıların dikkatini çekecektir. Döviz piyasasında görülen hareketlenme yatırımcıları ellerindeki hisse senetlerini likit hale getirip döviz yönüne yönelmesine sebep olacaktır (Rahman ve Uddin, 2009: 167). Döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltacaktır. Bu etki sonucu hisse senedi değer kaybedecek ve fiyatında döviz kurundaki yükselme sebebi ile bir düşme meydana gelmiş olacaktır. Döviz fiyatlarındaki durgunluk veya düşme ise mekanizmayı ters yönde işletecek, yani yatırımlar hisse senedi piyasasına yönelecek ve hisse senetlerine olan talep artışı fiyatlarının yükselmesi sonucunu doğuracaktır (Demireli, 2008: 220).

Döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalarda bir fikir birliğine varılamamıştır. Yapılan bazı çalışmalarda [(Aggarwal (1981), Giovannini

ve Jorion (1987), Roll (1992), Abdalla ve Murinde (1997), Yau ve Nieh (2009)] döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmişken, bazı çalışmalarda [(Soenen ve Hennigar (1988), Ajayi and Mougoue (1996), Adjasi ve diğerleri (2008), Yang ve Chang (2008)] negatif bir ilişki tespit edilmiş, bazı çalışmalarda [Solnik (1987), Chow ve diğerleri (1997), Bahmani ve Sohrabian (1992), Nieh ve Lee (2001), Rahman ve Uddin (2009); Zhao (2010)] ise döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Aggarwal (1981), ABD üzerine gerçekleştirdiği çalışmada hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğunu bulmuştur. Aggarwal (1981)'in çalışmasını destekler nitelikte Giovannini ve Jorion (1987) ve Roll (1992) yine ABD üzerinde hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Granger ve diğerleri (2000), Güney Kore için, Abdalla ve Murinde (1997) Hindistan, Güney Kore ve Pakistan için hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğunu bulmuştur. Yau ve Nieh (2009), Japonya ve Tayvan hisse senedi fiyatıyla döviz kuru arasında uzun dönem denge ilişkisine rastlamışlardır. Chen ve Chen (2011) G-7 ülkelerinde döviz kuru ile hisse senedi fiyatı arasında uzun dönem ilişkisini tespit etmişlerdir. Hatta bu çalışmada iki değişken arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Soenen ve Hennigar (1988), ABD hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının negatif ilişkili olduğunu bulmuştur. Adjasi ve diğerleri (2008), aynı ters ilişkiyi Gana hisse senedi piyasasında tespit etmiştir. Yang ve Chang (2008) Tayvan, Singapur, Güney Kore ve Japonya için aynı ilişkiyi negatif yönde tespit etmişlerdir. Ancak, Solnik (1984, 1987), Chow ve diğerleri (1997), Bahmani ve Sohrabian (1992) ABD, Nieh ve Lee (2001) G-7 ülkelerinde, İbrahim (2000) ve İbrahim ve Aziz (2003) Malezya, ve Mohammad ve Rasheed (2003) Hindistan, Shew (2008) Singapur, Rahman ve Uddin (2009), Bangladeş, Hindistan ve Pakistan, Zhao (2010) Çin hisse senedi piyasaları üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlamamışlardır.

3.1.1.1.3. Para Arzı

Para arzı, bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarını ifade eder (Ünsal, 2000: 383). Para arzı, menkul kıymetler piyasasında işlem gören hisse senedi getirilerini etkileyen önemli unsurlar arasındadır. Genel kanı para arzındaki artışların hisse senedi

getirilerinde artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıklarından dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı, firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi getirilerini artırıcı rol oynayacaktır (Durukan, 1999: 27).

Para arzı ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkilerin incelenmesi Palmer (1970) ve Spirinkel (1971)'e dayanmaktadır. Parametrik olmayan testlerin kullanıldığı bu çalışmalarda para arzındaki bir değişimle hisse senedi fiyatları arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiş ve para arzındaki değişimin hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde kullanılabileceği vurgulanmıştır. Daha sonra ekonometrik modelleri kullanarak Hamburger ve Kochin (1972), Smirlock ve Yawitz (1985), Cook ve Hahn (1988), Fitzpatrick (1994), Alexakis ve diğerleri (1996) ve Thorbecke (1997) yaptıkları çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Gelişmiş piyasalar üzerine yapılmış çalışmalarda benzer ilişki tespit edilmiştir. Malliaris ve Urrutia (1991) ABD için, Mookerjee (1987) Fransa, ABD, Japonya, İtalya, Kanada, Almanya, İngiltere, Hollanda, Bulgaristan ve İsviçre için, Jeng ve diğerleri (1990), Ioannidis ve Kontonikas (2008) 13 OECD ülkesi için, Li ve diğerleri (2010a) Kanada ve ABD için, Bulgaristan, İngiltere Kanada, Çekostavakya, Fransa, Macaristan, Japonya, Macaristan, İsveç için, Hussain (2011) Almanya, Fransa, İsviçre ve İngiltere için para arzındaki bir değişimle hisse senedi fiyatları arasında güçlü bir ilişki tespit etmiş ve para arzındaki değişimin hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde kullanılabileceği bulgusuna ulaşmışlardır.

Benzer ilişki gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmalarda ortaya koyulmuştur. Habibullah ve Baharumshah (1996) Malezya için benzer bulgulara ulaşmışlardır.

Rozeff (1974) çalışmalarında para arzı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyle ilgili olarak hisse senedi fiyatlarının para arzının nedeni olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Değişik piyasalar için yapılan çalışmalarda [Hamburger ve Kochin (1972), Markiel ve Quandt (1972), Hashemzadeh ve Taylor (1988), Thornton (1993), Marshall (1992), Abdullah ve Hayworth (1993)] para arzından, hisse senedi endeksine doğru pozitif yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Kwon ve Shin (1999) ise Güney Kore

ekonomisi için yaptıkları çalışmalarında bu iki değişken arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisinin olduğunu vurgulamışlardır.

Heimonen (2010) Avrupa Birliği üyesi 15 ülke üzerinde para arzının hisse senedi fiyatı üzerinde negatif etkide bulunduğunu saptamıştır. Çalışmada bu etki para arzının artmasının enflasyonu artırmasına bağlanmıştır. Diğer taraftan Lee (1992), Durham (2003) ise para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi saptamamışlardır.

3.1.1.1.4. Enflasyon Oranı

Enflasyon, sürekli az ya da çok önemli miktarda fiyatların genel seviyesindeki artış olarak tanımlanmaktadır (Bocutoğlu, 2010: 82; Parasız, 2002; 373). Diğer bir tanıma göre enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki devamlı bir artış sürecinin yanında paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade etmektedir (Orhan, 1995; 1).

Fisher hipotezine (Fisher, 1930) göre, etkin bir piyasada hisse senetleri enflasyona karşı bir koruma sağlar. Bu yüzden, hisse senetlerinin getirisi enflasyon oranıyla birlikte hareket etmelidir. Bu hipotez piyasa faiz oranının beklenen reel faiz oranını ve beklenen enflasyonu kapsadığını ve hisse senedi getirisiyle enflasyon arasında birebir pozitif ilişkinin olduğunu varsaymaktadır (Lin, 2009: 783-785; Bulmash ve Trivoli, 1991: 61; Alagidede ve Panagiotidis, 2010: 91). Bu durum yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yaparak satın alma gücündeki kayıpları tamamıyla telafi edebildikleri anlamına gelmektedir (Bodie, 1976: 460; Du, 2006: 36). Ancak, bu hipotez uygulamada az destek bulmuştur. Bu konuda yapılan araştırmaların bazıları söz konusu iki değişken arasında negatif, bazıları ise pozitif ilişki olduğunu iddia ederken, bazı çalışmalarda ise bir ilişki tespit edilmemiştir.

Kessel (1956) enflasyon oranındaki artışların firmaların hisse senedi fiyatını artıracaklarını iddia etmiştir. Bu çalışma, Boudoukh ve Richardson (1993), Solnik ve Solnik (1997), Abdullah ve Hayworth (1993) ve Graham (1996), Madsen (2005), Ryan (2006), Ratanapakorn ve Sharma (2007) tarafından desteklenmiştir. Bu çalışmalara göre, bu iki değişken arasındaki pozitif korelasyon yatırımcıların enflasyondan korunmak amacıyla hisse senedine yatırım yaptıkları mantığına dayanmaktadır.

Choudhry (2001) 4 yüksek enflasyonlu ülkede (Arjantin, Şile, Meksika, Venezüella), Spyrou (2004) 10 gelişen piyasada (Arjantin, Şile, Meksika, Brezilya, Tayland, Güney Kore, Malezya, Hong Kong, Filipinler, Türkiye), Alagidede ve Panagiotidis (2010) 6 Afrika ülkesinde hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun etkilerini incelediği çalışmalarında, kısa dönemde enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki gözlemlemişlerdir.

Pozitif ilişki tartışmalarına karşın, enflasyon ve hisse senedi getirileri arasındaki negatif korelasyon ilişkisi ilk olarak Nelson (1976), Bodie (1976) ve Fama (1981, 1983)'e dayanmaktadır. Bu sonuçlar Geske ve Roll (1983), Solnik (1983), Stulz (1986), Kaul (1987), Lee (1992), Leroy (1984) ve Marshall (1992) tarafından farklı yöntemler kullanılarak gerçekleştirilen çalışmalarla desteklenmiştir. Crosby (2001) Avustralya'da, Chatrath ve diğerleri (1997) Hindistan'da, Najand ve Noronha (1998) Japonya'da, Omran ve Pointon (2001) Mısır'da, Zhao (1999) Çin'de, Apergis and Eleftheriou (2002) ve Hondroyiannis ve Papapetrou (2001) Yunanistan'da hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun etkilerini incelediği çalışmalarında, kısa dönemde enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki gözlemlemişlerdir.

Bu çalışmaların yanı sıra, Firth (1979), Boyle ve Young (1992), Sharpe (1999), Kim (2003), Humpe ve Macmillan (2009) enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki ileri sürmüşlerdir.

Lin (2009), 16 OECD ülkesinde hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun etkilerini incelediği çalışmasında, kısa dönemde pozitif bir ilişki tespit ederken, uzun dönemde bu ilişkiyi negatif yönde bulmuştur. Yeh ve Chi (2009) 12 OECD ülkesinde enflasyon oranı ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemde negatif yönlü kontegrasyon ilişkisinin olduğunu saptamıştır.

Lee (2010) sadece ABD için değil gelişmiş 10 ülke için enflasyonun hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin savaş öncesi dönemde negatif ve savaş sonrası dönemde ise pozitif yönde olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Ancak, Floros (2004) ve Hondroyiannis ve Papapetrou (2006), Yunanistan hisse senedi piyasası için gerçekleştirdikleri çalışmalarında, Yunanistan'da hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında uzun dönemde herhangi bir ilişkiye rastlamamışlardır.

3.1.1.1.5. İktisadi Faaliyetler

İktisadi faaliyetler; Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) ve Sanayi Üretim Endeksini (SÜE) içermektedir. GSMH, bir ülkede belli bir dönemde üretilen tamamlanmış mal ve hizmetlerin toplam değeri olup ekonominin genel gidişi hakkında bilgi veren makroekonomik bir göstergedir. GSMH, bir ekonomide o ülke vatandaşlarının gerçekleştirdiği toplam üretim değerini gösterir ve ülkelerin ekonomik güçleri, refah ve kalkınma seviyeleri karşılaştırılırken bu değer esas alınır (Bocutoğlu, 2010: 30).

GSMH'da bir artış olduğu zaman, bu artış çarpan etkisiyle reel geliri artırmaktadır. Ekonomide reel gelir arttıkça kişilerin kullanılabilir gelirlerinde artma meydana gelecektir. Bireylerin gelirlerinde meydana gelen artış, onların mal ve hizmetlere olan taleplerini arttıracaktır. Artan toplam talep şirket kazançları üzerinde pozitif etkide bulunur (Albeni ve Demir, 2005: 6).

Üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile de saptanabilmektedir. Sanayi üretim endeksi (SÜE), tüm sanayi kollarının üretim sınıflarına göre ağırlıklandırılmasından oluşturulmuş istatistiksel bilgileri içeren bir veri seti aracılığı ile GSMH içinde önemi bir paya sahip olan sanayi üretimini belirli dönemler itibariyle göstermektedir. Sanayi üretimi ile ilgili veriler izlenerek ekonominin derinlemesine takip ve değerlendirilmesi mümkün olabilmektedir. Büyüme hızı açısından öncü gösterge olarak kabul edilen sanayi üretim endeksi gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir..

İktisadi faaliyetler ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda iktisadi faaliyeti temsil eden değişkenler farklılık göstermektedir. Bazı çalışmalarda [Fama (1990), Shwert (1990), Abdullah ve Hayworth (1993), Fitzpatrick (1994), Chatrath ve diğerleri (1996) ve Zhao (1999)] iktisadi faaliyetlerin ölçüsü olarak GSMH değişkenini kullanmış olmasına rağmen, bazı çalışmalarda [Kwon ve Shin (1999), Gjerde ve Sattern (1999), Nasseh ve Strauss (2000), Binswanger (2004), Humpe ve Macmillan (2009)] ise iktisadi faaliyetlerin ölçüsü olarak sanayi üretim endeksi kullanılmıştır.

Literatürde iktisadi faaliyetler ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin mevcut olduğu bilinmektedir. Ancak, literatürde bu ilişkinin yönüyle ilgili tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Mahdavi ve Sohrabian (1991) iktisadi faaliyetlerin en uygun

göstergelerinden biri olan GSMH'nın hisse senedi fiyatlarındaki değişimi takip ettiğini ifade etmişlerdir. Abdullah ve Hayworth (1993) ise ekonomik faaliyetlerin firma kazançları üzerindeki etkisinden dolayı hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ifade etmişlerdir.

Fama (1981) hisse senedi fiyatlarıyla sanayi üretim endeksi ve GSMH arasında güçlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Gjerde ve Satter (1999) Norveç için gerçekleştirdiği çalışmada hisse senedi fiyatı ile sanayi üretim endeksi arasında anlamlı bir ilişki saptamışlardır. Benzer şekilde, Binswanger (2004) G-7 ülkeleri için gerçekleştirdiği çalışmada hisse senedi getirisi ile sanayi üretim endeksi arasında İtalya ve Fransa hariç diğer ülkelerde anlamlı ve eşanlı bir ilişki saptamışlardır.

Humpe ve Macmillan (2009), ABD için gerçekleştirdiği çalışmada hisse senedi fiyatları ile sanayi üretim endeksi arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki bulmuştur.

Duca (2007) ise GSYİH ile hisse senedi fiyatı arasındaki nedensellik ilişkisini incelediği çalışmada, ABD'de Dow-Jones hisse senedi endeksinden GSYİH'e doğru tek yönlü nedensellik, benzer ilişki İngiltere'de FTSE 100 hisse senedi endeksinden GSYİH'ya doğru tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle bu çalışmada, hisse senedi endekslerinden GSYİH'ye doğru bir nedensellik ilişkisi tespit etmemişlerdir.

3.1.1.1.6. Dış Ticaret Dengesi

Ticaret dengesindeki değişiklikler bir ülkenin ticaret edilen ürünlerinin uluslararası rekabet gücündeki değişimlerini tahmin etmek için kullanılmaktadır (Bodurtha ve diğerleri, 1989: 26). Dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki literatürde çok fazla araştırılmamasına rağmen, gerek ekonominin dışa açıklığı gerekse çalışmada kullanılan diğer değişkenlerle dolaylı ilişkisi nedeniyle bazı çalışmalara [Aggarwal ve Schirm (1992, 1998), Bodurtha ve diğerleri (1989)] dâhil edilmiştir.

Dış ticaret dengesi ve cari hesaplar uluslararası net varlık pozisyonunu yansıttığından bu dengelerdeki beklentilerin ve değişimlerin değişik varlık fiyatlarını etkilemesi beklenebilir. Yerli ve yabancı varlıkların eksik ikamesinden dolayı, bu değişimler milli paranın değer kaybetmesine ve yerel faiz oranının artmasına sebep olmaktadır. Varlık fiyatlarının dolayısıyla hisse senedi getirilerinin ticaret dengesi

açıklamalarına reaksiyonu, bu açıklamaların büyük ya da küçük, iyi ya da kötü olmasına göre değişiklik göstermektedir (Aggarwal ve Schirm, 1998: 85-86).

Ticaret dengesi açıklamaları yerel sermaye ve döviz piyasalarında yatırımcılara yol göstermek için önemli bir bilgi kaynağı olarak kullanılmaktadır (Taylor, 1982: 256-258). Ticaret dengesindeki değişiklikler finansal belirsizliklere ve nakit akımlarındaki değişikliklere işaret olarak algılanmaktadır. Ticaret dengesi açıkları finansal piyasalar açısından kaygılandırıcı bir durum olarak algılandığından, söz konusu açıklar hisse senedi getirisini olumsuz yönde etkilemektedir (Bodurtha ve diğerleri, 1989: 26).

Aggarwal ve Schirm (1992, 1998), ABD’de dış ticaret dengesi açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisini incelediği çalışmasında, dış ticaret dengesine ilişkin açıklamaların hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediği ve dış ticaret dengesi açıklarının hisse senedi getirileri ile ters yönlü ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır. Bodurtha ve diğerleri (1989), ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, Avustralya, Kanada ve Japonya’da dış ticaret dengesi açıklamalarının hisse senedi getirilerini önemli biçimde etkilediğini tespit etmişlerdir.

3.1.1.1.7. Küresel Piyasalardaki Gelişmeler

Küreselleşme ile birlikte ülkeler arasında artan finansal entegrasyon, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki bağımlılı artırmıştır. Küresel piyasaların gelişen piyasalarla olan güçlü entegrasyonun etkisiyle ve gösterge etkisi olarak da bilinen bir etkiyle küresel piyasalarda yaşanan genel gidişatın gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisini etkilemesi doğaldır. Uluslararası finansal piyasaların artan entegrasyonu nedeniyle gelişen piyasalar ve küresel faktörler arasındaki dinamik bağlantıların önem kazandığı söylenebilir. Dolayısıyla küresel hisse senedi endekslerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesi önem arz etmektedir.

Literatürde küresel piyasalardaki gelişmelerin yerel piyasa hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar mevcuttur [Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), Aggarwal ve diğerleri (2005), Wong ve diğerleri (2004)]

Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002) ABD hisse senedi fiyat endeksinin gecikmeli değerlerinin İMKB hisse senedi getirisi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Aggarwal ve diğerleri (2005) Avrupa hisse senedi piyasaları arasında entegrasyon düzeyinin zamanla önemi derecede arttığını bulmuştur. Çalışmada entegrasyondaki artışa rağmen, Avrupa hisse senedi piyasalarının ABD piyasasının baskısı altında olduğu tespit edilmiştir.

Wong ve diğerleri (2004) birçok gelişmiş ve gelişen piyasalar arasındaki bağımlılığın 1987 yılında hisse senedi piyasalarında yaşanan çöküşten sonra arttığını bulmuştur. Çalışmada, bu bağımlılığın 1997 Asya Finansal krizinden sonra arttığı saptanmıştır.

İncelenen çalışmalardan görüldüğü gibi; küreselleşmenin artmasıyla sermaye piyasaları arasındaki etkileşimler artmış ve bir ülke borsasındaki dalgalanmalar diğer ülke borsalarına yansır hale gelmiştir. Gelişen piyasalar ile gelişmiş piyasaların entegre olması halinde riskin çeşitlendimesi ve portföylerinden yüksek getiri etme imkanı azalacaktır. Bu bakımdan hisse senedi getirisini açıklamada dünya borsalarındaki gelişmelerin payı da artış göstermiştir.

Bazı çalışmalar uzun dönemde yatırımcıların uluslararası çeşitlendirmenin avantajından yararlanılabileceklerini saptamışlardır. Gilmore ve Macmanus (2002) Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve ABD hisse senedi piyasaları arasında bireysel olarak ya da grup olarak herhangi bir eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır. Divecha ve diğerleri (1992), Harvey (1995) ve Darrat ve diğerleri (2000) çalışmalarında yatırımcıların gelişmiş piyasalar ile gelişen piyasalar arasındaki düşük korelasyondan dolayı yatırımcıların, gelişen piyasalarda yatırım yaparak çeşitlendirme avantajından yararlanabileceklerini saptamışlardır.

3.1.1.2. Endüstri İle İlgili Faktörler

İşletme ile ilgili olmayan ancak işletmenin hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerden biri de endüstri ile ilgili faktörlerdir. Endüstri ile ilgili faktörler işletmenin faaliyette bulunduğu endüstriden kaynaklanan; işletmenin faaliyet konusu, sektör içindeki

konumu, devletin endüstriye sağladığı teşvikler, endüstrinin hayat devreleri ve endüstrideki rekabet ve değişim hızı gibi faktörler olarak sıralanabilir.

3.1.1.2.1. Faaliyet Konusu

İşletmenin faaliyet konusu, hisse senedinin fiyatını belli bir düzeyde etkilemektedir. Ülke ekonomisinin yapısı, tüketim kalıpları, yasal düzenlemeler, sağlanan teşvikler belirli sektörleri ön plana çıkarmaktadır. Bu sektörde faaliyet gösteren işletmelerin kârlılığı ve hisse senedi performansları yüksektir (Yıldırım, 1995: 382). Kaynak temininin güç, rekabetin fazla olduğu alanlarda faaliyet gösteren işletmelerle, piyasada mevcut büyük bir boşluğu dolduran ve faaliyet gösterdiği alanda uzun süre doygunluk beklenmeyen işletmelerin hisse senetleri tercih edilir ve daha hızlı değer kazanır (Demir, 2001: 113).

Birden çok iş kolunda faaliyet gösteren firmaların, kârlarında meydana gelen değişimler, bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olabilmektedir. Söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı, sermaye ya da gelir kaybına uğramaktadır (Pike ve Neale, 2006: 198). Yatırımcı iş riskinden kaynaklanabilecek zararlarını en aza indirebilmek için öncelikle firmanın rekabet gücünü ve firmanın gelecekteki gelir beklentilerinin ne olduğunun analizini yapmak durumundadır (Konuralp, 2001: 12).

3.1.1.2.2. Sektör İçindeki Konumu ve Payı

İşletmenin faaliyet gösterdiği sektörün durumu işletmenin değerini yakından ilgilendirmektedir. Sürekli büyüyen ya da büyüme trendinde olan sektörde faaliyet gösteren bir işletmenin değeri, küçülen ya da küçülme eğiliminde yer alan işletmeye göre daha yüksektir. Bu değer yüksekliği işletmenin tahmin edilen nakit akımlarına yansıtılarak, işletmenin piyasa değerinin yükselmesine sebep olacak, bu durumda söz konusu işletmenin hisse senedi fiyatları yükselecektir (Demir, 2001: 114).

Endüstride meydana gelmesi beklenen ekonomik koşullardaki, yasalar ve tutumlardaki değişimler, sadece o endüstrideki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Bu tür değişimler, işletmenin kârını ve hisse senedinin fiyatını olumsuz yönde etkiler (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 503).

3.1.1.2.3. Devletin Sağladığı Teşvikler

“Teşvik” kavramı, belirli ekonomik ve sosyal faaliyetlerin diğerlerine oranla daha fazla ve hızlı gelişmesini sağlamak amacıyla, kamu tarafından çeşitli yöntemlerle verilen nakdi ve/veya gayri nakdi destek, yardım ve özendirme olarak bilinmektedir.

Teşvikler belirlenirken, ülkeye yabancı yatırımcıyı çekmek amaçlanmakta ve seçilecek teşviklerin ülkeye olan maliyetleri ile teşvik sonrası ülkeye olan kazancın çok iyi şekilde karşılaştırılması gerekmektedir. Yabancı teşviklerin çok çeşitli ve değişken olduğu ise bir başka dikkat edilmesi gereken önemli noktadır (Hazman, 2010: 274).

Teşvik edilen sektörler girişimcisine rekabet avantajı sağlamaktadır. Sağlanan rekabet avantajı söz konusu işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırıcı etkiye bulunmaktadır.

Sağlanan teşvikler, işletmenin maliyet kalemlerinde önemli azalmalar ile birlikte kârında da artışlara sebep olmaktadır. İşletmenin kârında meydana gelen artış, doğal olarak dağıtacağı karlarda da bir artış meydana getirebilmektedir. İşletmenin dağıtacağı kar paylarındaki artış işletmenin hisse senedi fiyatlarında yükselişe yol açmaktadır. Ayrıca, işletme teşvikler yoluyla sermaye donanımını daha az harcayarak kurabilecek ve faiz riskinden kurtularak finansal riski düşecektir. Bu da o işletmenin kısa vadeli borçlarına karşı kendisini daha güvenli bir konuma getirecek ve firmanın değerliğinin artmasına dolayısıyla da o işletmenin hisse senetlerinin değerinin artmasına sebep olacaktır (Demir, 2001: 115).

3.1.1.2.4. Endüstri Hayat Devreleri

Sektör incelenirken sektörün ya da ürünün hayat devreleri dikkate alınmalıdır. Ürünlerin de insan ömrü gibi bir hayat devresi vardır. Bu hayat devresi içinde ürün gelişir, büyür, olgunlaşır ve yok olur. Geçmiş yıllarda çok önemli olan sektörler yok olmuş ve günümüzde yerini yeni sektörlerle bırakmıştır (Karan, 2004: 450).

Benzer şekilde, sektörler de bir hayat devresi içerisindedir. Her sektör ortaya çıkışından itibaren büyüme ve gelişme devrelerine girer, bu dönemleri olgunluk ve gerileme dönemi izlemektedir. Firmanın faaliyette bulunduğu sektörün gelişme ve büyüme

döneminde olması firmanın hisse senetlerini olumlu yönde etkileyip, hisse senetlerine olan talebi artırırken; sektörün olgunlaşma ve gerileme döneminde olması ise firmanın hisse senetlerini olumsuz yönde etkileyip, hisse senetlerine olan talebi düşürerek hisse senedi fiyatının düşmesine sebep olabilir.

Özetle, firmanın hisse senetleri endüstrideki gelişmeler ile yakından ilişkilidir. Endüstride meydana gelen olumlu ya da olumsuz bir gelişme dolaylı olarak endüstride faaliyet gösteren işletmeyi olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilir.

3.1.1.2.5. Endüstrideki Rekabet ve Değişim Hızı

Endüstri içi rekabet endüstride faaliyet gösteren işletmelerin kendilerini zorunlu olarak geliştirmelerine imkan sağlayabilirken, diğer taraftan da endüstrideki işletmelerin kârlılıklarının düşmesine sebep olabilir. Bu kârlılık düşüşü potansiyel ve mevcut yatırımcılar tarafından işletmenin geleceği için bir risk unsuru olarak algılanmakta ve işletmenin hisse senedi değerinin düşmesine sebep olmaktadır.

Endüstride meydana gelmesi beklenen ekonomik koşullardaki, yasalar ve tutumlardaki değişimler, sadece o endüstrideki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Bu tür değişimler, işletmenin kârını ve menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkiler. Olumsuz değişmelere açık bir işletmede getirinin değişkenliği ve risk de yüksektir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 503). Söz konusu işletme endüstri içinde faaliyet gösterdiğinden, endüstrideki değişim hızı firmanın riski artırmaktadır. Bu risk artışı da etkisini hisse senedi fiyatında göstermektedir.

3.1.1.3. Diğer Faktörler

İşletme ile ilgili olmayan ancak işletmenin hisse senedi fiyatını etkileyen diğer faktörler; siyasi faktörler (seçim ve özelleştirme, siyasi belirsizlikler), psikolojik faktörler, anomaliler ve spekülasyon olarak sıralanabilir.

3.1.1.3.1. Siyasi Faktörler

Hisse senetlerinin fiyatları siyasi faktörlere karşı oldukça duyarlılık göstermektedir. Seçim, özelleştirme politikaları ve siyasi belirsizlikler hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek siyasi faktörler arasındadır.

3.1.1.3.1.1. Seçim

Seçim dönemine girmiş bir ülkedeki yatırımcılar için seçim sonuçlarının önemi büyüktür. Çünkü seçimde bir belirsizlik vardır. Belirsizlik ortamlarının yatırım riskini arttırdığı genel kabul edilmiş bir gerçektir. Seçimlerden önce eğer seçimlerin sonuçları tahmin edilemiyorsa piyasalarda bir durgunluk ve hatta piyasalardan geri çekilmeler olabileceği beklenebilir. Bu tip ortamlarda hisse senetlerine yatırım azalır, bu fonlar hisse senedi piyasasından faiz ve döviz gibi riskin düşük olduğu yatırım araçlarına doğru kaçabilir. Ancak, seçim sonuçları önceden tahmin edilebilir nitelikte ise piyasalardaki canlanmanın seçimlerden önce olabileceği düşünülebilir. Seçim sonuçları belli olur olmaz belirsizlikler ortadan kalkmakta, seçim sonuçlarının tek parti ya da koalisyon durumuna göre, hisse senedi fiyatları artış ya da azalış yönünde hareket eder.

Riley ve Luksetich (1980), Herbst ve Sleinkman (1984), Huang (1985), Johnson ve diğerleri (1999), Lobo (1999) seçimlerin hisse senedi piyasaları için önemli bir belirsizlik kaynağı olduğu görüşünü desteklemişlerdir. Bu çalışmalarda hisse senedi getirilerinin seçimlerin yapıldığı yılda çoğunlukla negatif ve seçimleri takip eden yıllarda pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen faktörler konusunda pek çok araştırma daha çok ekonomik faktörler üzerinde odaklanmış olsa da, siyasi çalkantılar ve belirsizliklerin hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen en önemli faktörlerden olduğu araştırmacıların ortak görüşüdür (Güneş ve Saltoğlu, 1998: 7). Ancak, hisse senedi fiyatları üzerinde seçimlerin herhangi bir etkide bulunmadığını ortaya koyan çalışmalar mevcuttur. Hudson ve diğerleri (1998) İngiltere seçimlerinin, Jones ve Banning (2009) ise ABD seçimlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkide bulunmadığını ortaya koymuşlardır.

3.1.1.3.1.2. Özelleştirme Politikaları

Özelleştirme kavramı en genel anlamıyla, özel hale getirmek, sınai veya ticari hayattaki denetim ve mülkiyeti kamu kesiminden özel kesime aktarmak olarak tanımlanmaktadır (Özdemir, 2008: 47). Özelleştirme, ülkelere daha sonra gelişmiş sosyal refaha neden olan verimlilik kazançları getirir (Kuştepelı ve Gülcan, 2002: 16).

Seçim sonrası oluşacak hükümetin özelleştirme politikaları da hisse senetleri fiyatlarına etki eder. Devlet mülkiyetindeki işletmelerin özelleştirilmesiyle ulusal menkul kıymet piyasalarının kapitalizasyon oranı ve piyasa aktivitesinde artışlar sağlanmaktadır. Özelleştirilen firmaların hisse senetlerinin bir kısmının diğer ülke piyasalarında işlem görmesinin sağlanmasıyla hisse senetlerine uluslararası pazarlanabilme kabiliyeti sağlanabilmektedir (Yalçın, 2005: 396-397).

Özelleştirilecek bir firmanın ürün fiyatı özelleştirme öncesi yüksek belirlenirse, firma karlı görülür ve firmaya talep artar. Ancak özelleştirme sonrası firmaların karlılığı düşer ve özelleştirmenin başarısız olduğu gibi bir sonuç doğar. Tersine, özelleştirme öncesi ürün fiyatı düşük belirlenirse, firmanın kârlılığı ve firmaya talep azalır; özelleştirme sonrası fiyat ve kârlılık artar. Fiyat arttığı için özelleştirmenin kötü, kârlılık arttığı için iyi sayılması gibi karmaşık bir sonuç doğar (Demir, 2000: 14).

Özelleştirme yapmanın sermaye piyasasını geliştirmek ve tasarrufların daha büyük oranda hisse senedine yönelmesini teşvik etmek gibi temel katkıları bulunmaktadır. Özelleştirilme, sermaye piyasasının gereksinimi olan hisse senetleri sunmak suretiyle piyasanın canlanmasına katkıda bulunacaktır. Hisse senetlerine yatırım yapmak, tasarrufların verimli yatırımlara dönüşmesi demektir. Yaygın ve kapsamlı özelleştirme programı, bazı teşvik önlemleriyle desteklenmesi halinde hisse senedi alma bilincini yerleştirecektir (Özdemir, 2008: 50).

Özelleştirmede başarıya ulaşılmasının hisse senetleri fiyatlarını olumlu yönde etkilemesi beklenir. Bu beklentinin altında yatan temel etken özelleştirmelerin kamudaki tikanlıkları ortadan kaldırarak ekonomiyi uzun vadede istikrara kavuşturacağı olgusu yatmaktadır (Çapanoğlu, 1993: 85). Özelleştirme yoluyla sermaye mülkiyetinin tabana yayılması, serbest piyasa ekonomisinin güçlenmesi, ekonomide verimliliğin yükseltilmesi, tasarrufların verimli alanlara kanalize edilmesi, kamu sektörünün dış finansman ihtiyacı azaltılması ve yabancı sermaye girişinin artışı sağlanmaktadır (Demirbaş ve Türkoğlu, 2002: 243-246, Tandırcıoğlu, 2002: 198-201).

3.1.1.3.1.3. Siyasal Belirsizlikler

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen önemli faktörlerden biri de siyasi belirsizliklerdir. Bir ülkede siyasi çalkantıların yaşanması beraberinde ekonomik istikrarsızlığı da

getirmektedir. Belirsizlik ortamında yatırımcının kafası karışmakta ve yatırımcının hisse senedi piyasasının geleceği konusunda tahminde bulunması zorlaşmaktadır.

Koalisyonlarla yönetilen bir ülkedeki seçim tartışmalarının ya da erken seçimle ilgili spekülasyonların yaşandığı dönemlerde hisse senedi fiyatları yönünü tayin etme zorlaşır ve hisse senedi fiyatları ani değişimler gösterir. Buna karşılık, siyasi istikrarın sağlandığı, geleceğe yönelik belirsizliklerin kalktığı ve seçim tartışmalarının olmadığı dönemlerde ise siyasi istikrarla birlikte ekonomik istikrarın sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarının olumlu yönde hareketlilik göstermesi beklenir.

3.1.1.3.2. Psikolojik Faktörler

Hisse senedi fiyatını etkileyen faktörden bir diğeri psikolojik faktörlerdir. Firmalarla ilgili çıkan söylentiler, hükümet bunalımları, liderlerin vefatı, firmaların mali ve idari yapılarıyla ilgili çeşitli söylentilerin varlığı ve yatırımcıların tepkileri hisse senedi arz ve talebi üzerinde olumlu ya da olumsuz etki yapabilmektedir (Özalp ve Anagün, 2001: 3). Bu etki hisse senedi fiyatlarında hareketliliği beraberinde getirmektedir.

Yatırımcının kişilik yapısı da alacağı yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Tasarruflarını yatırıma yönlendirmek isteyen bireyler kişiliğine uygun olarak hareket ederler. Bazı tasarruf sahipleri kazanma hırsının verdiği bir hazla daha fazla girişken olup daha fazla risk alırken, bazıları ise sahip olma dürtüsünün gelişmesi ile elde ettiklerini kaybetme korkusundan daha az riskli yatırımlara yönelmeyi tercih ederler. Ayrıca yatırımcı kişiliğinin verdiği etki ile kaybetme korkusuna kapıldığında kaçıp kurtulmak ister. Tehlikeyi sezindiğinde ise kaygı duyar ve karamsarlığa kapılır. Karamsar bir yatırımcının yanlış karar alması çok büyük bir olasılık içindedir (Usul ve diğerleri, 2002: 138).

Hisse senedi piyasasında iki tip yatırımcı grubundan söz edilebilir: Boğa tipi ve Ayı tipi yatırımcılar. Boğa tipi yatırımcılar, iyimser havaya sahip, borsada fiyatların yükseleceği beklentisiyle düşük fiyattan hisse senedi alıp, daha yüksek bir fiyattan satmayı planlayan yatırımcı grubunu ifade eder. Ayı tipi yatırımcılar ise kötümser havaya sahip, fiyatların düşeceği beklentisiyle hisse senedini satıp tekrar düşük fiyattan satın almanın hesabını yapan yatırımcı grubunu ifade eder (Fabozzi ve Francis, 1979: 1246-1247; Pagan ve Sossounov, 2003: 25). Boğa tipi yatırımcıların hakim olduğu boğa piyasasında getiri

yüksek ve değişkenlik düşük iken, ayı tipi yatırımcıların hakim olduğu ayı piyasasında getiri düşük ve değişkenlik yüksektir (Maheu ve McCurdy, 2000: 101; Gordon ve Amour, 2000: 1020).

Hisse senedi piyasasınının güvenden yoksun olması hisse senedi getirisi üzerinde asimetrik bir etkiye sahip olabilir. Bu etki Ayı piyasında daha yüksek düzeyde olmaktadır. Piyasada ne kadar yüksek düzeyde bir kötümser bakış açısı hakimse, piyasanın boğadan ayıya geçme olasılığı o kadar yüksektir. Piyasaya olan güvenin düşmesi borsayı ayı piyasasına itmektedir. Yükselen kötümser bakış açısı Ayı piyasası boyunca hisse senedi fiyatı üzerinde büyük bir etkiye sahip olmaktadır.

Dolayısıyla tek tek bireylerden oluşan yatırımcılar içinde buldukları psikolojik eğilimlerine göre Ayı ya da Boğa topluluklarının bir parçası olurlar. Boğa tipi yatırımcıların piyasaya hakim olmaları halinde hisse senedine olan talep artacağından hisse senetleri değer kazanırken, Ayı tipi yatırımcıların piyasaya hakim olması durumunda ise hisse senetleri elden çıkarıldığından hisse senetleri değer kaybeder.

Bireysel yatırımcılar getirilerini maksimize etme amaçlı davrandıklarından rasyoneldirler, ancak kitle davranışı ile hareket etmeleri halinde rasyonellik yerini irrasyonelliğe bırakabilir. Böylece normal zamanlarda arz ve talep oluşturarak fiyatları piyasanın doğal mekanizması içinde belirleyen karar birimleri spekülatif şişkinliklerin oluşmasına destek olabilirler.

Aşırı iyimser yatırımcıların meydana gelen gelişmeler karşısında, bu gelişmelerin etkilerinin uzun dönemde çok olumlu şekilde ortaya çıkacağını düşünmeleri, oluşacak şişkinliklerin ilk aşamasını oluşturabilir. Bu aşamada yatırımcılar piyasaya girme eğilimindedirler. Piyasada kazanç olanaklarının artması sonucunda, diğer yatırımcıların da, piyasaya bir sürü psikolojisi ile girmesi söz konusu olur. Piyasadaki bu alım dalgası devam ederken, kazançlarını realize etmek isteyen yatırımcıların yavaş yavaş piyasadan çıkması sonucunda, artış hızı yavaşlar ve belirli bir noktadan ileriye gidemez hale gelir (Taşçı ve Okuyan, 2009: 272-273).

3.1.1.3.3. Spekülasyon

Yeterli düzeyde derinliğe sahip olmayan özellikle gelişen piyasalarda hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir diğer önemli faktör spekülasyon hareketleridir. Hisse senedi fiyatları özellikle piyasa derinliği fazla olmayan değişken piyasalarda spekülasyon hareketlerinden oldukça fazla etkilenebilmektedir (Ege ve Bayrakdaroğlu, 2009: 140).

Genel bir tanımlamayla spekülasyon, bir kimsenin kendi tahminlerine dayanarak, fiyatında yükselme beklediği ekonomik varlığı satın alması, fiyatında düşme beklediklerini ise satması yoluyla kâr sağlama faaliyetidir. Eğer tahminler doğru çıkarsa kâr edilir, tersi durumda ise zarar edilir (Hirshleifer, 1977: 975; Johnson, 1960: 139-140; Hochradl ve Wagner, 2010: 424-425; Long ve diğerleri, 1990: 379-381).

Spekülasyon ve arbitraj kavramlarının çoğu zaman aynı anlamda kullanıldığı görülmektedir. Arbitraj bir döviz, menkul kıymet, ticari mal veya üretim faktörünün belli bir andaki fiyat farklılığından kâr sağlamak üzere, bu ekonomik varlığın eşanlı olarak alınıp satılması veya satılıp alınması şeklinde tanımlanabilir (Duan ve diğerleri, 2010: 566; Jong ve diğerleri, 2009: 495-496).

Arbitraj tüm ekonomik ve mali varlıklara uygulanabilen geniş kapsamlı bir kavramdır. Bu kavramın ayırıcı özelliği, aynı andaki fiyat farklılıklarından yararlanmak düşüncesidir. Arbitrajda hiçbir risk söz konusu değildir (Abreu ve Brunnermeier, 2002: 342; Swofford, 1999: 532-533). Risksiz oluşu arbitrajı spekülasyondan ayıran en önemli özelliğidir. Arbitrajın ekonomik açıdan en büyük etkisi aynı Tek Fiyat Kanununa⁶ göre ekonomik varlığın bütün piyasalarda aynı anda tek fiyatının oluşmasını sağlamaktır (Seyidoğlu, 2001: 95).

3.1.1.3.4. Anomaliler

Etkin Piyasalar Teorisi'ne göre hisse senedi fiyatları her zaman dengededir, mevcut bilgiyi tamamen yansıtır ve yeni bilgi oluşması durumunda, bu yeni bilgi fiyatlara en kısa zamanda yansıtıldığı için fiyatlama dengesi bozulmamış olur. Böyle bir durumda piyasada

⁶ Tek Fiyat Kanunu, bir ekonomik varlığın aynı ulusal para birimi cinsinden aynı anda tüm dünya piyasalarındaki fiyatları eşit olması gerektiğini ifade eder (*Goodwin, 1992: 117*). Detaylı bilgi için bakınız (*Protopapadakis ve Stoll, 1983: 1431-1434; Goodwin, 1992: 117-118; Goldberg ve Verboven, 2005: 49-53*).

işlem yapan hiç kimse mevcut bilgileri kullanarak normalüstü getiri sağlayamaz (Fama, 1965: 34-36; Fama, 1970: 338-341).

Bu teorinin iki temel özelliği söz konusudur. İlki, yatırımcıların ekonominin temel yapısı ile bilgiye tam olarak sahip olduğu varsayılr. İkincisi, yatırımcıların optimal istatistiksel kararlar veren tam anlamıyla rasyonel bilgi işlemcisi oldukları varsayılr (Friedman, 1979: 38; Brav ve Heaton, 2002: 575). Ancak, bazen durum bundan farklı alabilmektedir. Hisse senetlerinin fiyatları Etkin Piyasa Hipotezi'ne aykırı olmaktadır. Bu aykırılık anomali kavramıyla açıklanabilir (Constantinides, 1990: 519; Campbell ve Cochrane, 1999: 205).

Anomaliler geleneksel etkin piyasa tahminleri ve rasyonel beklentiler teorisi ile tutarsızlık içeren fiyat davranışının bir şekli olarak tanımlanabilir (Brav ve Heaton, 2002: 575). Diğer bir ifadeyle anomali genel olarak kabul görmüş ilke ve esaslarla uyum içinde olmayan olağandışı davranışlardır (Berk, 1995: 275-276; Özmen, 1997: 11).

Finansal piyasalarda görülen anomaliler menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtmalarına engel olmaktadır. Finansal piyasalarda anomalilerin varlığı hem piyasa etkinsizliğine işaret etmekte hem de sermaye varlıklarının fiyatlandırılmasında yetersiz koşulları ortaya koymaktadır (Korkmaz ve diğerleri, 2010: 1140).

Anomaliler literatürde iyi kabul görmüş ve araştırmacılar tarafından ortaya konmuştur. Çoğu araştırmacı anomalilerin varlığının hem gelişmiş hem de gelişen piyasalarda farklı etkilerde ortaya çıktığını saptamıştır (Zhang ve diğerleri, 2008: 1681).

Anomaliler dönemsel anomaliler ve kesitsel anomaliler olarak iki kısma ayrılabilir. Dönemsel anomaliler; günlere ilişkin anomaliler, aylara ilişkin anomaliler ve tatillere ilişkin anomaliler. Kesitsel anomaliler ise firma büyüklüğü anomalisi ve ilk halka arz anomalisi olmak üzere iki kategoride incebebilir. Bu anomalilere ek olarak literatürde rastlanan diğer anomaliler de mevcuttur.

3.1.1.3.4.1. Dönemsel Anomaliler

Yapılan çalışmalarda elde edilen bulgulara göre, hisse senedi getirilerinin dönemsel faktörlere dayalı olarak trendler gösterdiği, bazı zaman dilimlerinin diğerlerine göre

belirgin ve sürekli olarak pozitif ya da negatif getiriler sağladığı sonucuna varılmıştır. Dönemsel anomaliler ya da takvim etkileri olarak da bilinen hisse senedi getirilerinin gün, hafta, ay, tatil dönemi gibi çeşitli zaman periyotlarında, diğer zaman periyotlarından farklı bir davranış gösterdiği ifade edilmektedir.

Dönemsel anomaliler; günlere ilişkin anomaliler (gün içi etkisi, haftanın günü etkisi, on-üç cuma etkisi), aylara ilişkin anomaliler (ocak ayı etkisi, ay dönüşü etkisi) ve tatillere ilişkin anomaliler (tatil etkisi) olmak üzere temelde üç kategoride incelenebilir (Demireli, 2008: 224).

3.1.1.3.4.1.1. Günlere İlişkin Anomaliler

Günlere ilişkin anomalilerde, haftanın belirli bir gününde, diğer günlere kıyasla sürekli düşük veya yüksek getiri elde edilip edilemeyeceği araştırılmaktadır. Bu anomalilerin en çok bilineni, haftanın günü veya pazartesi etkisidir. Bu etki, hisse senedi getirilerinin haftanın ilk işlem günü olan Pazartesi'lerin sistematik olarak negatif getiri sağlamaları şeklinde ifade edilmektedir. Buna benzer şekilde hafta başı (Pazartesi ve Salı günleri) artış oranları, hafta sonu (Perşembe ve Cuma günleri) artış oranlarından genellikle daha düşüktür (Özalp ve Anagün, 2001: 4).

Haftanın günü etkisinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar [(Osborne (1962), Cross (1973), French (1980), Gibbons ve Hess (1981), Harris (1986), Keim ve Stambaugh (1984)] Cuma günü getirilerinin Pazartesi günü getirilerinden daha yüksek gerçekleştiği bulgusuna ulaşmışlardır.

İMKB'deki anomaliler üzerine gerçekleştirilen çalışmalardan; Metin ve diğerleri (1997) borsada hafta sonu etkisini, Özmen (1997), Bildik (2000), Karan ve Uygur (2001), Karan (2004), Kıyılar ve Karakaş (2005), Atakan (2008) haftanın günleri etkisini incelemişler ve ele aldıkları dönemler içinde genel olarak en fazla getiriye Cuma gününün sağladığını bulmuşlardır.

3.1.1.3.4.1.2. Aylara İlişkin Anomaliler

Aylara ilişkin anomalilerde, menkul kıymet getirilerinin yılın herhangi bir ayında, diğer aylara kıyasla getiri farklılığının olup olmadığını incelemektedir. Bu anomalilerden

en çok bilineni, Ocak etkisidir. Ocak ayı etkisine göre, menkul kıymetler, yılın diğer aylarına kıyasla Ocak ayında daha yüksek getiri sağlamaktadırlar (Özer ve Özcan, 2002: 133).

Ocak ayı etkisi anomalisini inceleyen çalışmalarda [Givoly ve Ovadia (1983), Schwert (1983), Aggarwal ve Rivoli (1989), Brooks ve Persaud (2001), Basher ve Sadorsky (2006), Ortiz ve diğerleri (2010)] hisse senetlerinin yılın diğer aylarına kıyasla Ocak ayında daha yüksek getiri sağladıklarını ortaya konulmuştur.

Ocak ayı etkisi üzerine yapılan çalışmalarda Ocak ayı etkisinin vergisel nedenlerden kaynaklandığını ve yatırımcıların vergi matrahlarını düşürmek amacıyla Aralık ayında zarar ettikleri hisse senetlerini satarak zararlarını realize ettikleri (Ortiz ve diğerleri, 2010: 1830; Zhang ve diğerleri, 2008: 1682), bu satış sürecini takiben Ocak ayında ise piyasadaki düşük fiyatlardan yararlanmak ve portföylerini tekrar eskisi haline getirmek amacıyla yeniden alıma geçtikleri ve bunun sonucunda da Ocak ayında hisse senetlerinin ortalamasının üzerinde bir getiri sağladığı vurgulanmaktadır (Aktaş, 2008: 100; Çinko, 2008: 47).

İMKB'deki anomaliler üzerine gerçekleştirilen çalışmalardan; Muradoğlu ve Oktay (1993) Ocak ayı etkisini tespit etmişlerken, Atakan (2008) İMKB'nin Ocak ayı getirilerinde diğer aylara göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulgusuna ulaşmamıştır. Akar (2006), İMKB üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında, getiri değişkenliğinin Ocak ayında daha yüksek, yaz aylarında ise daha düşük olduğunu bulmuştur.

3.1.1.3.4.1.3. Tatillere İlişkin Anomaliler

Tatillere ilişkin anomaliler, hisse senedi fiyatlarının tatili öncesi ve sonrasında olağandışı bir davranış gösterip gösterilmemesidir. Tatil etkileri konusunda yapılan çalışmalarda Aralık ayının son günü ile yılbaşı tatili öncesi hisse senetleri getirilerinin olağandışı bir şekilde yükseldiği tespit edilmiştir (Güngör, 2003: 114-116).

3.1.1.3.4.2. Kesitsel Anomaliler

Yapılan çalışmalarda dönemsel anomaliler dışında firma büyüklüğü anomalisi ve ilk halka arz anomalisi gibi kesitsel anomalilerin bulunduğu saptanmıştır.

3.1.1.3.4.2.1. Firma Büyüklüğü Anomalisi

Diğer anomali türü firma büyüklüğü anomalisidir. Bu konuda daha önce yapılmış olan çalışmaların birçoğunda, küçük firmaların kâr raporlarının büyük firmalara nispeten daha fazla fiyat etkisi ortaya çıkardığı iddia edilmektedir. Bu iddia büyüklükte ilgili bilgi farklılığı hipotezi'ne dayanmaktadır. Firma hakkında bilgi elde etme konusunda yatırımcıların en önemli kriteri, bilginin sağlayacağı işlem kârının, bilgiyi elde etme maliyetinden yüksek olmasıdır. Marjinal işlem kârının büyük firmalar için daha yüksek olduğu düşünüldüğünde, fiyatların bilgi içeriğinin büyük firmalar için daha fazla olduğu söylenebilir (Güngör, 2003: 124).

Firma büyüklüğü anomalisine göre düşük piyasa değerine sahip firmaların hisse senetleri, yüksek piyasa değerine sahip firmaların hisse senetlerine oranla yatırımcılara daha fazla getiri sağlamaktadır. Hisse senedi getirileri ve firma büyüklüğü ilişkisini inceleyen çalışmalarda [Banz (1981), Basu (1983), Cook ve Rozeff (1984), Tseng (1988), Fama ve French (1998), Canbaş ve diğerleri (2007)] küçük firmaların büyük firmalara oranla daha yüksek getirilere sahip olduğu ortaya konmuştur.

3.1.1.3.4.2.2. İlk Halka Arz Anomalisi

İlk halka arz, menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen firmaların ilk girişimlerini ifade eder (Brav ve Compers, 2003: 1; Ritter, 1998: 1-2; Chen ve Wilhelm, 2008: 220-221). İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmalar, genellikle ilk halka arzların halka arz edildikleri ilk gün piyasanın üzerinde bir getiri sağlayarak gerçek değerinin altında fiyatlandığı sonucuna ulaşmıştır (Reuter, 2006: 2289-2290; Chin ve diğerleri, 2006: 68-69; Benninga, 2005: 116-118).

Hisse senetlerinin ilk işlem gününde piyasanın üzerinde bir getiri elde ederek gerçek değerinin altında fiyatlanması “düşük fiyatlama” olarak adlandırılır (Lowry ve

diğerleri, 2010: 425; Lowry ve Shu, 2002: 309-310; Brau ve Fawcett: 2006: 400; Aggarwal ve Rivoli, 1990: 45). Hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise “yüksek fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır (Ünlü ve Ersoy, 2008: 243-244).

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansları üzerine yapılan kısa ve uzun dönemli çalışmalarda [(Carter ve Manaster (1990), Aggarwal ve Rivoli (1990), Levis (1993), Kunz ve Aggarwal (1994), Ljungqvist ve Wilhelm (2003), Chin ve diğerleri (2006), Ünlü ve Ersoy (2008), Cheng (2010)] hem gelişmiş hem de gelişen piyasalarda ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin düşük fiyatlandırıldığı ortaya koyulmuştur.

Yapılan çalışmalarda kısa dönemli düşük fiyatlamamanın nedeni daha çok varlıkların büyüklüğü, aracı kurumun prestiji, firmanın faaliyet süresi, satışlar, teknoloji firmaları dayandırılırken, uzun dönemli düşük fiyatlandırmanın nedenleri olarak ise sahiplik yapısının ve bununla bağlantılı olarak temsilci maliyetinin, yönetici ve yatırımcıların kendine güvenmelerinin (Ünlü ve diğerleri, 2009: 30-32), asimetrik bilginin ve likidite riskinin uzun dönem performansta etkili olduğu düşünülmektedir (Ellul ve Pagano,2006: 381).

3.1.1.3.4.3. Diğer Anomaliler

Yapılan araştırmalarda [Gerlach (2007), Hirshleifer ve Shumway (2003), Saunders (1993), Cao ve Wei (2005), Kamstra ve diğerleri (2000), Yuan ve diğerleri (2006)] bu çalışmada detaylarıyla incelenen anomaliler dışında anomalilere rastlanmıştır. Bu anomaliler yaz saati uygulaması anomalisi, hava durumu anomalisi, piyasa değeri/defter değeri oranı anomalisi, fiyat/kazanç oranı anomalisi, ihmal edilmiş firma anomalisi, temettu verimi anomalisi, zararda olan şirketler anomalisi şeklinde adlandırılmaktadır.

3.1.2. İşletme İle İlgili Faktörler

İç faktörler olarak da ifade edilen işletme ile ilgili faktörlerden doğrudan doğruya işletmeye bağlı olan, işletmenin kontrolünde olan ve işletmeden işletmeye farklılıklar gösterebilen faktörler kastedilmektedir. İşletme ile ilgili faktörleri aşağıdaki gibi incelememiz mümkündür.

3.1.2.1. Finansal Yapıdaki Değişiklikler

Hisse senedi fiyatları bu senedi ihraç eden işletmenin finansal yapısındaki değişikliklerden etkilenmektedir. İşletmenin finansal yapısındaki değişiklikler işletmenin finansal riskini oluşturmaktadır. Ödememe riski olarak da bilinen finansal risk, işletmelerin finansal kaldıraç derecelerinin yükselmesi, diğer bir ifadeyle banka kredileri, tahviller gibi faiz yükümlülüğü gerektiren borç kalemlerinin artması, bu yükümlülüğünün yerine getirilememesi olasılığı olarak ifade edilmektedir (Baker ve Powell, 2005: 372; Gallagher ve Andrew, 1997: 146). Finansal riskin artması bu sabit yükümlülüklerin yerine getirilmesini zorlaştıracığından ve işletmede ek kaynak ihtiyacına sebep olacağından hisse senedi fiyatını düşürecektir.

Bir işletmeye ait finansal riski artıran dolayısıyla da hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olan faktörlerden en önemlileri şu şekilde sıralanabilir; borçların artması, satışlardaki azalmalar, tüketici tercihlerinin değişmesi, hammadde fiyatlarındaki artışlar, yeni teknolojilerin ortaya çıkması, işletme performansının düşmesi, devlet politikalarının değişmesi, rekabetin artması ve işletme sermayesinin yetersiz olması (Hiriyappa, 2008: 17).

Teknolojik üstünlükler, tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri, işletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme ihtimalinin artması ve sermaye artırımlarının büyük ölçüde öz kaynakla sağlanması gibi faktörler ise işletmenin finansal riskinin azalmasına, mali yapısının düzelmesine ve bunun sonucu olarak da hisse senedinin fiyatının artmasına sebep olur (Kanalıcı, 1997: 41).

Nitekim, firmaların gerçek finansal durumlarını yansıtan finansal oranlar kullanılarak hisse senedi fiyatlarının büyük oranda tahmin edilebileceği genel kabul edilen bir görüştür. Bu nedenle, hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olan finansal oranları bilmek ve bu oranların hangi dönemlerde etkili olduğunu belirlemek, iyi bir yatırım stratejisi oluşturabilmek için büyük önem arz etmektedir (Aktaş, 2008; 137-138). Dolayısıyla, yatırımcıların bu bilgileri kullanarak ekstra getiri sağlayabilmeleri mümkündür.

Hisse senedi getirileri ile firmanın finansal yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda [Abarbanell ve Bushee (1998), Hull (1999), Kalaycı ve Karataş (2005), Yılgör (2005), Aktaş (2008), Ege ve Bayraktaroğlu (2009)] bazı finansal oranların

gelecekteki hisse senedi fiyat değişimlerini açıklama gücüne sahip olduğu ortaya koyulmuştur.

3.1.2.2. Kâr Dağıtım Politikası

Finansal yönetimin temel politikalarından temettü politikası diğer bir ifadeyle kâr dağıtım politikası işletmenin kârlarının hissedarlara dağıtılması veya dağıtılmayarak işletmede alıkonulması ve yeniden yatırıma dönüştürülmesi kararını içerir. Bilindiği gibi hissedarların serveti hisse senetlerinin piyasa değerini ve kâr paylarını kapsamaktadır.

İşletmenin geçmişte dağıttığı ve gelecekte dağıtacağı tahmini temettü miktarları hisse senedini fiyatını etkileyen diğer bir faktördür. Daha önce ifade edildiği gibi hisse senedinin getirisi sermaye kazancı ve temettü gelirinden oluşmaktadır. Bu nedenle, işletmelerin geçmiş dönemde dağıttığı temettü ödemeleri ve gelecek dönemde dağıtabileceği temettü miktarı hakkındaki beklentiler hisse senetleri fiyatını etkiler. Ancak, teoride kâr payı dağıtım politikalarının hissedarların servetini dolayısıyla da hisse senetlerinin fiyatını etkileyip etkilemediği tartışmalıdır. Bir şirketin kâr dağıtımının şirketin değerini (hisse senedi fiyatını) olumlu etkileyeceğini savunan görüşler (Gordon, 1963; Lintner, 1962) olduğu gibi, herhangi bir etkisi olmayacağını (Miller ve Modigliani, 1961) hatta olumsuz etkileyeceğini savunan görüşler (Walter, 1956) de bulunmaktadır.

Miller ve Modigliani (1961)'in iddia ettiği kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olmadığını savunan kâr payı ilgisizliği teorisinin varsayımlarının günümüzde gerçekleşme olasılığının zor olması, bu teorisinin geçerliliğini kaybettirmiştir. Hisse senedi fiyatının belirlenmesinde kullanılan ve yüksek kâr payı politikasının şirket değeri üzerine olumsuz etkisini savunan Walter (1956)'e rağmen, piyasada yaygın olarak hisse senedi fiyatının belirlenmesinde kullanılan (Gordon, 1963; Lintner 1962)'in kâr payı yaklaşımı, yüksek kâr payı tutarının şirketin değerini artırdığını göstermiştir.

Bu anlamda şirketlerin, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri inceleyerek kendisine uygun bir kâr payı dağıtım politikası belirlenmesi gerekmektedir. Buna ek olarak, şirketler dağıtılacak kâr paylarını, nakit olarak ödemedenden ziyade ağırlıklı olarak hisse senedine vererek kârın şirkette kalmasını sağlamalıdır (Pekkaya, 2006: 194).

İşletmelerin uyguladıkları temettü politikaları ve bu politikada yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar tarafından bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar işletmelerin gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynakların yeterli olması durumunda, yüksek oranda temettü dağıtılacağına inanmaktadırlar. Dağıtılacak temettü oranındaki artışlar, yatırımcılar tarafından firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir işaret olarak algılanmaktadır. Aksine, temettü oranındaki düşüşler de yatırımcılar tarafından olumsuz bir mesaj olarak algılanmaktadır (Ercan ve Üreten, 2000: 49). Sonuç olarak, bir işletme ile ilgili yüksek temettü dağıtacağı beklentisi ya da işletmenin yüksek temettü dağıtacağı kararını kamuoyuna duyurması hisse senedi fiyatlarının artmasına yol açabilir.

Bir hisse senedinin piyasa değeri kâr payı ödeme dönemi yaklaştıkça yükselir. Bu yükselişin miktarı, kâr payı ödeme tarihinde ödenecek kar payı miktarına kadar çıkar. Bu tarihte hisse senedinin fiyatı, normal fiyat ve beklenen kârpayı toplamı kadardır (Demir, 2001: 112).

İşletmenin geçmişte dağıttığı ve gelecekte dağıtacağı tahmini temettü miktarlarının hisse senedini fiyatını nasıl etkilediği yönünde yapılan çalışmaların çoğu [Woolridge (1982), Bajaj ve Vijn (1990), Bernheim ve Wantz (1995), Dyl ve Weigand (1998), Nissim ve Ziv (2001), Lie (2005), Howatt ve diğerleri (2009), Dasilas ve Leventis (2011)] karpayı ödemelerinin ya da ödeme yapılacağı duyurusunun hisse senedi fiyatını olumlu etkilediğini gösterirken, bazı çalışmalarda [Benartzi ve diğerleri (1997), Conroy ve diğerleri (2000), Bayezid Ali ve Chowdhury (2010)] ise herhangi bir ilişki bulunmadığı ortaya konmuştur.

3.1.2.3. Tahmini İşletme Kazancı

Tahmini işletme kazancı hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde kilit role sahiptir. Tahmini kazançlar hisse senedi fiyatına doğrudan etkide bulunur. İşletme kazancı yükseldiğinde şirketin hisse senedi fiyatı da yükselecektir. Aksi halde, hisse senedi fiyatı düşecektir. Dolayısıyla hisse senedi fiyatları ve tahmini işletme kazançları cari ve geçmişteki işletme kazançlarının aktüel seviyesine bağlı olmaktadır (Kanalıcı, 1997: 42-43).

Malkiel ve Cragg (1970) yaptıkları çalışmada tahmini işletme kazancının, bir işletmenin hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ayrıca, muhasebe kârı da hisse senedi fiyatını etkilemektedir. Hisse senedi değerinin, hisse senedinden beklenen yararların bugünkü değeri olduğu dikkate alındığında, bu değere etki edebilecek bir bilgi kaynağı olarak muhasebe kârları ve kâr payları, hisse senedi fiyatlarının oluşumunda önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcıların hisse senetlerinden gelecekteki değer artışı ve kâr payları şeklinde elde etmeyi umdukları kazançların öngörülmesi konusunda, finansal raporlamanın bir ürünü olan kâr rakamlarına ve kâr payı ilanlarına ihtiyaç duyulmaktadır (Orhan ve Güngör, 2004: 103).

Kâr işletmenin geleceği açısından bir araç olarak görüldüğünden ilan edilen muhasebe kârının yüksek olması yatırımcılar tarafından, işletmenin ilerleyen yıllarda daha fazla kar dağıtabileceğine işaret olarak algılanabileceğinden, hisse senedi fiyatı yükselir (Sunde ve Sanderson, 2009: 190).

Ancak dağılacak kârın yatırımcıyı tatmin etme düzeyi önemli bir faktördür. Bir işletmenin elde ettiği kârın yeterli düzeyde olup olmadığı belirlenirken; ekonomik şartlar, işletmenin hedefleri, faaliyette bulunan endüstrinin durumu ve endüstrideki benzer firmaların karlılık durumu gibi faktörler göz önünde bulundurulmalıdır. Yatırımcı bu faktörleri göz önüne alıp daha sağlıklı bir değerlendirme yaparak kararını vermelidir.

3.1.2.4. Sermaye Artırımı

Sermaye artırımı ve rüçhan haklarının kullanımı hisse senetleri fiyatına olumlu yönde etki yapar. Çünkü, bir işletmenin sermaye artırımına gideceği haberi, kullanılacak rüçhan hakkı sebebiyle hisse senedinin piyasadaki fiyatını yükseltebilir.

Sermaye artırma kararı kesinleştikten sonra, hisse senedini satın alan yatırımcı, rüçhan hakkını kullanmakla fazla bir şey kazanmaz. Bu nedenle spekülâtörler bu noktada sahip oldukları hisse senetlerini elden çıkarırlar. Beklenen sermaye artırımı uzun bir süre gerçekleşmese bile bekleyiş devam ettiği sürece hisse senetleri piyasada yüksek fiyattan alınıp satılır (Barak, 2008: 46).

3.1.2.5. İçerden Öğrenenlerin Ticareti

Genel olarak içerden öğrenenlerin ticareti etik olmayan ve yasal olmayan faaliyetler bütününe kapsamaktadır (McGee, 2009: 65).

İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek olarak tanımlanabilir (Omar ve Mutairi, 2010: 7; Engelen ve Liedekerke, 2007: 501).

Bu işlemi yapan kişinin yapmak istediği şey; sahip olduğu, fiyat üzerinde etkili olabilecek bir kamuya açıklanmamış bilgiyi, fiyat üzerinde etkisini göstermeden önce kullanarak artık bir getiri elde etmektir (Chiang ve diğerleri, 2004: 239; Hong ve Huang, 2005: 3-5)

Son derece gizli, açıklanması zorunlu veya değil, bir bilginin sermaye piyasası aracının fiyat oluşumuna etkisi yoksa bu bilginin kullanılması sonucunda içerden öğrenenlerin ticareti suçu oluşmaz, zira suçun maddi unsuru oluşmamıştır. İçerden öğrenenlerin ticareti suçu kasıtlı bir suçtur. Fail, elde ettiği bilginin sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek vasıfta olduğunun bilincinde olmalıdır. Belli nitelikteki bilgilerin kullanılması iradesi yetmez ayrıca failin kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla hareket etmiş olması, yani özel kast aranır (TSPAKB, 2010: 186).

İçerden öğrenenlerin ticareti gelişmiş piyasalardan ziyade, gelişen piyasalarda etkisi daha büyük olmaktadır. Gelişen piyasaların yapısı ve piyasa düzenlemelerinin bilgi etkinliğini tamamen yansıtamadığından, gelişen piyasalar etkin piyasa olma ve gelişme yolunda daha çok içerden öğrenenlerin ticareti ile karşılaşmaktadırlar.

Özellikle gelişen piyasaların ekonomik çalkantı dönemine girdiği dönemde içerden öğrenenlerin ticaret dolayısıyla asimetric bilginin etkisi daha da ciddi boyutlarda olabilmektedir. Ekonomik çalkantıdan dolayı finansal sıkıntıya düşen bu şirketlerdeki içerden öğrenenlerin ticaretini yapanlar, şirket iflas etmeden önce sahip oldukları hisselerini satarlar. Bunun sonucu olarak diğer yatırımcıların ticari kayıpları büyük boyutlarda olabilmektedir (Chiang ve diğerleri, 2004: 240).

İçerden öğrenenlerin ticareti üzerine yapılan ampirik çalışmalar [Pope ve diğerleri (1990), Narayanan (1999), Lakonishok ve Lee (2001), Chakraborty ve Yılmaz (2004), Fidrmuc ve diğerleri (2006)] bu işlemi gerçekleştirenlerin bu işlemden bir hafta boyunca hatta bir ay sonra bile olsa önemli bir artı getiri sağladıklarını ortaya koymuşlardır.

3.1.2.6. Sermaye Piyasasında Yapay Piyasa ve Fiyat Oluşturmak

Manipülasyon, herhangi bir finansal aracın fiyatının, arz ve talep koşulları dışında, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak amacıyla yapılan işlemlerdir (Hillion ve Suominen, 2004: 352-353; Khwaja ve Mian, 2005: 205-206).

Manipülasyon üç grupta sınıflandırılabilir (Allen ve Gale, 1992: 505):

- i. Hareket bazlı manipülasyon; menkul kıymetlerin gerçek ya da gelecekte sezilen değerinin değiştirilmesine yönelik harekete dayanan manipülatif işlemleri kapsamaktadır.
- ii. Bilgi bazlı manipülasyon; Yanlış bilgi yayınlama ya da asılsız söylentiler yaymak suretiyle gerçekleştirilen manipülatif işlemleri kapsamaktadır.
- iii. İşlem bazlı manipülasyon; alenen gözlemlenebilir bir hareket olmaksızın hisse senedinin ya da firmanın değerini değiştirmek için hisse senedinin önce alınıp sonra satımını yapmak suretiyle gerçekleştirilen manipülatif işlemlerdir.

İşlem bazlı manipülasyonda fiyat yapay olarak kontrol edilmekte veya değiştirilmektedir. Büyük kazançlar elde etmek için birkaç büyük şirketin bir araya gelmesi yerine bu günün içerden öğrenenleri kurumsal yatırımcılar ile birlikte hareket ederek rutin “alım” ve “satım” emirlerinin öncesinde küçük, sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonları yüzlerce kez tekrarlayarak çok yüksek oranda kazanç elde etmektedirler (Demir, 2001: 113-114). Manipülasyon derinliği düşük, gelişmemiş ve genç piyasaların maruz kaldığı bir durumdur (Khwaja ve Mian, 2005: 205).

Bir piyasada manipülasyonun varlığının bilinmesi yatırımcıların cesaretini kırarak, yatırımcıları alternatif piyasalara yönettirebilir. Bu durum bu piyasaların likit varlıklarının azaltır ve ticaret maliyetini yükseltir. Manipülasyon sermaye maliyetini yükselterek

firmaların halka açılma konusunda isteksiz olmasına yol açmaktadır (Jiambalvo, 1996: 38; Ottaviani ve Sørensen, 2007: 555).

Bu çerçevede; manipülasyonun üç temel unsurunun mevcut olduğu görülmektedir (TSPAKB, 2010: 187).

- i. Menkul kıymetlerin arz ve talebini, dolayısıyla da fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler gerçekleştiren kişi ya da kişilerin bulunması,
- ii. Bu kişi veya kişiler tarafından gerçekleştirilen işlemlerin, menkul kıymetin fiyatının serbest arz ve talep koşullarından farklı olarak oluşmasını sağlama amacını taşıması ve/veya işlemlerin menkul kıymetin aktif bir piyasasının olduğu izleniminin yaratılmasına yönelik olması,
- iii. Bu işlemlerin, işlemleri gerçekleştirenler tarafından, menkul kıymetin fiyatını etkilemek ve ayrıca piyasanın diğer katılımcılarını menkul kıymeti almaya ya da satmaya yönlendirmek amacıyla gerçekleştirilmesi, Suçun maddi unsuru asıl itibarıyla sermaye piyasası araçlarının alım satımıdır.

Özellikle bilgi bazlı manipülasyon üzerine [Fishman ve Hagerty (1995), John ve Narayanan (1997), Hansen ve diğerleri (2004), Hillion ve Suominen (2004), Khwaja ve Mian (2005), Chiou ve diğerleri (2007), Guo ve diğerleri (2008), Zhang ve diğerleri (2008), Küçükocaoğlu (2008), Kamışlı ve Girginer (2010)] çok sayıda çalışma mevcuttur.

Jarrow (1992)'e göre manipülatörün işlem bazlı manipülasyon yapabilmesi için hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyebilecek kadar varlıklı olması gerektiğini göstermiştir. Kumar ve Seppi (1992) çalışmasında manipülatörlerin, bilgili bir yatırımcı ile anlaşarak menkul kıymet piyasasında fiyatları değiştirdiği sonucuna ulaşmışlardır. Allen ve Gorton (1992) manipülasyon üzerine yaptıkları çalışmada kârlı ve başarılı bir manipülasyonda alıcı tarafının bilgi bazlı, satıcı tarafının ise, bu bilgiden yoksun olduğunu gözlemlemiştir. Allen ve Gale (1992) bilgi bazlı yatırımcıların ve manipülatörlerin riske karşı duyarsız, pasif yatırımcıların ise riskten kaçınan kişiler olduğunu gözlemlemiştir. Kamışlı ve Girginer (2010), yapılan analizlerin sonucunda “Aktif Kârlılığı” ve “Hisse Başına Defter Değeri” bağımsız değişkenlerinin, işlem bazlı manipülasyonun belirlenmesinde önemli finansal oranlar olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.1.2.7. İşletme Yönetiminin Yeteneği

Bir işletmenin fiziki ve beşeri kaynaklardan oluştuğu bilinmektedir. Tüm çalışanları kapsayan beşeri kaynakların başı olan yönetim kadrosunun sahip olduğu bilgi ve beceri işletme faaliyetlerini etkileyen temel unsurdur. İşletme faaliyeti sonuçlarının sağlanmasında kullanılan varlıkların en uygun şekilde düzenlenmesini ve idaresini sağlayan işletme yönetim kadrosu firma değerleri arasındadır (Aksoy, 1993: 61).

Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetim kadrolarının başarısına bağlıdır. Firma yönetim sürecinde alınan hatalı kararların ve bu kararların uygulanmasında yapılan hataların hisse senedinin fiyatını olumsuz etkilemesi olasıdır. Firma yönetim ekibindeki değişiklikler işletmenin geleceği ile ilgili risk ve getiriye etkilemektedir. Geçmiş performansı güçlü olan yönetim ekibindeki değişiklikler hisse senedi fiyatında düşmeye sebep olabilir (Sunde ve Sanderson, 2009: 190).

Yönetim hataları; mal üretimindeki ve hizmetlerdeki aksamalar, malların tüketiciye ulaştırılmasında yaşanan aksaklıklar sayılabilir. Yönetim hataları sonucu; firmanın satışları ve kârı azalabileceği gibi, riski de artabilir. Eğer firmaların zaman içerisinde karşılaştıkları olumlu fırsatları değerlendirecek yönetim kadrosu yoksa firmaların beklenen getirilerinde önemli azalmalar oluşabilir (Yörük, 2000: 21).

Yatırım yapılan işletmenin yönetim yetersizliğinden kaynaklanan ve yöneticilerin bilgi ve tecrübe eksikliği sonucunda ortaya çıkan yönetim riski (Kuğu, 2004: 146; Hiriyappa, 2008: 162) hissedarlara beklediği getiriye sağlayamayan işletme hisselerinin elden çıkarılmasına ve dolayısıyla hisse senedi fiyatının düşmesine sebep olur.

3.1.2.8. Finansal Raporlarda Sunulan Bilgilerin Kalitesi

Finansal raporlar, işletme sahiplerinin ve hissedarların gereksinim duyduğu bilgiyi almak için kullandıkları araçlardır. Finansal raporlar, finansal tablolardan daha geniş kapsamlıdır ve finansal tablolarla birlikte finansal tablolarda sunulamayan finansal olmayan verileri de kapsar (Aktaş, 2009: 11).

Finansal rapor terimi; bilanço, gelir tablosu, satılan malın maliyeti tablosu, öz kaynak değişim tablosu, net işletme sermayesi değişim tablosu, nakit akım tablosu ve fon

akım tablosunu kapsamaktadır. Bu tablolardan, bilanço ve gelir tablosu, dipnotları ve ekleri ile birlikte temel finansal tabloları (Lazol, 2008: 1), diğerleri ise ek finansal tabloları oluşturur (Örten ve Karapınar, 2007: 86; Lazol, 2008: 129).

Finansal raporlar, sadece kullanıcılar için değil, işletmenin piyasa fiyatının oluşması, şirket hakkındaki bilgilerin kamuya açıklanması gibi işlevleriyle ekonomiye katkı sağlamaktadır (Gençtürk, 2008: 60). Finansal raporlar, genel olarak işletmelerin mali durumlarını ve faaliyet sonuçlarını ortaya koymak, içinde bulunduğu risklerin değerlendirilmesi ve gelecekteki nakit akımlarını tahmin etmek amacıyla düzenlenir (Özkan ve Acar, 2010: 54).

Finansal araçların düzenlenme amaçlarına ulaşabilmeleri için, mali tablo kullanıcılarının ihtiyaç duyduğu bilgileri karşılaması gerekir. İşletmeyle ilgili menfaat sahiplerinin, işletme hakkında doğru, zamanında ve anlaşılabilir bir biçimde bilgilendirilmesi gerekir. Menfaat sahiplerinin ihtiyaç duyduğu bu bilgilerin çok büyük bir kısmı finansal tablolar aracılığıyla finansal raporlama kapsamında kamuoyuna sunulmaktadır (Arı, 2009: 409).

İşletme faaliyet sonuçları mali tablolarda sunulduğundan, mali tabloların şeffaf olması kamunun aydınlatılması açısından son derecede önemlidir. Kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın tam olarak sağlanabilmesi ise bilginin erişilebilir, ilgili, nitelikli, güvenilir olmasına ve bilgiyi kullanacak olanların sunulan bilgiye erişebilme ve bu bilgiyi kullanabilme yetkisine sahip olmasına bağlıdır.

Finansal raporlarda yer alan bilgilerin karar vericiler tarafından en iyi şekilde ve anında kullanılabilmesi için bu raporlarda yer alan bilgilerin kaliteli olması gerekir. Finansal bilgilerin kalitesini belirleyen özellikler; anlaşılabilirlik, ihtiyaca uygunluk, önemlilik, güvenilirlik (doğru gösterim, kanıtlanabilirlik, tarafsızlık, tam açıklama), zamanlama, tarafsızlık ve tekdüzeliktir (Bekçi ve Alkan, 2009: 6). Çünkü, sermaye piyasalarında sağlıklı fiyat oluşumu, şirket ile ilgili bilgilerin, tam, tarafsız, anlaşılır, doğru olarak, zamanında, hissedarlar, yatırımcılar ve diğer ilgililerin mümkün olduğunca eş zamanlı olarak erişebileceği yöntemle duyurulması ile mümkündür.

Günümüzde hissedarlar ve yatırımcılar güvenilir finansal bilgilere zamanında, doğru bir şekilde ve kolay ulaşmayı istemektedirler (Karasioğlu ve Eryiğit, 2005: 133).

Gelecekte finansal raporlama eşanlı, gerçek zamanlı ve ölçüm temeline dayalı olacaktır. Eşanlı ve gerçek zamanlı raporlamanın beş unsuru aşağıda sıralanabilir (Uyar ve Çelik, 2006: 94):

- i. Güvenilir bir sistemin oluşturulması,
- ii. Finansal bilginin kamuya açıklanmasında gerekli tüm yöntemlerin kullanılması,
- iii. Finansal ve finansal olmayan tüm bilgileri kamuya açıklanması,
- iv. Kurumsal hesap verebilirlik, yönetsel sorumluluk ve güçlü bir risk yönetimi,
- v. Şeffaf ve sürekli bir kamuyu aydınlatmadır.

Finansal raporların, işletmenin aynası olduğu ve işletmeyle ilgili tarafların işletme hakkında karar almalarını sağladığı varsayılır (Kalmış, 2007: 140). Yatırımcı, yatırım aşamasında karar vermeden önce finansal raporlarda sunulan bilgileri analiz ederek, karar verir. Sağlanan bu bilgiler yatırım kararının verilmesinde etkin rol oynar. Yatırımcı, sunulan bilgilerin sağlıklı ve güvenilir olduğuna inandığında yatırım kararı alacaktır. Aksi halde, yatırım kararından vazgeçecektir. Neticede, sunulan bilgiler piyasada karşılığını bulacak ve fiyatların değişmesine sebep olacaktır.

Çalışmanın sonraki bölümünde hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik faktörler üzerine literatürde yapılan çalışmalar değerlendirilecektir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER ÜZERİNE LİTERATÜR DEĞERLENDİRMESİ

Hisse senedi piyasalarında fiyat oluşumu şirketlerin geçmişteki performansına, gelecek hakkındaki beklentilere ve ekonominin gidişatına göre şekillenmektedir. Hisse senetlerinin fiyatı, yatırımcıların hisse senedinden beklediği getiri ve nakit akımları ile ilgili tahminlerini yansıtmaktadır ve bu tahminler hem ekonominin genel durumundan hem de dış ekonomik gelişmelerden etkilenmektedir.

Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki, bugüne kadar birçok araştırmaya konu olmuştur. Araştırmaların zamanı, yeri ve kullanılan değişkenlerin farklı olmasına bağlı olarak farklı sonuçlar veya görüşler ortaya çıkmış olmasına rağmen bu ilişkinin varlığı, araştırmaların genel olarak ortak sonucudur.

Literatürde hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılan ampirik çalışmaların çoğunluğu [Fama (1981, 1990), Geske ve Roll (1983), McQueen ve Roley (1993), Huang ve Kracaw (1984), Chen ve diğerleri (1986), Pearce ve Roley (1988), Abdullah ve Hayworth (1993), Thornton (1993), Mukherjee ve Naka (1995), Cheung ve Ng (1998), Nasseh ve Strauss (2000), Humpe ve Macmillan (2009)] özellikle ABD piyasası olmak üzere gelişmiş piyasalar için gerçekleştirilmiştir.

Hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılan ampirik çalışmalar önceleri gelişen piyasalarda pek az iken, son zamanlarda bu piyasalar üzerine ilgi artmış ve değişik gelişen piyasalar üzerine pek çok çalışma gerçekleştirilmiştir [Singapur için Mookerjee ve Yu (1997), Maysami ve Koh (2000), Güney Kore için Kwon ve diğerleri (1997), Kwon ve Shin (1999), Gong ve Mariano (1997), Melezya için Habibullah ve Baharumshah (1996), İbrahim (1999), İbrahim ve Aziz (2003), Brezilya için Adrangi ve diğerleri (2002), Yunanistan için Diacogniannis ve diğerleri (2001), Hindistan için Agrawalla ve Tuteja (2008), Avusturya için Chauduri ve Smiles (2004), Tayland için Brahmasrene ve Jiranyakul (2007)].

Özellikle son zamanlarda gelişen piyasalar üzerine gerçekleştirilen çalışmalar değişik grup piyasalar için incelenmiştir [Hong Kong, Singapur, Güney Kore ve Tayvan için Lee (1997); Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya için Hanousek ve Filler (2000); 19 gelişen piyasa için Muradoğlu ve diğerleri (2000); Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland için Wongbangpo ve Sharma (2002); Brezilya, Meksika, Arjantin ve Şile için Abugri (2008); Malezya, Kore, Tayland, Hong Kong, Japonya ve Avustralya için Wan Mahmud ve Dinniah (2009); 22 gelişmiş ve 19 gelişen piyasa için Tsouma (2009)].

Hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılan ampirik çalışmalarda farklı değişkenler kullanılmıştır: Bu konu üzerine odaklanan çalışmalar bu ilişkiyi para piyasasını temsil eden (para arzı, faiz oranı), mal piyasasını temsil eden (sanayi üretimi, gayri safi milli hasıla, gayri safi yurtiçi hasıla, işsizlik oranı, enflasyon oranı, TÜFE, dış ticaret dengesi, ihracat-ithalat, tüketim hacmi), sermaye piyasasını temsil eden (hisse senedi fiyatı ya da getirisi, bölgesel hisse senedi fiyat endeksi), küresel değişkenler (döviz kuru, petrol fiyatı, MSCI Dünya endeksi, S&P 500 endeksi) ve diğer değişkenler (bütçe açığı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları) açısından modellemiştir. Yapılan çalışmalarda araştırma yapılan ülkelerin makroekonomik koşullarına göre hisse senedini etkileyen makroekonomik göstergelerin farklılık gösterdiği görülmüştür.

Değişik piyasalar için değişik yöntemler kullanılarak farklı dönemlerde farklı makroekonomik değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu analizler sonucunda aynı ya da farklı piyasalar için aynı ya da farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin, para arzı Çek Cumhuriyeti, Gana, Singapur, Güney Kore ve Malezya için hisse senedini etkileyen önemli bir faktör olarak bulunurken, Türkiye için önemli bir faktör olmadığı tespit edilmiştir. Döviz kuru Türkiye, Güney Kore, Malezya için hisse senedi fiyatını açıklayan önemli bir faktör olduğu bulunurken, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti için önemli olmadığı tespit edilmiştir. Enflasyon oranı Türkiye için hisse senedi getirisi üzerinde etkisiz bir faktör iken, Güney Kore, Malezya ve Gana için önemli bir faktör olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Bilson ve diğerleri, 2001). Sanayi üretimindeki değişim Türkiye için hisse senedi getirisinde önemsiz bir faktör iken, Gana hisse senedi piyasası için (Frimpong, 2009), Malezya hisse senedi piyasası için (Kwon ve Shin, 1999),

çoğu gelişen piyasa için [Muradoğlu ve diğerleri (2000), Bilson ve diğerleri (2001)] önemli olduğu tespit edilmiştir.

Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılmış çalışmalar; gelişen piyasalar üzerine yapılmış çalışmalar, gelişmiş piyasalar üzerine yapılmış çalışmalar, Türkiye üzerine yapılmış çalışmalar ve pane veri modeli kullanılarak yapılmış çalışmalar başlığı altında incelenebilir.

4.1. Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar

Lee (1997), hisse senedi getirileri ile para arzı ve bütçe açığı arasındaki ilişkiyi 4 küçük Asya Kaplanı olarak bilinen Tayvan, Hong Kong, Singapur ve Güney Kore için inceledikleri çalışmada, para arzı ve bütçe açığının her 4 ülkede hisse senedi fiyatının Granger nedeni olduğu sonucunu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada hisse senedi fiyatı ile para arzı ve bütçe açığı arasında uzun dönem kontegrasyon ilişkisi saptanmıştır.

Maysami ve Koh (2000), Singapur hisse senedi piyasasının sanayi üretimi ile kontegrasyon ilişkisi olmadığını, enflasyon, para arzı, kısa ve uzun dönem faiz oranı ve döviz kuru ile kontegrasyon ilişkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Chiang ve Kee (2009), Singapur'da otelcilik sektöründe hisse senedi getirisi ile sanayi üretimi ve para arzındaki değişiklikler arasında pozitif ilişki olduğunu, döviz kuru, kısa ve uzun dönemli faiz oranı ve enflasyon arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Kwon ve Shin (1999), Güney Kore piyasasında döviz kuru, dış ticaret dengesi, para arzı ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatı arasında bütün halinde bir kontegrasyon ilişkisi bulmuşken, bu değişkenlerle tek başına bir kontegrasyon ilişkisine rastlamamıştır.

İbrahim ve Aziz (2003), Malezya'da hisse senedi fiyatı ile döviz kuru ve para arzı arasındaki uzun dönemli ilişkiyi negatif yönde, hisse senedi fiyatı ile sanayi üretimi ve TÜFE arasındaki uzun dönemli ilişkiyi pozitif yönde bulmuştur. Rahman ve diğerleri (2009) ise Malezya'da aynı ilişkiyi VAR modelini kullanarak incelediği çalışmalarında; hisse senedi fiyatları ile bütün makroekonomik değişkenlerin kontegre olduklarını ortaya koymuşlardır. Ayrıca çalışmada, Malezya hisse senedi piyasasının para arzı, döviz kuru ve

faiz oranına nispeten rezervler ve sanayi üretimi endeksi ile güçlü dinamik bir etkileşim içinde olduğu tespit edilmiştir.

Hanousek ve Filler (2000), Orta Avrupa (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya) hisse senedi piyasaları için gerçekleştirdikleri çalışmalarında makroekonomik değişkenlerdeki değişimler ile hisse senedi getirisindeki değişim arasında bir ilişki olmadığını ortaya koymuşlardır.

Diacogniannis ve diğerleri (2001), Atina hisse senedi piyasasında hisse senedi getirisinin enflasyon, üretim maliyeti, dış ticaret dengesi ve işsizlik gibi makroekonomik değişkenlerden etkilendiğini ortaya koymuştur. Patra ve Poshakwale (2006), Atina'da hisse senedi fiyatıyla enflasyon, para arzı ve ticaret hacmi değişkenleri arasında kısa ve uzun dönemli denge ilişkisi tespit ederken, döviz kuruyla herhangi bir ilişki tespit edememiştir.

Muradoğlu ve diğerleri (2000), 19 gelişen piyasada hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini inceledikleri çalışmada, yerel değişkenler olarak; yerel piyasa hisse senedi getirisi, enflasyon, sanayi üretim endeksi, döviz kuru ve faiz oranı, küresel değişken olarak ise dünya piyasa portföyünü ve piyasa liberalizasyon derecesini kontrol eden S&P 500 endeksi getirisi kullanılmıştır. Muradoğlu ve diğerleri (2000), 1976-1997 dönemi Çin, Arjantin ve Brezilya'da enflasyon ve faiz oranını, Pakistan ve Zimbabve'de sadece faiz oranını hisse senedi getirisinin nedenseli olarak bulmuştur. Brezilya, Kolombiya, Yunanistan, Güney Kore, Meksika ve Nijerya gibi ülkelerde döviz kuru hisse senedi getirisini etkilediğini ve sadece Kolombiya, Meksika ve Portekiz'de yerel hisse senedi getirilerinin S&P 500 endeksini takip ettiğini bulmuştur.

Bilson ve diğerleri (2001), 20 gelişen piyasada (6 Latin Amerika ülkesi, 8 Asya ülkesi, 3 Avrupa ülkesi, 1 Ortadoğu ülkesi, 2 Afrika ülkesinde MSCI hisse senedi getirisi ile para arzı (M1), TÜFE, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, döviz kuru Türkiye, Güney Kore, Malezya için hisse senedi fiyatını açıklayan önemli bir faktör olduğu bulunurken, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti için önemli olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmada, enflasyon oranı Türkiye için hisse senedi getirisi üzerinde etkisiz bir faktör olduğu tespit edilirken, Güney Kore, Malezya ve Gana için önemli bir faktör olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Adrangi ve diğerkleri (2002), Brezilya piyasasında hisse senedi getirisi ile enflasyon arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada hisse senedi getirisi ve TÜFE'nin hem sanayi üretim endeksi ile hem de birbirleriyle güçlü bir kontegrasyon ilişkisinin olduğu ortaya koyulmuştur.

Wongbangpo ve Sharma (2002), ASEAN üyesi beş ülkede (Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland) hisse senedi getirisi ile GSMH, para arzı ve döviz kuru arasında pozitif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada, TÜFE ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilirken, faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında, Filipinler, Singapur ve Tayland piyasalarında negatif yönlü ilişki ortaya koyulmuştur.

Fifield ve diğerkleri (2002), 13 gelişen piyasa için hisse senedi getirisini açıklayan yerel değişkenler (GSYİH, enflasyon, dış ticaret dengesi ve faiz oranı) ve küresel değişkenler (dünya sanayi üretimi, petrol fiyatı, ABD faiz oranı, dünya hisse senedi piyasa getirisi ve dünya enflasyonu) arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, küresel faktörlerin gelişen piyasalarda hisse senedi getirisini açıklayan önemli faktörler olduğunu, ayrıca yerel faktörlerin de kritik role sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Agrawalla ve Tuteja (2008), Hindistan'da sanayi üretiminden hisse senedi fiyatına doğru tek yönlü bir nedensellik tespit etmişlerdir. Durai ve Bhaduri (2009), Hindistan hisse senedi piyasasında hisse senedi getirisi ile TÜFE ve sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkiyi wavelet analizini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada, enflasyonun hisse senedi getirisi ile negatif, sanayi üretimiyle pozitif ilişkili olduğunu saptamışlardır. Çalışmada ulaşılan hisse senedi getirisiyle enflasyon arasındaki kısa ve orta dönemdeki negatif güçlü ilişki, Fama (1981)'in uzun dönemde ulaştığı sonucu destekler niteliktedir.

Chauduri ve Smiles (2004), Avusturya piyasasında hisse senedi fiyatı ile makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli ilişki tespit etmişlerdir. Diğer taraftan bu çalışmada ABD ve Yeni Zelanda piyasalarındaki hisse senedi getirindeki değişimin Avusturya piyasasındaki hisse senedi getirisini önemli bir düzeyde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Brahmasrene ve Jiranyakul (2007), Tayland hisse senedi piyasası için hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırmalarının

sonucunda, hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli kontegrasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada hem kontegrasyon hem de nedensellik testlerinde sanayi üretim endeksi, döviz kuru, enflasyon ve petrol fiyatının hisse senedi getirisini negatif yönde etkilediği tespit edilirken, para arzında ise bu etkinin pozitif yönde olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Abugri (2008)'nin 4 Latin Amerika ülkesindeki (Brezilya, Meksika, Arjantin ve Şili) hisse senedi getirileri üzerinde etkili olabilecek kilit makroekonomik göstergeleri belirlemek amacıyla gerçekleştirdiği çalışmada, söz konusu etkileri vector autoregressive (VAR) modeli ile test edilmiştir. Makroekonomik göstergeler olarak döviz kuru, faiz oranı, sanayi üretimi ve para arzının (M1) kullanıldığı çalışmada, Morgan Stanley Capital International (MSCI) dünya endeksi ve ABD 3 aylık hazine bonosu faiz oranı küresel değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada küresel faktör olarak ele alınan değişkenlerin bütün piyasalarda hisse senedi getirisini etkileyen faktörler olduğu, ülke faktörlerinin ise değişen önem ve büyüklükte hisse senedini getirisini etkilediği saptanmıştır. Hatta çalışmada küresel faktörlerin yerel faktörlerden daha önemli olduğu saptanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre; Brezilya için döviz kuru, para arzı ve faiz oranı ile hisse senedi getirisi negatif yönlü, MSCI dünya endeksi ve sanayi üretimi ile pozitif yönlü ilişkiye sahiptir. Arjantin için faiz oranı, para arzı ve faiz oranı ile hisse senedi getirisi negatif yönlü, MSCI dünya endeksi ile pozitif yönlü ilişkiye sahiptir. Şile ve Brezilya için faiz oranı ile hisse senedi getirisi negatif yönlü, MSCI dünya endeksi ve sanayi üretimi ile pozitif yönlü ilişkiye sahiptir. Meksika için hisse senedi getirisi ile faiz oranı negatif yönlü, MSCI dünya endeksi ile pozitif yönlü ilişkiye sahiptir.

Wan Mahmud ve Dinniah (2009), Malezya, Güney Kore, Tayland, Hong Kong, Japonya ve Avustralya'dan oluşan 6 Asya Pasifik Ülkeleri için hisse senedi fiyatı ile döviz kuru, TÜFE, sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkiyi Engle ve Granger (1987) ve Johansen ve Juselius (1990) tekniklerini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada, sadece dört ülke üzerinde (Japonya, Kore, Hong Kong ve Avusturya) hisse senedi fiyatı ile bu değişkenler arasında uzun dönemli denge ilişkisi bulunurken, Hong Kong ve Tayland hariç diğer ülkelerin tamamında kısa dönemli ilişki tespit edilmiştir. Tayland'da sadece döviz kuru ile hisse senedi fiyatı arasında bir ilişki bulunurken, Hong Kong'da sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatı arasında önemli bir kontegrasyon ilişkisi tespit edilmiştir.

Tsouma (2009), 22 gelişmiş ve 19 gelişen piyasada hisse senedi getirisinden ekonomik değişkenlere doğru tek yönlü güçlü bir pozitif ilişki bulmuştur. Çalışmada, gelişmiş ve gelişen piyasalar karşılaştırıldığında, gelişen piyasaların yarısından fazlasında ekonomik değişkenlerin gelecekteki hisse senedi getirisi ile ilgili bilgileri içerdiği, aynı bulgunun önemsiz sayıda gelişmiş piyasa için geçerli olduğu tespit edilmiştir. Hisse senedi getirisinden ekonomik değişkenleri tahmin etme yeteneği gelişmiş piyasalara nispeten, gelişen piyasalarda daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, Çin ve Filipinler hariç diğer bütün gelişmiş ve gelişen piyasalarda hisse senedi getirisinin sanayi üretimi ile pozitif ilişkili olduğu ortaya koyulmuştur.

Pilinkus (2009), 40 makroekonomik ve finansal değişken ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi Litvanya'da Granger (1969) nedensellik testini kullanarak incelediği çalışmalarında; bazı değişkenlerin (GSYİH, net ihracat, doğrudan yabancı yatırım) hisse senedi fiyatını etkilediğini, bazı değişkenlerin (maddi yatırım, inşaat yatırım hacmi) hisse senedi fiyatından etkilendiğini, bazı değişkenler (para arzı, ödemeler dengesi) ile hisse senedi getiri arasında ise iki yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Pilinkus (2010) ise Baltık ülkeleri (Litvanya, Letonya ve Estonya) hisse senedi piyasasında hisse senedi getirisi ile GSYİH, işsizlik, doğrudan yabancı yatırım, TÜFE, para arzı, ihracat-ithalat, dış ticaret dengesi, dış borç ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ve Johansen cointegration testi kullanarak araştırmıştır. Çalışmada, hisse senedi getirisi ile GSYİH, ithalat ve dış borç arasında bir ilişki bulunmamışken, diğer değişkenlerle arasında ilişki tespit edilmiştir.

Mohammad ve diğerleri (2009), Pakistan için gerçekleştirdikleri çalışmalarında döviz kuru ve rezervinin hisse senedi fiyatını önemli derecede etkilediği, sanayi üretimi ve gayri safi sermaye oluşumu gibi diğer değişkenlerin etkilemediği bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada faiz oranı ve para arzının hisse senedi fiyatını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ali ve diğerleri (2010) ise araştırmalarının sonucunda hisse senedi getirisi ile kullanılan makroekonomik göstergeler arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edememiştir.

García ve Juárez (2010) 3 Latin Amerika ülkesi (Brezilya, Şile ve Meksika) hisse senedi fiyat endeksi üzerinde Çin ve Amerika makroekonomik değişkenlerinin etkisini incelediği çalışmasında, özellikle Çin olmak üzere, ABD makroekonomik değişkenlerinin Latin Amerika hisse senedi endeksleri ile kontegre olduğu, Çin makroekonomik

değişkenlerinin Meksika ve Şile hisse senedi endeksine sebep olurken, ABD makroekonomik değişkenlerinin Meksika ve Brezilya hisse senedi endeksine sebep olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada, sanayi üretiminin hisse senedi endeksi getirisini açıklayan temel değişken olduğu, faiz oranının ise endeks getirisiyle negatif ilişkili olduğu saptanmıştır.

Schätz (2010), 10 gelişen piyasa sektör endeksi üzerinde makroekonomik değişkenlerin etkisini incelediği çalışmasında, teorik beklentilerin aksine incelenen sektörlerin çoğunun ürün fiyatlarının yükselmesinden fayda sağladığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca çalışmada, ABD sanayi üretim endeksinin ve Dow Jones endeksinin her bir sektör endeksini etkilediği, hammadde ve finansal sektörler hariç diğer sektörlerde sektör endekslerinin ABD TÜFE ile ters yönlü bir ilişkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Wang (2010a), Çin'deki hisse senedi getirisi ile GSYİH, TÜFE, faiz oranı arasındaki ilişkiyi EGARCH ve VAR modellerini kullanarak incelediği çalışmalarında, enflasyonla hisse senedi fiyatı arasında iki yönlü, hisse senedi fiyatından faiz oranına doğru tek yönlü bir ilişki tespit edilirken, GSYİH ile hisse senedi fiyatı arasında herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir. Çalışmada, enflasyon hariç diğer makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatını etkilemediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Wang (2010b), Rusya, Çin ve Japonya hisse senedi piyasasında ile petrol fiyatı, GSYİH ve sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi VAR modelini kullanarak incelediği çalışmasında, makroekonomik faktörler ile hisse senedi fiyatı arasındaki uzun dönem denge ilişkisi Rusya için tespit edilirken, Çin ve Japonya için bu bulguya rastlanmamıştır.

Wang ve Lim (2010), Avusturya hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi 11 sektör üzerinde Mart 2000-Aralık 2007 dönemi için inceledikleri çalışmalarında makroekonomik faktörlerin endüstri hisse senedi getirisini belirleyen önemli bir faktör olduğu, endüstri getirisi ile döviz kuru ve piyasa getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, ancak teori ve uygulamaların aksine işsizlik oranının endüstri getirisi ile önemli ve pozitif ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Filis (2010), Yunanistan hisse senedi piyasasında hisse senedi fiyatı ile TÜFE, sanayi üretimi, petrol fiyatı arasındaki ilişkiyi VAR testi ve VECM modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada, uzun dönemde petrol fiyatı ve sermaye piyasasının TÜFE üzerinde pozitif etkide bulunduğu, petrol fiyatının hisse senedi fiyatı üzerinde negatif etkide bulunduğu, petrol fiyatının sanayi üretimi ve TÜFE üzerinde bir etkide bulunmadığı, sanayi üretimiyle hisse senedi fiyatı arasında bir ilişkinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Rasiah (2010), Malezya hisse senedi piyasasında 1980:1-2006:12 dönemi için hisse senedi getirisi ile para arzı (M1), döviz kuru, TÜFE, sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkiyi Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990), VECM ve VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Rasiah (2010), sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir (Geske ve Roll (1963), Chen ve diğerleri (1986), Fama (1990), Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için; Wongbangpo ve Sharma (2002) ASEAN üyesi 5 ülke için; Paul ve Mallik (2003) Avusturya için; İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için; Abugri (2008) 4 Latin Amerika ülkesi için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için; Tsouma (2009) değişik gelişmiş ve gelişen piyasalar için; Wan Mahmud ve Dinniah (2009) Hong Kong için; Durai ve Bhaduri (2009)'in Hindistan için buldukları sonuçları destekler nitelikte)]. Ayrıca çalışmada, hisse senedi getirisi ile para arzı arasında pozitif yönlü bir ilişki [Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için; García ve Juárez (2010)'in Brezilya, Şile ve Meksika için buldukları sonuçları destekler nitelikte)], döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü ilişkinin varlığı [Solnik (1987) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için; Frimpong (2009) Gana için; Wang ve Lim (2010)'nın Avusturya için buldukları sonuçları destekler nitelikte] ve TÜFE ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki [Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için buldukları sonuçları destekler nitelikte)] tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada belirli makroekonomik değişkenlerin (TÜFE, para arzı ve döviz kuru) hisse senedi fiyatının değişkenliğinde baskın bir etkiye sahip olduğuna yönelik bulguya ulaşılmıştır.

Sharma ve Mahendru (2010), Hindistan hisse senedi fiyat endeksi üzerinde makroekonomik değişkenlerinin etkisini (Galton, 1877) modelini kullanarak Ocak 2008-

Ocak 2009 dönemi için incelediği çalışmasında döviz kuru ve altın fiyatının hisse senedi fiyatı üzerindeki güçlü etkisini bulurken, döviz rezervinin ve enflasyonun etkisini ise sınırlı düzeyde bulmuşlardır.

Manish ve Aggarwal (2011) ise Hindistan hisse senedi fiyat endeksi üzerinde ABD ve Hindistan makroekonomik değişkenlerinin etkisini ANOVA testini kullanarak incelediği çalışmasında, ABD'nin GSYİH, S ve P 500 endeksi ve Hindistan'nın TÜFE, bütçe açığı, altın fiyatı, sanayi üretimi ve döviz kuru değişkenlerinin hisse senedi endeksini etkilediğini saptamışlardır.

4.2. Gelişmiş Piyasalarda Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar

Gelişmiş piyasalar üzerinde yapılmış çalışmalar daha çok ABD hisse senedi piyasasını için gerçekleştirilmiştir. Fama (1981), hisse senedi fiyatı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ABD için Regresyon, korelasyon tekniklerini kullanarak inceledikleri çalışmada, faiz oranı, sanayi üretimi ve para arzı ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif ilişki tespit ederken, enflasyon ile negatif ilişki tespit etmiştir. Geske ve Roll (1983), ABD'de hisse senedi getirisi ile enflasyon ve faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Çalışma hisse senedi getirisi ile enflasyon arasındaki negatif yönlü bir ilişkinin varlığını enflasyonun daha yüksek para genişleme oranına işaret olarak algılanmasına bağlamıştır. Huang ve Kracaw (1984), Reel GSMH, istihdam ile Standard and Poors 500 endeksi arasındaki ilişkiyi ABD'de GSMH ve istihdamdaki değişikliğin hisse senedi getirisinin Granger nedeni olduğunu tespit etmişlerdir. Pearce ve Roley (1985), ABD'de hisse senedi fiyatı ile para politikası arasında negatif bir ilişki bulunurken, enflasyon ve TÜFE, işsizlik oranı, sanayi üretimi ve faiz oranı ile arasında ise bir ilişki tespit etmemişlerdir. Chen ve diğerleri (1986), ABD'de sanayi üretiminin ve faiz oranlarının hisse senedi getirisini açıklama gücü güçlü bulunurken, enflasyonun açıklama gücünü zayıf bulmuştur. Ayrıca, bu çalışmada hisse senedi getirinin açıklamada kişi başına reel üretim ve petrol fiyatının önemli bir değişken olmadığı tespit edilmiştir.

McQueen ve Roley (1993), ABD'de özellikle, ekonominin güçlü olması durumunda hisse senedi piyasasının faiz oranındaki yükselmeden dolayı reel ekonomik faktörlere negatif yönlü bir tepki gösterdiğini, zayıf ekonomide ise durumun tersine

olduğunun bulgusuna ulaşmışlardır. Bu sonuç önceki çalışmalardan farklı bir durumun ortaya çıkmasına ve makroekonomik faktörlerin önemli olmadığını ortaya koymuştur. Hashemzadeh ve Taylor (1988), ABD piyasasında para arzındaki değişimin hisse senedi fiyatında değişkenliğe sebep olduğunu ve faiz oranından hisse senedi fiyatına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Ratanapakorn ve Sharma (2007), ABD’de hisse senedi fiyatıyla uzun dönemli faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki, para arzı, sanayi üretimi, enflasyon, döviz kuru ve kısa dönemli faiz oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

Mukherjee ve Naka (1995), Japonya’da hisse senedi getirisiyle döviz kuru, para arzı, devlet tahvili faiz oranı ve sanayi üretimi arasında pozitif, kredi faiz oranı ve enflasyon ile negatif ilişki bulunmuştur. Najand ve Noronha (1998), Japonya’daki enflasyonun hisse senedi getirisini negatif yönde etkilediğini, enflasyonun faiz oranı ve sanayi üretimini tahmin etmede kullanılabileceğinin bulgusuna ulaşmışlardır.

Gjerde ve Sættem (1999), Norveç’te reel faiz oranındaki değişikliklerin hisse senedi getirisini negatif yönde ve önemli düzeyde etkilediğini, hisse senedi piyasasının petrol fiyatlarındaki değişime duyarlı olduğunu ortaya koymuştur. Çalışmada hisse senedi getiriyle sanayi üretimi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Nasseh ve Strauss (2000), Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İsviçre, İngiltere için VAR ve Engle ve Granger (1987) kontegrasyon tekniğini kullanarak Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İsviçre, İngiltere’de makroekonomik değişkenler ile hisse senedi fiyatı arasında güçlü kontegrasyon ilişkisine rastlamıştır. Çalışmada İngiltere için hisse senedi fiyatındaki uzun dönemli değişimi açıklayan önemli değişkenin sanayi üretim endeksi olduğu, diğer beş ekonomide ise faiz oranı ve sanayi üretiminin önemli değişken olduğu saptanmıştır. Ayrıca çalışmada, İngiltere hisse senedi piyasasının diğer ekonomilerle güçlü entegrasyon ilişkisinin olmaması nedeniyle çeşitlendirme fırsatı sunduğu düşünülmektedir.

Merikas ve Merika (2006), Almanya’da istihdam büyümesinin hisse senedi getirisini negatif ve enflasyonu ise pozitif etkilediği bulunmuştur. İstihdam büyümesi ile hisse senedi getirisi arasındaki bu ters yönlü ilişki istihdam artışının toplam talebi artırarak bu sayede enflasyonu artırmasına bağlanmıştır. Ayrıca çalışmada hisse senedi getirisinin GSYİH ile pozitif yönlü ilişkili olduğu saptanmıştır.

Samitas ve Kenourgios (2007), 4 yeni AB ülkesi (Polonya, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Macaristan) ve 4 eski AB ülkesi (İngiltere, İtalya, Fransa, Almanya) için ABD'nin bütün AB ülkeleri açısından dış küresel etki faktörü ve Almanya'nın ise sadece yeni AB ülkeleri açısından ekonomik etki faktörü olarak seçildiği çalışmada, yeni AB hisse senedi piyasalarının Amerikan hisse senedi piyasasıyla entegre olmadığından yabancı yatırımcılar için çeşitlendirme fırsatı sağladığı saptanmıştır. ABD ve Ortadoğu Avrupa piyasalarının getiri korelasyonunun düşüklüğü birbirine bağımlı olmadığı, kısa ve uzun dönem yatırımcılar için çeşitlendirmenin yararlı olacağı saptanmıştır. Diğer taraftan yeni AB piyasalarının eski AB piyasaları ile yükselen trendde entegre olmaya başladığı, yeni AB ülkelerinin hisse senedi piyasaları üzerinde Almanya faktörünün ABD faktöründen daha baskın olduğu saptanmıştır.

Liu ve Shrestha (2008), Almanya'da Ocak 1992-Aralık 2001 dönemi için GARCH modelini kullanarak hisse senedi fiyatıyla sanayi üretimi ve GSMH [Geske ve Roll (1983), Huang ve Kracaw (1984), Chen ve diğerleri (1986), Fama (1990), Abdullah ve Hayworth (1993) ve Humpe ve Macmillan (2009) ABD için; Nasseh ve Strauss (2000) İngiltere için; Paul ve Mallik (2003) Avusturya için; Merikas ve Merika (2006) Almanya için; Agrawalla ve Tuteja (2008) Hindistan için; Tunalı (2010)'nın Türkiye için buldukları sonucu destekler nitelikte] ve para arzı [Abdullah ve Hayworth (1993) ve Ratanapakorn ve Sharma (2007) ABD için; Cheung ve Ng (1998) Japonya ve ABD için; Tunalı (2010)'nın Türkiye için buldukları sonucu destekler nitelikte] arasındaki uzun dönemli ilişki pozitif yönlü tespit ederken, enflasyon oranı [Fama (1981), Geske ve Roll (1983) ve Flannery ve Protopapadakis (2002) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) ve Najand ve Noronha (1998) Japonya için; Adrangi ve diğerleri (2002) Brezilya için; Gençtürk (2009) Türkiye için; Schätz (2010)'in 10 gelişen piyasa için buldukları sonucu destekler nitelikte], faiz oranı [Hashemzadeh ve Taylor (1988) ve Ratanapakorn ve Sharma (2007) ABD için; Gjerde ve Sættem (1999) Norveç için; Abugri (2008) Şile ve Brezilya için; Mohammad ve diğerleri (2009) Pakistan için; Büyükşalvarcı (2010) Türkiye için; García ve Juárez (2010)'in Brezilya, Şile ve Meksika için buldukları sonucu destekler nitelikte] ve döviz kuru [İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için; Akkum ve Vuran (2005) Türkiye için; Abugri (2008) Brezilya için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için buldukları sonucu destekler nitelikte] ile negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Humpe ve Macmillan (2009), ABD için hisse senedi fiyatının sanayi üretimi ile pozitif, TÜFE ve uzun dönemli faiz oranı ile negatif yönlü bir kontegrasyon ilişkisi içinde olduğunu saptamıştır. Çalışmada hisse senedi fiyatı ile para arzı arasında pozitif ancak önemsiz bir ilişki tespit edilmiştir. Japonya için çift yönlü bir kontegrasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Hisse senedi fiyatlarının sanayi üretimi tarafından pozitif, para arzı tarafından ise negatif olarak etkilendiği ortaya koyulmuştur. Diğer kontegrasyon ilişkisinde ise sanayi üretiminin TÜFE ve uzun dönemli faiz oranı ile negatif ilişkili olduğu saptanmıştır. Gregoriou ve diğerleri (2009), ABD hisse senedi piyasası için makroekonomik değişkenlerinin etkisini ARCH modelini kullanarak incelediği çalışmada, uzun dönem hisse senedi getirisi ve enflasyonun tüketim tarafından etkilendiği, para arzının tüketim kanalıyla hisse senedi getirisi ve enflasyonu etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır.

Laopodis (2010), Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD’de hisse senedi fiyatlarının sanayi üretimi ve faiz oranından etkilenmediği, ticaret hacmi ve petrol fiyatından ise etkilendiğini saptamıştır.

4.3. Türkiye Sermaye Piyasasında Hisse Senedi Getirisi ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki Üzerine Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de İMKB endeksi ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki değişik dönemler için, değişik analiz yöntemleri kullanılarak araştırılmıştır. Farklı araştırmalarda, İMKB endeksi ile GSMH, faiz oranı, döviz kuru, para arzı, bütçe açığındaki azalışlar, ihracat, kapasite kullanım oranı, cari işlemler dengesi, enflasyon ve sanayi üretim endeksi arasında ilişki tespit edilmiştir.

Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), 1987:01-2001:12 dönemi için cari işlemler dengesi, döviz kuru, A.B.D. hisse senedi fiyat endeksi ve uluslararası sermaye akımları gibi küresel faktörlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisini hata düzeltme modelinden (ECM) yararlanarak araştırdıkları çalışmalarının sonucunda, İMKB bileşik endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler dengesi arasında anlamlı ve negatif yönlü ilişki bulunmuştur.

Erdem ve diğerleri (2006), makroekonomik değişkenlerle İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi EGARCH ile inceledikleri araştırmalarında, faiz oranı, döviz kuru ve M1 para arzından İMKB 100 endeksine tek yönlü nedensellik olduğunu tespit etmişlerdir.

Çağlı ve diğerleri (2010), Gregory ve Hansen (1996) kontegrasyon testi kullanarak hisse senedi fiyatlarının sanayi üretimi, GSYH ve petrol fiyatı ile kontegrasyon ilişkisi olduğunu, enflasyon oranı ile kontegrasyon ilişkisi olmadığını ortaya koymuşlardır.

Büyükşalvarcı (2010), İMKB’de hisse senedi getirisiyle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Arbitraj Fiyatlandırma Teorisini (AFT) kullanarak analiz etmişlerdir. Araştırmalarının sonucunda, sanayi üretimi, faiz oranı, petrol fiyatı ve döviz kurunun hisse senedi getirisiyle negatif ilişkili olduğu bulunurken, para arzı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya koyulmuştur. Ayrıca çalışmada enflasyon ve altın fiyatının hisse senedi getirisi üzerinde herhangi bir etkide bulunmadığını saptamışlardır.

Tunalı (2010), İMKB’de Ocak 2002-Ağustos 2008 dönemi için Granger nedensellik Testi ve Johansen ve Juselius (1990) ve VAR model testini kullanarak hisse senedi getirisi ile kullanılan bütün makroekonomik faktörler arasında uzun dönem ilişkisine rastlanmıştır. Ayrıca çalışmada nedensellik testine göre, hisse senedi getirisiyle Dow Jones sanayi ortalaması ve sanayi üretimiyle çift yönlü nedensellik, döviz kuru, petrol fiyatı, para arzı, ithalat, toplam kredi hacmi ve TÜFE’ye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. VAR modeli testine göre döviz kuru [İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için; Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002) Türkiye için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Taylan için; Abugri (2008) Brezilya için; Liu ve Shrestha (2008) Almanya için bulunduğu sonuçları destekler nitelikte], faiz oranı [Geske ve Roll (1983) ABD için; Gjerde ve Saettem (1999) Norveç için; Papapetrou (2001) Yunanistan için; Wongbangpo ve Sharma (2002) Filipinler, Singapur ve Tayland için; Paul ve Mallik (2003) Almanya için buldukları sonunucu destekler nitelikte] ve hisse senedi getirisi arasında negatif bir ilişki tespit edilirken, sanayi üretimi [(Wongbangpo ve Sharma (2002) ASEAN üyesi 5 ülke için; Merikas ve Merika (2006) Almanya için; Durai ve Bhodari (2009) Hindistan için; Tsouma (2009) değişik piyasalar için; Humpe ve McMillan (2009) ABD ve Japonya için buldukları sonucu destekler nitelikte], toplam kredi hacmi, ithalat, altın fiyatı, para arzı [Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için; Rasiah (2010) Malezya için buldukları sonucu destekler nitelikte], net döviz rezervi, petrol fiyatı, Dow Jones sanayi ortalamasıyla ise pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

4.4. Panel Veri Analizi Kullanılarak Yapılan Çalışmalar

Liang ve Liang (2009), G-7 ülkelerinde 1998-2007 dönemini kapsayan, GMM-SYS panel veri modelini kullanarak hisse senedi fiyatı ile TÜFE, GSYİH ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini incelediği çalışmasında, hisse senedi fiyatından faiz oranına doğru, GSYİH'dan hisse senedi fiyatına doğru ve TÜFE'den hisse senedi fiyatına doğru iki yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit ederken, TÜFE'den GSYİH'ya doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

Celov ve Grigaliuniene (2010), AB yeni üyeleri, Doğu Avrupa gelişen piyasa ülkeleri (Litvanya, Letonya, Estonya, Romanya, Bulgaristan, Macaristan, Slovenya, Slovakya, Çek Cumhuriyeti ve Polonya) hisse senedi piyasalarında hisse senedi getirisi ile 3 grup değişken arasındaki ilişkiyi 2000-2009 dönemi için panel veri modelini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmada piyasa verileri (hisse senedi getirisi, kapitalizasyon), piyasa duyarlılığı verileri (ekonomik duyarlılık göstergesi, TÜFE, endüstri güven endeksi) ve diğer değişkenler (ihracat ve ithalat, reel ve nominal döviz kuru, enflasyon, M2 para arzı, işsizlik oranı, sanayi üretimi, endüstri getiri endeksi) kullanılmıştır. Çalışmada faiz oranı, sanayi üretim endeksi, ihracat-ithalat, endüstri getiri oranı ve piyasa duyarlılık göstelerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin uzun dönemde önemli olduğu ancak kısa dönemde önemsiz olduğu ortaya koyulmuştur.

Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların ortak noktası; bu çalışmaların özellikle ABD olmak üzere gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, piyasalar üzerine yapılan çalışmaların kıt oluşudur. Ayrıca, hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ulaşılan çelişkili sonuçlar ve özellikle son zamanlarda gelişen piyasalar üzerine gerçekleştirilen çalışmaların değişik grup piyasalar için incelenmesi bu çalışmaların diğer ortak noktalarını oluşturmaktadır.

Bir sonraki bölümde hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasında ampirik bir ilişkinin olup olmadığı test edilmektedir. Bu ilişkinin varlığı panel veri analizi kullanılarak 1994-2009 dönemine ilişkin olarak analiz edilmektedir. Ampirik analiz, Türkiye dâhil toplam 22 gelişen piyasayı kapsamaktadır. Hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik faktörler üzerine yapılan çalışmalar Ek Tablo'da özetlenmiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. GELİŞEN PİYASALARDA HİSSE SENEDİ GETİRİSİNİ ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE BİR İNCELEME: PANEL VERİ ANALİZİ

Hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik değişkenler, çalışmanın üçüncü bölümünde teorik olarak ayrıntılı biçimde açıklanmıştır. Bu bölümde ise, hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasında ampirik bir ilişkinin olup olmadığı test edilmektedir. Bu değişkenler arasındaki ilişki, serilerin hem zaman boyutunu hem de kesit boyutunu birlikte dikkate alan panel veri analizi kullanılarak 1994-2009 dönemine ilişkin olarak analiz edilmektedir. Ampirik analiz, Türkiye dâhil toplam 22 gelişen piyasayı kapsamaktadır.

Bu bölümde önce literatür dikkate alınarak gelişen piyasalarda hisse senedi getirisini etkilediği düşünülen ve modelde yer verilecek değişkenler tanımlanmakta, çalışmanın veri seti ve modeli üzerinde durulmakta, çalışmada kullanılan panel regresyon analizi ve panel birim kök testleri teorik açıdan tanıtılmaktadır. Daha sonra modele ilişkin elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

5.1. Araştırmanın Konusu, Amacı ve Kapsamı

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Hisse senedi riskli bir yatırım aracı olduğu için kurumsal ve bireysel yatırımcılar, özellikle portföy yöneticileri ve hedge fonların yöneticileri risklerden korunmak ve daha fazla gelir elde edebilmek için hisse senedi getirisini etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilienirler.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bilinmesi, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir. Başarılı bir yatırım stratejisi gütmek isteyen yatırımcı, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarını etkileyen bu faktörleri göz önünde tutmalıdır. Çünkü bu faktörlerdeki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları da değişim gösterecektir. Böylece, hem yatırımcıların

sağlıklı kararlar alması hem de finansal piyasaların etkinliğini artırma amacına yönelik politikaların daha başarılı olması için bazı bilimsel dayanaklar da elde edilmiş olmaktadır. Yatırımcıların sağlıklı karar alması hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve sağlam bir şekilde bilinmesine bağlıdır. İşte bu noktada, yatırımcı hisse senedi fiyatını etkileyen faktörleri dikkate almazsa, vereceği yatırım kararında hataya düşecektir. Bu durumda başarılı bir yatırım stratejisi güdülmemiş olacaktır.

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 piyasalarındaki dalgalanmaların tahmin edilmesi sermayenin bütçelenmesi ve uygun portföylerin oluşturulması açısından büyük önem taşımaktadır. Makroekonomik değişkenler kullanılarak daha iyi tahminler yapılmasının yatırımcıların yatırım kararlarını olumlu bir şekilde etkileyeceği ve sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlayacağı da yadsınamaz bir gerçektir.

Hisse senedi fiyatlarını tahmin etmede temel olarak iki yöntem kullanılmaktadır: Temel analiz ve teknik analiz. Hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan en kapsamlı yöntem temel analizdir. Temel analizde hisse senetlerinin fiyatını temel ekonomik faktörler belirler. Temel analiz, bir menkul değer veya hisse senedinin fiyatını yalnızca ekonomik faktörlere bağlamaktadır (Taner ve Akkaya, 2009: 184). Temel analizde hisse senetlerinin değerine etki edebilecek bütün olası faktörler dikkate alınarak hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanmasına çalışılır (Özçam, 1996: 9-10). Temel analizde, hisse senedinin değerini etkileyebilecek faktörler üç ana başlık altında toplanarak incelenebilir: a) ekonomi analizi, b) endüstri analizi, c) firma analizidir (Dağlı, 2009: 189).

Dolayısıyla bu yöntemde önce, genel ekonomik durum, sonra sırasıyla sektör ve şirketin mali durumu analiz edilir. Bu analizlerin sonucunda hisse senedinin risk ve getiri ilişkisi ortaya konur ve çeşitli yöntemler yardımıyla gerçek değeri hesaplanır. Hesaplanan gerçek değer piyasa değerinden daha yüksek ise hisse senedi satın alınır; aksi halde satın alınmaz veya elde tutuluyorsa satılır (Başoğlu ve diğerleri, 2001; 467). Bu kapsamda temel

analizin amacı hisse senedinin gerçek değerini, hisse senedinin değerini etkileyebilecek bütün olası faktörleri dikkate alınarak hesaplamak ve bu değeri hisse senedinin piyasa değeri ile karşılaştırarak yatırım yapıp yapmama konusunda karar vermektir.

Hisse senedi değerlemesinde temel analizin yanı sıra kullanılan diğer bir yöntem de teknik analiz yöntemi olarak bilinmektedir. Teknik analiz yönteminde hisse senedine ilişkin değerlendirme yapılırken temel analizde olduğu gibi ekonomi, sektör ve firma ile ilgili faktörlerin gözden geçirilmesi söz konusu olmadığı, sadece geçmiş dönem fiyat verilerinin dikkate alındığı bir analiz yöntemidir. Teknik analizciler belirli piyasa verilerini kullanarak hisse senedi fiyatlarının ve piyasanın yönünü belirlemeyi amaç edinirler.

Teknik analizde incelenen başlıca göstergeler hisse senedinin “hisse senedi piyasa endeksi”, “piyasa fiyatı” ve “işlem hacmi” dir (Taner ve Akkaya, 2009; 193). Teknik analiz hisse senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekte de tekrarlanacağını, dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarının gelecekteki düzeyinin geçmişteki durumunu inceleyerek tahmin edilebileceğini savunmaktadır (Civan, 2007: 243; Kanalcı, 1997: 23). Dolayısıyla teknik analizciler, geçmişteki piyasa verilerine dayanarak kullandıkları çeşitli araçlar vasıtasıyla geçmişteki arz ve talebe bakarak hisse senedi fiyatlarının gelecekteki yönünü ve fiyatını tahmin etmeye çalışırlar.

Burada tartışılması gereken, hangi analiz yönteminin daha iyi olduğu değil, her ikisinin de etkili yönlerini kullanarak optimal faydayı sağlamak olmalıdır. Temel ve teknik analiz aslında birbiriyle sıkı ilişki içerisindedir. Temel analiz hisse senedinin seçiminde çok önemli bir fonksiyonu yerine getirirken, teknik analiz ise hisse senedinin alım-satım zamanının belirlenmesinde önemli bir rol oynar. Bununla birlikte, temel analiz hisse senedi fiyatlarını oynatan arz ve talebin sonuçlarını incelerken, teknik analiz piyasa hareketleri üzerine yoğunlaşır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 311).

Finans literatüründe makroekonomik değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğuna ilişkin birçok teorik ve ampirik çalışma yer almaktadır. Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların ortak noktası; bu çalışmaların özellikle ABD olmak üzere gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmaların kıt oluşudur. Ayrıca, hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ulaşılan çelişkili

sonuçlar ve özellikle son zamanlarda gelişen piyasalar üzerine gerçekleştirilen çalışmaların değişik grup piyasalar için incelenmesi bu çalışmaların diğer ortak noktalarını oluşturmaktadır.

Bu çalışmanın yapılma gerekçeleri hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların özellikle ABD olmak üzere gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmaların kıt oluşu, hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ulaşılan çelişkili sonuçlardır. Diğer önemli gerekçe ise küreselleşmeyle birlikte finansal entegrasyonun artmasının piyasalar arasında etkileşimi artırması hisse senedi piyasalarının grup halde incelenmesinin daha yararlı sonuçlar doğuracağıdır.

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olduğu saptamasından hareketle; gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının, bir ilişki varsa bu ilişkinin düzeyini ve yönünün ne olduğunun ortaya konulması politika yapıcılar ve ilgili karar alıcı kesimlerin de yararlanabilecekleri bir bilimsel dayanak elde edilebilecektir. Ayrıca, gelişmekte olan ülke verisiyle yapılacak analiz sonuçlarının ne derecede tutarlı olduklarının test edilmesi yanında gelişmekte olan ülkelere yönelik sınırlı sayıdaki araştırmalara katkı sağlamak da bu çalışmanın yapılma gerekçelerinden biridir.

Bu noktadan hareketle çalışmanın amacı; bugüne kadar hisse senedi getirisi ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmaları daha özele indirgeyerek 1994-2009 dönemi için yıllık verilerle panel veri analizi yöntemini kullanarak 22 gelişen piyasada hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri belirleyip, hisse senedi getirisi ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde test etmektir. Ayrıca çalışmada bu değişkenlerden hangisinin hisse senedi getirileri üzerinde daha etkili olduğunu ortaya koymak amaçlanmıştır. Bu kapsamda bu ilişkinin yönünü ve miktarını tespit etmeye yönelik olarak literatüre katkı sağlanmaya çalıŐılacaktır.

Bu çerçevede çalışmanın özgünlüğü; i) hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin gelişen piyasalarda ortaya konulmasına, ii) gelişen piyasaların coğrafi bölgelere göre, gelir durumuna göre ve OECD yesi olup olmamasına

göre gruplara ayrılarak incelenmesine, iii) çalışmada kullanılan modelin bu çalışmaya özgü olmasına, iv) son zamanlarda popüler olan ve daha önce gelişen piyasalarda uygulanmamış farklı bir metodun kullanılacak olmasına dayanmaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcılar için gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesinin literatüre katkı açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

Araştırma 1994-2009 yılları arasındaki 16 yıllık süreyi ve farklı coğrafi bölgelerden 22 gelişen piyasayı kapsamaktadır. Çalışmada tahmin sonuçlarının elde edildiği modeller ilk olarak gelişen piyasaların yer aldığı gelişen piyasalar modeliyle başlamaktadır. Gelişen piyasalar için karma modellerden elde edilen sonuçlara göre analizler detaylandırılmıştır. Bu noktada, gelişen piyasaların sınıflandırılarak ayrıca ele alınmasına karar verilmiştir. Bu çalışmanın tek kısıtı bazı gelişen piyasaların bazı yıllarda bazı değişkenlerine ait verilerin olmayışdır.

Bu çalışmada, gelişen piyasaların buldukları coğrafi bölgelere ve ait oldukları gelir düzeylerine ayrılmıştır. Ayrım yapılırken Dünya Bankası'nın ülkeleri sınıflandırma biçimi dikkate alınmıştır. Bu Araştırmada ayrıca gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere ve ait oldukları gelir düzeylerine ek olarak, OECD üyesi olup olmadığı açısından da farklı modeller oluşturularak incelenmiştir.

Piyasaların coğrafi bölgelere ayrılmasının altında yatan neden, aynı coğrafyada yer alan ülkelerin benzer ekonomik yapıyı göstermesidir. Bu kapsamda gelişen piyasalar; Latin Amerika, Doğu ve Güney Asya, Avrupa ve Orta Asya, Ortadoğu ve Afrika olmak üzere dört farklı coğrafi bölgeye ayrılarak modeller oluşturulmuştur. Avrupa ve Orta Asya olarak nitelendirilen coğrafi bölgede yer alan ülkeler, geçiş ekonomisi özelliğini göstermektedir. Ortadoğu ve Afrika ülkeleri ise birbirine benzer yönetim sorunlarını yaşamaktadır ve birbirine benzer kalkınmışlık düzeyine sahiptir. Doğu ve Güney Asya ülkeleri benzer kalkınma stratejilerini benimseyen ülkelere dönüşmektedir. Latin Amerika ülkelerinin çoğunluğu ise benzer makroekonomik sorunları yaşamaktadır.

Dolayısıyla aynı coğrafyada yer alan ve benzer ekonomik yapıyı gösteren gelişen piyasalar ile farklı coğrafyada yer alan ve farklı ekonomik yapıyı gösteren gelişen piyasalarda hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik değişkenlerin farklı olup olmadığı, hangi değişkenin hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken olduğunun

bilinmesi yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bu farklılığın ampirik olarak ortaya konabilmesi için örnekleme dahil olan gelişen piyasaları bölgesel olarak ayırma tabii tutup, 5 regresyon modeli çalıştırılmıştır.

Gelişen piyasalar Dünya Bankası tarafından yapılan gelir düzeyi ayırımına dayanılarak üst orta ve alt orta gelir düzeylerine göre iki farklı gruba ayrılarak her bir gelir grubu için ayrı modeller oluşturulmuştur.

Bu bağlamda çalışma kapsamındaki ülkeler Dünya Bankası'nın gelir durumuna göre gelişen piyasalar sınıflandırması kullanılarak ülkelerin gelir durumlarının hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerinde bir farklılık oluşturup/oluşturmadığı ortaya konulmaktadır. Dünya Bankası'nın sınıflandırmasına göre; 2009 yılı kişi başına düşen milli geliri 996\$ ile 3.945\$ arasında bulunan 7 ülke (Çin, Mısır, Hindistan, Endonezya, Morocco, Filipinler, Tayland) düşük orta gelirli ülke, 3.946\$ ile 12.195\$ arasında bulunan 10 ülke (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Malezya, Meksika, Peru, Rusya, G. Afrika, Türkiye) yüksek orta gelirli ülke ve 12.196\$'dan daha yüksek olan 5 ülke (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, G. Kore, İsrail, Polonya) ise yüksek gelirli ülke sınıflandırması kapsamında yer almaktadır. (The World Bank, 2011: 2-3).

Dünya Bankası'nın sınıflandırmasında yüksek gelir düzeyi kapsamında yer alan ülkelerin aynı zamanda OECD üyesi olması nedeniyle yüksek gelir düzeyi piyasaları için ayrıca model oluşturulmamıştır. Çalışmada, piyasaların OECD üyesi olup olmaması ayrımı dikkate alınarak OECD üyesi piyasalar için oluşturulan ayrı bir modele yer verilmiştir. Dolayısıyla bu araştırmada birbirinin aynı iki modelin yer almaması hedeflenmiştir.

<http://www.msci.com>, <http://www.sp-indexdata.com>, www.worldbank.org, <http://www.oecd.org> web adreslerinden elde edilen veriler doğrultusunda çalışma kapsamındaki 22 gelişen piyasanın coğrafi bölgesel sınıflandırması, OECD üyesi olup/olmadığı ve Dünya Bankası'nın gelişen piyasalar gelir seviyesi sınıflandırması Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: Çalışma Kapsamındaki Piyasalar

Ülkeler/Gelişen Piyasalar	Bölgesel Sınıflandırma	OECD Üyesi Olup/Olmadığı	Gelir Seviyesi Sınıflandırması
Arjantin	Latin Amerika	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Brezilya	Latin Amerika	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Meksika	Latin Amerika	OECD üyesi ülke	Üst orta gelirli ülke
Şili	Latin Amerika	OECD üyesi ülke	Üst orta gelirli ülke
Kolombiya	Latin Amerika	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Peru	Latin Amerika	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Çin	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Hindistan	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Alt orta gelirli ülke
Endonezya	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Alt orta gelirli ülke
Malezya	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Filipinler	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Alt orta gelirli ülke
Tayland	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Güney Kore	Doğu ve Güney Asya	OECD üyesi ülke	Yüksek gelirli ülke
Çek Cumhuriyeti	Avrupa ve Orta Asya	OECD üyesi ülke	Yüksek gelirli ülke
Macaristan	Avrupa ve Orta Asya	OECD üyesi ülke	Yüksek gelirli ülke
Polonya	Avrupa ve Orta Asya	OECD üyesi ülke	Yüksek gelirli ülke
Türkiye	Avrupa ve Orta Asya	OECD üyesi ülke	Üst orta gelirli ülke
Rusya	Avrupa ve Orta Asya	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke
Mısır	Ortadoğu ve Afrika	OECD üyesi olmayan ülke	Alt orta gelirli ülke
Morocco	Ortadoğu ve Afrika	OECD üyesi olmayan ülke	Alt orta gelirli ülke
İsrail	Ortadoğu ve Afrika	OECD üyesi ülke	Yüksek gelirli ülke
Güney Afrika	Ortadoğu ve Afrika	OECD üyesi olmayan ülke	Üst orta gelirli ülke

Kaynak: Dünya Bankası, OECD, S&P, MSCI web adreslerinden derlenmiştir

5.2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada, makroekonomik faktörler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için panel veri analizi yöntemi uygulanmıştır.

Ekonomik araştırmalarda farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir. Zaman serileri ile ilgili çalışmalarda zaman boyutu üzerinde durulmakta, yatay kesit çalışmalarda ise kesit boyutu dikkate alınmaktadır.

Zaman serileri ve yatay kesit verilerinin bir arada kullanıldığı analizler ise panel veri adını almaktadır (Wooldridge, 2009: 452; Greene, 2002: 283-284). Panel veriler, zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirerek, farklı zaman aralıklarında aynı birimlere ilişkin veri setlerinden oluşmaktadır (Baltagi, 2005a: 1; Hsiao, 2002: 1). Zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi adı verilmektedir (Frees, 2004: 2). Dolayısıyla panel veri analizi, belirli bir dönem için çok sayıda ülkeye ya da ülke grubuna ait değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesine fırsat vermektedir.

Son zamanlarda panel veriler ile çalışmaya duyulan ilgide önemli bir artış olmuş ve tüm dünyada oldukça sık kullanılır olmuştur. Panel verilerle çalışmaya duyulan ilgideki artışın önemli nedenlerinden biri, ekonomik bir ilişkinin belirlenmesinde model kapsamındaki diğer değişkenlerle ilişkili olabilen ve gözlenemeyen bireysel özel etkileri kontrol etme isteğidir (Hausman ve Taylor, 1981: 1377). Zaman serisi ve yatay kesit analizlerinin birlikte kullanılması, veri kalitesi ve miktarını artırarak analizeciye, söz konusu yöntemlerin ayrı bir şekilde kullanıldığı durumla karşılaştırıldığında, daha fazla esneklik sağlamaktadır (Gujarati, 2004: 638). Panel verilerin bünyesinde iki boyutu muhteva etmesi daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Gözlem sayısındaki bu artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağıntı problemini de ortadan kaldırmaktadır. Zaman serileri analizinde ise genellikle çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşılaşılmaktadır (Baltagi, 2005b: 4-7). Bu gerekçelerle panel veri analizi yönteminin bu araştırma için uygun olduğu kanaatine varılmıştır. Panel veriler sadece yatay kesit ya da sadece zaman serisi ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara

sahiptir. Panel veri yönteminin avantajları şu şekilde sıralanmaktadır (Baltagi, 2005b: 4-6; Kennedy, 2006: 331; Hsiao, 2002: 3; Frees, 2004: 5-6; Wooldridge, 2002: 169-170):

- i. Panel veri, bir dönemden diğer döneme meydana gelen değişim ile mikro birimler arasındaki değişimi birleştirerek değişkenlik meydana getirmekte ve çoklu doğrusallığı azaltarak daha güvenilir sonuçlar vermektedir.
- ii. Panel veri yönteminde ülkeler, firmalar, hane halkları ya da bireylere ait zaman serisi verileri, panel veri biçimde düzenlenebilmekte ve bu veriler, hem birimlere hem de zamana göre değişimi içerdiğinden yapılan tahminlerde heterojenliğin kontrol edilmesi, serbestlik derecesinin artırılması ve daha güvenilir parametrelere ulaşılması gibi avantajlara sahiptirler.
- iii. Panel veri yöntemi kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden gözlem sayısı daha fazla olmaktadır. Yatay - kesit veriler N sayıda ($n=1, \dots, N$) gözlemden meydana gelirken, zaman serisi verilerinde T sayıda ($t=1, \dots, T$) gözlem söz konusudur. Bahsedilen bu iki tür verinin bir panel veri oluşturması durumunda ise, $N \times T$ sayıda gözlem ortaya çıkmaktadır. Bu durum ile açıklanmayan ve üzerinde çalışılan olgu ile ilgili daha fazla bilgi sahibi olunur. Ayrıca artan gözlem sayısı ile artan serbestlik derecesi, ekonometrik tahminlerin etkinliği üzerinde öneme sahiptir.
- iv. Panel veri, kısa zaman serisi ve/veya yetersiz kesit gözlemlerinin var olduğu durumlarda da ekonometrik analiz yapılmasına imkan vermektedir.
- v. Panel veri, özellikle uzun dönemli verileri olmayan gelişmekte olan ülkeler ile ilgili yapılacak ekonometrik testlerde kolaylık sağlamaktadır.
- vi. Panel veriler ile gözlemlenemediği ya da yanlış ölçüldüğü için modele dahil edilemeyen değişkenlerin etkilerinden doğan heterojenlik sapmasını kontrol etmek mümkün olmaktadır.
- vii. Diğer yandan makro panel veri setleri, daha uzun zaman serilerine sahip oldukları için bu veri setlerinin kullanıldığı analizlerde birim kök testinin standart olmayan dağılımları ile karşılaşılmaz.

Yatay kesit ve zaman serisi verilerini bir araya getirerek bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri analiz için kullanılan temel panel veri regresyon modelinin basit biçimdeki gösterimi şu şekildedir (Greene, 2002: 285):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (5.1)$$

5.1 nolu denklemde *i* alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, *t* alt simgesi, zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{1it} bağımsız değişkenleri, α_i sabit kesişim katsayısını ve ε_{it} hata terimini göstermektedir (Baltagi, 2005: 11-12).

Panel veri analizi tahmininde iki temel yöntem kullanılmaktadır: sabit etkiler modeli (SEM) ve tesadüfi etkiler modeli (TEM). Sabit katsayısının yatay kesitten yatay kesite ya da zaman içerisinde değişim gösterdiği modeller sabit etkiler modeli olarak tanımlanmaktadır. Bu modelde sabit etkilerin yatay kesitten yatay kesite değiştiği, ancak zaman içinde değişmediği varsayılabilir gibi; sabit etkilerin yatay kesitten yatay kesite değişmediği, ancak zaman içinde değişme gösterdiği varsayılabilir. Her iki durumda da tek yönlü bir model söz konusudur (Çetin ve Ecevit, 2010: 172).

Sabit etkili modeller sadece birimler arasındaki farklılıkları ele alıyorsa, tek yönlü sabit etkiler modeli, birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıkları ele alıyorsa iki yönlü sabit etkiler modeli adı verilir (Hsiao, 2002: 30). Her bir birime ait sabit kesit katsayılarının tahmin edilmesinde Tek faktörlü sabit etkiler modeli kullanılır. Tek faktörlü sabit etkiler modelinin genel ifadesi aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it}' + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (5.2)$$

5.2 nolu denklemde *i* alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, *t* alt simgesi, zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde Y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{1it} bağımsız değişkenleri, α_i sabit kesişim katsayısını ve ε_{it} hata terimini göstermektedir.

Panel veri ile yapılan çalışmalarda, birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişim sabit etkiler modelleri kullanılarak incelenebileceği gibi, tesadüfi etkiler modelleri kullanılarak da incelenebilmektedir. Tesadüfi etkili modellerde, birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun temel nedeni sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmek istenmiş olmasıdır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 38).

Tesadüfi etkiler modeli, sadece kesit birimler arasındaki farklılıkları ele alıyorsa, tek yönlü tesadüfi etkiler modeli, her iki boyuta göre meydana gelen farklılıkları ele alıyorsa iki yönlü tesadüfi etkiler modeli olarak adlandırılır (Hsiao, 2002: 30). Sabit ve tesadüfi etkili modeller arasındaki en önemli fark, birim etkinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olup olmamasıdır. Birim etkinin bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olması durumunda model tesadüfi etkiler modeli olarak adlandırılacak, birim etki bağımsız değişkenlerle ilişkili ise sabit etkiler modeli söz konusu olacaktır (Baum, 2006: 118).

Tek faktörlü tesadüfi etkiler modelinde μ_i 'lerin sabit katsayılar olmadığı, tersine bağımsız tesadüfi değişkenler olduğu varsayılır. Tek faktörlü tesadüfi etkiler modeli aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it}' + u_{it} \quad (5.3)$$

$$u_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$$

5.3 nolu denklemde i alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, t alt simgesi, zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde Y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{it} bağımsız değişkenleri, α sabit kesişim katsayısını göstermektedir. Modeldeki hata terimi u_{it} , iki kısımdan oluşur. ε_{it} , bilinen hata terimidir. μ_i , birimler arasındaki farklılıkları gösterir. Bir başka ifadeyle zaman içerisinde değişmeyen i birime ait spesifik etki terimidir.

Panel veri analiz yöntemlerinde karar verilmesi gereken önemli konulardan bir tanesi sabit etkiler modellerin mi yoksa tesadüfi etkiler modellerin mi kullanılacağıdır (Baltagi, 2005: 19-20). Bu durumda sabit etki model parametre tahminçileri ile tesadüfi etkili modelin parametre tahminçileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla rastsal etkiler modelinin mi yoksa sabit etkiler modelinin mi kullanılacağı Hausman testi ile ortaya koyulabilir (Wooldridge, 2002: 289).

Hausman testi; birim etki dolayısıyla hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olup olmadığını yani tesadüfi etkili modelin uygun olup olmadığını ölçmektedir. Hausman test istatistiği “Tesadüfi etkiler tahminçisi doğrudur.” sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda

tesadüfi etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı verilebilecektir. Bu durumda sabit etkili modeli tercih edilecektir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 39).

Hausman Testi (1978) ile sabit etkiler modeli parametre tahmincileri ile rassal etkiler modelinin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmektedir. Hausman test istatistiğinin hipotezleri şöyledir:

$H_0: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır

$H_1: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) \neq 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri sabittir

Bu testte sıfır hipotezinin kabul edilmesi rastsal etkiler modelinin sabit etkiler modeline tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Hausman testinde, tesadüfi etkiler modelinden elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modelinden elde edilen katsayıların aynı olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesi sabit etkiler modelinin reddedilememesi ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir.

Regresyon analizlerinde dikkate alınması gereken bir diğer konu da modellerde kullanılan serilerin durağan olması gerektiğidir. Serilerin durağanlaştırılmasının sebebi, hata terimlerine ait varsayımları sağlayabilmektir. Bu varsayımlar, serilerin ortalamasının sıfır ve varyanslarının sabit olmasıdır. Durağan olmayan bir değişken seti ile kurulan bir model eğer en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilirse, her hangi bir şoktan sonra değişkenler arasında gerçekte var olmayan ilişkiler elde edilebilir. Bu da, sahte regresyon adı verilen bir soruna yol açar. Regresyon analizlerinde serilerdeki durağanlığın sağlanması için birim kök testleri kullanılmaktadır.

Panel veri modellerinde diğer analizlere benzer şekilde durağanlığın kontrol edilmesi gerekmektedir. Panel veri çalışmalarında kullanılan birim kök testlerini iki kısımda incelemek mümkündür. Birinci grupta yer alan Im, Peseran, Shin (2003) ve Fisher odaklı testler (ADF ve PP testleri gibi) bireysel birim kök testleri olarak adlandırılmaktadır. Levin, Lin, Chu (2002); Breitung (2000) ve Hadri (2000) birim kök testleri ise ortak birim kök testleri olarak bilinmektedir.

Bu çalışmada, bireysel birim kök testleri olarak adlandırılan Im, Peseran, Shin (2003) ve Fisher odaklı Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) testleri ile ortak birim kök testleri olarak bilinen Levin, Lin, Chu (2002) birim kök testlerinden yararlanılmıştır.

5.3. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Bu araştırmada, bağımlı değişken olarak her bir ülkenin hisse senedi getirisini temsil eden S&P EM endeksi endeks getirisi kullanılmaktadır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler; makroekonomik değişkenler ve küresel hisse senedi piyasası gösterge değişkenidir. Çalışmada enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, SÜE % değişim, M2 para arzı değişkenleri makroekonomik değişkenler, S&P 500 değişkeni küresel hisse senedi piyasası gösterge değişkeni olarak kullanılmaktadır.

Uluslararası hisse senedi piyasalarının artan düzeyde entegrasyonu, küresel faktörlerin ulusal hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyen daha fazla sayıda araştırmanın yapılmasını teşvik etmiştir. Bu nedenle modele küresel değişkenler de eklenmiştir.

Tablo 7: Veri Setinin Kaynakları

Değişkenler	Açıklama	Veri Kaynağı
GETIRI	Standard & Poor's Gelişen Piyasalar Endeksi	http://www.sp-indexdata.com
SP500	Standard & Poor's 500 Yıllık % Değişim	http://www.sp-indexdata.com
ENF	Enflasyon oranı	WDI*, GDF*, IFS*
FAIZ	Faiz oranı	WDI, GDF, IFS
DOVIZ	Döviz kuru	WDI, GDF, IFS
SÜE	Sanayi üretim endeksi	http://data.un.org
M2	M2 para arzı	WDI, GDF, IFS

* WDI: World Development Indicators, GDF: Global Development Finance, IFS: International Financial Statistics

Çalışmada kullanılan her bir gelişen piyasanın hisse senedi getirisini temsil eden Standart and Poor's Emerging Market Endeksi getirisi ve uluslararası hisse senedi piyasalarını temsilen Standart and Poor's 500 endeksi getirisi için kendi web sitelerinden elde edilen veriler kullanılmıştır. Bu veriler <http://www.sp-indexdata.com> adresinden sağlanmıştır. Çalışmadaki veri setinin kaynakları Tablo 7'de özetlenmiştir.

Çalışmada kullanılan enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, kişi başına SÜE % değişim, M2 para arzı değişkenleri için Dünya Bankası'nın web sitesinden elde edilen World Development Indicators (WDI) ve Global Development Finance (GDF) ve IMF'nin International Financial Statistics (IFS) verileri kullanılmıştır. Bu veriler databank.worldbank.org ve <http://www.imf.org> adreslerinden sağlanmıştır.

5.4. Araştırmada Kullanılan Model ve Değişkenler

Uygulama bölümünde kullanılan model ve modeldeki değişkenler belirlenirken literatürden yararlanılmıştır. Araştırma modeli özellikle Tablo 8'de detayları verilen Wongbangpo ve Sharma (2002), Horobet ve Dumitrescu (2009), Liang ve Liang (2009), Celov ve Grigaliuniene (2010), Manish ve Aggarwal (2011) tarafından gerçekleştirilen çalışmalardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 8: Ampirik Çalışma İçin Örnek Modeller

Çalışma	Yöntem	Model
Wongbangpo ve Sharma (2002)	Johansen ve Juselius (1990) cointegration ve Granger (1988) nedensellik testleri	Getiri=f(GSMH, TÜFE, para arzı, faiz oranı, döviz kuru)
Horobet ve Dumitrescu (2009)	Johansen ve Juselius (1990), Granger (1988) ve GARCH modeli	Getiri=f(GSYH, TÜFE, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, S&P 500 ve AB tüketici fiyat endeksi)
Liang ve Liang (2009)	GMM-SYS panel veri modeli	Getiri=f(TÜFE, GSYH ve faiz oranı)
Celov ve Grigaliuniene (2010)	Sabit etkiler panel veri modeli	Getiri=f(TÜFE, endüstri güven endeksi, ihracat ve ithalat, reel ve nominal döviz kuru, enflasyon, M2 para arzı, işsizlik oranı, SÜE)
Manish ve Aggarwal (2011)	ANOVA testi	Getiri=f(ABD'nin GSYH, S&P 500 endeksi, TÜFE, bütçe açığı, altın fiyatı, SÜE, döviz kuru)

Bu çalışmalar ışığında bu araştırmanın modeli aşağıda gösterilmiştir:

$$GETİRİ = F (FAİZ, ENF, SUE, DOVİZ, M2, SP500, KRİZ9798, KRİZ2008)$$

Araştırma modelinde; S&P gelişen piyasalar hisse senedi getirisi bağımlı değişken olarak, S&P500 hisse senedi getirisi, mevduat faiz oranı (FAİZ), enflasyon oranı (ENF),

sanayi üretim endeksi (SÜE), döviz kuru (DÖVİZ), para arzı (M2) bağımsız değişken olarak ifade edilmiştir.

Modelde kullanılan bağımsız değişkenler ve bu değişkenlerin kullanıldığı çalışmalar Tablo 9’da özetlenmiştir.

Tablo 9: Modelde Kullanılan Bağımsız Değişkenler

Değişkenler	Açıklama	Beklenen İşaret	Değişkenlerin Kullanıldığı Çalışmalar
FAİZ	üç ay vadeli mevduat faiz oranı	-	Geske ve Roll (1983), Hashemzadeh ve Taylor (1988), Mukherjee ve Naka (1995), Nasseh ve Strauss (2000), Erdem ve diğerleri (2005), Büyüksalvarcı (2010), García ve Juárez (2010)
ENF	Tüketici fiyatlarındaki yıllık % değişim	+/-	Fama (1981), Najand ve Noronha (1998), Kwon ve Shin (1999), Agrawalla ve Tuteja (2008), Liu ve Shrestha (2008), Gregoriou ve diğerleri (2009), Chiang ve Kee (2009), Sharma (2010)
SÜE	Sanayi üretim endeksindeki % değişim	+	Pearce ve Roley (1985), McQueen ve Roley (1993), Adrangi ve diğerleri (2002); Yılmaz ve diğerleri (2006), Samitas ve Kenourgios (2007), Durai ve Bhaduri (2009), Schätz (2010)
DOVİZ	her bir ülkenin ABD Doları kuru	-	Chen ve diğerleri (1986), Gjerde ve Sættem (1999), Gupta ve diğerleri (2000), Ratanapakorn ve Sharma (2007), Wan Mahmud ve Dinniah (2009), Rasiah (2010), Celov ve Grigaliuniene (2010)
M2	M2 para arzı yıllık değişim oranı	+	Lee (1997), Hanousek ve Filler (2000), İbrahim ve Aziz (2003), Brahmasrene ve Jiranyakul (2007), Mohammad ve diğerleri (2009), Celov ve Grigaliuniene (2010)
SP500	S&P 500 Hisse senedi endeksinin getirisi	+	Muradoğlu ve diğerleri (2000), Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), Horobet ve Dumitrescu (2009), Manish ve Aggarwal (2011)

GETİRİ, ENF, SÜE, DÖVİZ, M2, SP500 değişkenlerinin doğal logaritması alınmış serilerinin ilk farkı alınarak modele dahil edilmiştir. FAİZ değişkeni ise oranı ifade ettiklerinden modele oran değeriyle dahil edilmiştir.

Modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda açıklanmaktadır.

5.4.1. Bağımlı Değişkenler

Modelde bağımlı değişken olarak her bir ülkenin hisse senedi getirisini temsil eden Standart and Poor's Emerging Market Endeksi getirisi kullanılmıştır.

Standart and Poor's küresel hisse senedi endeksi (GETİRİ), S & P tarafından hem gelişmiş piyasalar hem de gelişen piyasalar için hesaplanmakla birlikte, hem de endüstri ve bölge ayırımına göre de hesaplanmaktadır. Bu çalışmada S & P'nin her bir gelişen piyasa için hesapladığı S&P Emerging BMI gelişen piyasa hisse senedi endeks getirisi kullanılmıştır.

Sermaye kazancı ya da kaybı hisse senedi fiyatında meydana gelen artış ya da azalışı ifade eder. Hisse senedinin alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark pozitif ise sermaye kazancından, negatif ise sermaye kaybından söz edildiği daha önce açıklamıştır.

Analizlerde endekslerdeki değişimi temsilen getiriler kullanılmıştır. Getiri doğal logaritması alınmış her bir piyasanın hisse senedi endeksi serilerinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

Hisse senedinin getirisi (GETİRİ): $\text{Log}(P_t / P_{t-1})$

Bu eşitlikte: GETİRİ= her bir piyasanın hisse senedi getirisini, P_t ve P_{t-1} sırasıyla hisse senedinin t ve t-1 yılındaki fiyatını ifade etmektedir.

5.4.2. Bağımsız Değişkenler

Araştırmada hisse senetleri getirileri üzerindeki etkilerinin incelendiği makroekonomik değişkenler ise şunlardır: mevduat faiz oranı, enflasyon oranı, sanayi üretim endeksi, döviz kuru, M2 para arzı, S&P500 hisse senedi endeksi

Mevduat faiz oranı (FAİZ): Belirli bir miktar paranın belirli bir getiri oranı üzerinden belirli bir vade ile borç verilmesi durumunda borçludan alınan bu paranın kirası olarak bilinmektedir. Faiz oranlarındaki değişim, hisse senedi fiyatlarını iki şekilde etkilemektedir. Bunlardan ilki, firmaların nakit akımlarını kapitalize etmekte kullandıkları oranı etkilemesiyle, ikincisi ise firmaların gelecekteki nakit akım beklentilerini değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki değişimin hisse senedi

getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olduğu yapılan çalışmalarda ortaya konulduğundan faiz oranı modele dahil edilmiştir. Kısa vadeli mevduat faizleri hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracıdır. Bu çalışmada faiz oranı olarak kısa vadeli mevduat faiz oranı kullanılmıştır. Hisse senedi getirisi ve faiz oranı arasındaki beklenen işaret negatiftir.

Enflasyon oranı (ENF): Fiyatlar genel seviyesindeki devamlı bir artış sürecinin yanında paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade etmektedir. Enflasyon oranı, ekonomideki genel gidişatı etkileyen önemli bir faktör olmasının yanında, özellikle hisse senedi piyasasında yatırım yapan ya da yapacak olan yatırımcıların yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilediğinden hareketle modele bağımsız değişken olarak eklenmiştir. Bu çalışmada enflasyon oranının ölçüsü olarak tüketici fiyat endeksindeki yıllık % değişim oranları modele dahil edilmiştir. Bu değişkenin literatürdeki beklenen işareti hem (-) hem de (+) olabilmektedir.

Analizde enflasyon oranı doğal logaritması alınmış her bir piyasaya ait tüketici fiyat endeksi serilerinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

$$\text{Enflasyon oranı (ENF): } \text{Log} (\text{TÜFE}_t / \text{TÜFE}_{t-1})$$

Bu eşitlikte, ENF = her bir piyasanın enflasyon oranını, TÜFE_t ve TÜFE_{t-1} sırasıyla tüketici fiyat endeksinin t ve t-1 yılındaki düzeyini ifade etmektedir.

Sanayi üretim endeksi (SÜE), tüm sanayi kollarının üretim sınıflarına göre ağırlıklandırılmasından oluşturulmuş istatistiksel bilgileri içeren bir veri seti aracılığı ile GSMH içinde önemi bir paya sahip olan sanayi üretimini belirli dönemler itibarıyla göstermektedir. Sanayi üretimi ile ilgili veriler izlenerek ekonominin derinlemesine takip ve değerlendirilmesi mümkün olabilmektedir. Sanayi üretim endeksi, ülkede imalat sanayinin zaman içindeki seyrini izlemek, dönemler arasındaki farklılıkları görmek, ekonomideki konjonktürel gelişimi takip etmek için piyasa aktörleri tarafından sıklıkla kullanılan bir makroekonomik değişkendir.

Büyüme hızı açısından öncü gösterge olarak kabul edilen sanayi üretim endeksi gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir. Bir ülkedeki üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile saptanabilmektedir. Bu nedenle modele dahil

edilmiştir. Sanayi üretim endeksi arttıkça ekonomik hisse senedinin artması beklenmektedir.

Analizde sanayi üretim endeksi büyümesi doğal logaritması alınmış her bir piyasaya ait sanayi üretim endeksi serilerinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

Sanayi üretim endeksi büyümesi (SÜE): $\text{Log} (\text{SÜE}_t / \text{SÜE}_{t-1})$

Bu eşitlikte, SÜE = her bir piyasanın sanayi üretimindeki büyümeyi, SÜE_t ve SÜE_{t-1} sırasıyla sanayi üretim endeksinin t ve t-1 yılındaki düzeyini ifade etmektedir.

Döviz kuru (DÖVİZ): Finansal piyasaların uluslararası entegrasyonu hisse senedi fiyatlarını etkileyen bir döviz hareketine sebep olmaktadır. Finansal varlıkların değeri söz konusu finansal varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Dövizin değerinin ve fiyat hareketlerinin nispi beklentisi özellikle uluslararası finansal varlıklar için önemli bir faktör olmaktadır. Bu yüzden, döviz kuru ve hisse senedi getirisi arasında karşılıklı ancak ters yönlü bir etkilenme söz konusu olmaktadır.

Döviz kurundaki değişim faiz ve enflasyon oranı ile ilgili olarak hisse senedi fiyatını etkileyen önemli bir faktör olduğu düşüncesinden hareketle bu değişken modele dahil edilmiştir. Bu çalışmada nominal döviz kuru olarak her bir ülkenin yerel parasının ABD doları karşısındaki durumunu gösteren ABD doları kuru kullanılmıştır. Döviz kuru ve hisse senedi getirisi arasında beklenen işaret negatiftir.

Analizde döviz kuru doğal logaritması alınmış her bir piyasaya ait döviz kuru serilerinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

Döviz kuru değişimi (DÖVİZ): $\text{Log} (\text{DÖVİZ}_t / \text{DÖVİZ}_{t-1})$

Bu eşitlikte, DÖVİZ = her bir piyasanın döviz kurundaki değişimi, DÖVİZ_t ve DÖVİZ_{t-1} sırasıyla döviz kurunun t ve t-1 yılındaki düzeyini ifade etmektedir.

Para arzı (M2): Bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarını ifade eder. Para arzındaki değişim bir taraftan enflasyonu etkilerken diğer taraftan döviz kurunu etkilemektedir. Merkez Bankası politikaları piyasada özellikle faiz oranlarının yönünün belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. M1 dar anlamdaki para arzını ifade etmektedir.

Bu yönüyle M1'e ek olarak kısa vadeli mevduatların toplamını da içeren M2'nin modele alınması önemli görülmüştür. Araştırmada literatürde yaygın kullanılan ve geniş para arzını ifade eden M2 para arzı kullanılmıştır. Para arzının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin pozitif olması beklenmektedir.

Analizde para arzı büyümesi doğal logaritması alınmış her bir piyasaya ait para arzı serilerinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

Para arzı büyümesi (M2): $\text{Log}(M2_t / M2_{t-1})$

Bu eşitlikte, $M2_t =$ her bir piyasanın para arzı büyümesini, $M2_t$ ve $M2_{t-1}$ sırasıyla para arzının t ve t-1 yılındaki düzeyini ifade etmektedir.

Araştırmada hisse senetleri getirileri üzerindeki etkilerinin incelendiği, uluslararası hisse senedi piyasaları getirilerini temsil eden S&P 500 endeks getirisi kullanılmıştır.

S&P 500 endeksi (SP500): Piyasanın %80'ni gibi önemli bir payını kapsayan bir endeks olmasıyla birlikte toplam piyasanın önemli bir ölçütü durumundadır. Bu endeks kapsamındaki şirketlerin %93'ü New York Menkul Kıymetler Borsasında (NYSE) geri kalanı da Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (AMEX) ve tezgah üstü piyasada işlem görmektedir (Civan, 2007: 457-458).

Bu endeks Amerikan endüstrisine yön veren 500 lider şirketin hisse senedinin piyasa değerlerinin toplanıp bir bölene bölünmesi yoluyla hesaplanır. Bölen, ya da ayarlanabilir payda endeks serilerinin devamlılığını sağlamak üzere, hisse senetleri endeks kapsamında yer alan şirketlerin yaptıkları sermaye artırımlarına göre devamlı olarak ayarlanmaktadır (Özütürk, 1999: 6).

Standart and Poor's (S & P) endeksleri, Standart and Poor's tarafından ABD hisse senedi piyasası için hesaplanan bu endeksin en çok bilineni S&P 500 endeksi olmakla birlikte, bu endeks farklı sektörler için de hesaplanmaktadır. Bu çalışmada Standart and Poor's tarafından hesaplanan ve özellikle kurumsal yatırımcıların büyük ilgi duyduğu S&P 500 hisse senedi endeks getirisi kullanılmıştır. S&P 500 hisse senedi endeks getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

S&P 500 hisse senedi getirisi doğal logaritması alınmış S&P 500 hisse senedi endeksi serisinin ilk farkı olarak tanımlanmıştır.

Hisse senedinin getirisi (SP500): $\text{Log}(\text{SP500}_t / \text{SP500}_{t-1})$

Bu eşitlikte: SP500 = SP500 hisse senedi getirisini, SP500_t ve SP500_{t-1} sırasıyla hisse senedinin t ve t-1 yılındaki fiyatını ifade etmektedir.

Gelişen piyasaların gelişmiş piyasalarla olan entegrasyonu dikkate alındığında, küresel değişken olarak gelişmiş piyasa hisse senedi endekslerinin modele dahil edilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu araştırmada gelişmiş piyasa endekslerinden de en önemlileri ve bütün piyasaları etkileyen kapitalizyonu yüksek olan S&P 500 kullanılmıştır. SP500 hisse senedi getirisi ve hisse senedi getirisi arasında beklenen işaret pozitifdir.

5.5. Verilerin Analizi ve Bulgular

Çalışmanın ampirik bulguları, değişkenlere ilişkin genel istatistikler, değişkenler arasındaki ilişki, birim kök test sonuçları ve panel regresyon analizi sonuçları olmak üzere 4 kısımda ele alınabilir.

5.5.1. Değişkenlere İlişkin Genel İstatistikler

Modelin panel veri tahmin sonuçlarına geçmeden önce, panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin temel bazı tanımlayıcı istatistikleri Tablo 10'da verilmektedir.

Tablo 10: Değişkenlere İlişkin Genel İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
GETİRİ	0,067746	0,125089	1,145368	-1,344842	0,441556	309
FAİZ	10,53057	7,446078	80,74167	1,000000	12,46722	309
ENF	0,074777	0,049753	0,631844	-0,014179	0,095794	309
SÜE	0,007864	0,008778	1,160428	-0,503603	0,096425	309
DOVİZ	0,044775	0,007786	1,236006	-0,331749	0,158613	309
M2	0,149370	0,136392	0,896740	-0,908297	0,136957	309
SP500	0,050395	0,127684	0,293495	-0,485902	0,215378	309

Tablo 10'dan görüleceği gibi, 1994-2009 dönemine ilişkin 22 gelişen piyasada ortalama hisse senedi getirisi 0.0677 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde söz konusu piyasalar için mevduat faiz oranı 10.530, enflasyon oranı 0.074, sanayi üretim endeksindeki değişim 0.0078, döviz kurundaki değişim 0,0447, para arzındaki değişim 0.1493, Standart and Poor's 500'deki değişim ortalama 0.050 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, değişkenlerin standart sapma ve diğer istatistikî değerleri ilgili tabloda ayrıntılı şekilde görülmektedir.

5.5.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon

Modeldeki bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	FAIZ	TÜFE	SÜE	DOVIZ	M2	SP500	GETİRİ
FAIZ	1.0000						
TÜFE	0.8988	1.0000					
SÜE	-0.0090	-0.0179	1.0000				
DOVIZ	0.6509	0.6383	-0.0406	1.0000			
M2	0.5791	0.6297	0.0160	0.3713	1.0000		
SP500	0.1591	0.1105	0.0777	0.1033	0.1230	1.0000	
GETİRİ	-0.0902	-0.0783	0.1405	-0.1926	0.0408	0.4480	1.0000

Modellerde kullanılan değişkenlere için yapılan korelasyon analizine ilişkin sonuçlar, değişkenler arasındaki ilişkilerin genelde zayıf ve orta kuvvetlilikte olduğunu göstermiştir. Doğaldır ki, mevduat faiz oranı ile enflasyon oranı ve döviz kuru arasındaki korelasyon yüksektir. Değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon mevduat faiz oranı ile enflasyon oranı arasında görülmüştür (0.8988) görülmüştür.

Hisse senedi getirisinin ile mevduat faiz oranı arasında (-0.0902), enflasyon oranı ile arasında (-0.0783), sanayi üretim endeksi ile arasında (0.1405), döviz kuru ile arasında (-0.1926), para arzı ile arasında (0.0408) zayıf ilişki olduğu, S&P 500 hisse senedi endeksi getirisi ile arasında (0.4480) orta kuvvetlilikte ilişki olduğu Tablo 12'de görülmektedir.

5.5.3. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Birim kök testleri, zaman serileri analizinde uygulamalı araştırmacılar arasında oldukça yaygın kullanılmaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda panel veri analizinde de birim kök testleri ilgi görmektedir. Sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için her bir değişkenin durağan düzeyleri ile regresyon analizine katılması gerekir. Bu bağlamda, değişkenlerin durağanlık testlerinin yapılması önem arz etmektedir.

Çalışmada ortak birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002) testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, bunun yanı sıra her birim için Fisher odaklı Genelleştirilmiş Dickey Fuller-ADF (1979) ve Philips ve Perron-PP (1988) testleri ve Im, Peseran ve Shin (2003) birim kök testi ile analiz edilmiştir. Analizlerde sabitli ve sabitli-trendli olmak üzere iki model kullanılmıştır. Birim kök testleri için hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur:

H_0 : Seride bir birim kök vardır.

H_1 : Seride bir birim kök yoktur.

Sabitli ve sabitli-trendli olmak üzere iki model kullanılarak bireysel birim kök testleri olarak adlandırılan Im, Peseran, Shin (2003) ile ortak birim kök testleri olarak bilinen Levin, Lin, Chu (2002) birim kök testlerine ait sonuçlara Tablo 12’de yer verilmiştir.

Tablo 12: IPS ve LLC Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model	LLC t istatistiği	IPS W istatistiği	Sonuç
GETİRİ	Sabitli	-15.0752*	-12.3390*	I(0)
	Sabitli-trendli	-12.7058*	-9.64733*	I(0)
FAİZ	Sabitli	-4.38931*	-2.40098*	I(0)
	Sabitli-trendli	-0.33888**	-2.42045*	I(0)
ENF	Sabitli	-11.5555*	-9.35153*	I(0)
	Sabitli-trendli	-11.0908*	-6.05524*	I(0)
SÜE	Sabitli	-5.75729*	-5.57073*	I(0)
	Sabitli-trendli	-6.57764*	-2.99312*	I(0)
DOVİZ	Sabitli	-8.44956*	-5.42237*	I(0)
	Sabitli-trendli	-7.12826*	-4.51950*	I(0)
M2	Sabitli	-8.06878*	-7.24550*	I(0)
	Sabitli-trendli	-6.47092*	-5.45897*	I(0)
SP500	Sabitli	-12.4756*	-8.26779*	I(0)
	Sabitli-trendli	-12.5726*	6.18793*	I(0)

* %1 seviyesinde, ** %5 seviyesinde anlamlılığı ifade eder. I(0) serilerin düzeyde durağan oldukları anlamına gelmektedir.

Sabitli ve sabitli- trendli olmak üzere iki model kullanılarak bireysel birim kök testleri olarak adlandırılan Fisher odaklı Genelleştirilmiş Dickey Fuller-ADF (1979) ve Philips ve Perron-PP (1988) birim kök testlerine ait sonuçlara Tablo 13’de yer verilmiştir.

Tablo 13: Fisher Odaklı ADF ve PP Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model	ADF χ^2 istatistiği	PP χ^2 istatistiği	Sonuç
GETİRİ	Sabitli	208.870*	226.436*	I(0)
	Sabitli-trendli	161.699*	211.325*	I(0)
FAİZ	Sabitli	72.2358*	80.4542*	I(0)
	Sabitli-trendli	63.4729**	78.6879*	I(0)
ENF	Sabitli	148.820*	195.431*	I(0)
	Sabitli-trendli	108.078*	134.907*	I(0)
SÜE	Sabitli	108.688*	118.478*	I(0)
	Sabitli-trendli	86.8536*	102.985*	I(0)
DOVIZ	Sabitli	103.395*	111.982*	I(0)
	Sabitli-trendli	92.1766*	119.391*	I(0)
M2	Sabitli	132.457*	148.825*	I(0)
	Sabitli-trendli	103.382*	121.911*	I(0)
SP500	Sabitli	142.020*	141.350*	I(0)
	Sabitli-trendli	107.333*	107.017*	I(0)

* %1 seviyesinde, ** %5 seviyesinde anlamlılığı ifade eder. I(0) serilerin düzeyde durağan oldukları anlamına gelmektedir.

Birim kök testlerinin sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde; analize dâhil olan tüm değişkenlerin her iki modelde birim kök testlerinin bütününde seride genel bir birim kök vardır şeklindeki H_0 hipotezi reddedilmekte, serilerin düzeyde durağan, yani I(0) oldukları anlaşılmaktadır. Değişkenler için gecikme değerleri, Schwartz Bilgi Kriteri (SIC)’ne göre otomatik olarak belirlenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre; serilerin farklı birim kök testleri için durağan olduğu ve bu seriler ile oluşturulacak herhangi bir modelde sahte regresyon sorununa rastlanmayacağı görülmüştür. Dolayısıyla serilerin durağan düzeyleri bundan sonraki aşamada hisse senedi getirisi ile makroekonomik ve küresel değişkenler arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde daha rahat kullanılabilir olacaktır.

5.5.4. Panel Veri Analizi Sonuçları

Bu çalışmada hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla panel veri yaklaşımı tercih edilmiştir. Çalışmada 1994-2009 yılları arasında 22 gelişen piyasaya ait değişkenler kullanılmıştır. Kullanılan model (5.4)

nolu denklem ile gösterilmiştir. Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulan model şu şekildedir:

$$GETİRİ_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 FAİZ + \beta_2 ENF + \beta_3 SÜE + \beta_4 DOVİZ + \beta_5 M2 + \beta_6 SP500 + \beta_7 KRİZ9798 + \beta_8 KRİZ2008 + \beta_9 GETİRİ (-1) + \varepsilon_{it} \quad (5.4)$$

Tahmin sonuçlarının elde edildiği modeller ilk olarak gelişen piyasaların yer aldığı gelişen piyasalar modeliyle başlamaktadır. Gelişen piyasalar için karma modellerden elde edilen sonuçlara göre analizler detaylandırılmıştır. Bu noktada, gelişen piyasaların sınıflandırılarak ayrıca ele alınmasına karar verilmiştir.

Bu Analizlerde, gelişen piyasaların buldukları coğrafi bölgelere ve ait oldukları gelir düzeylerine ayrılmıştır. Ayrım yapılırken Dünya Bankası'nın ülkeleri sınıflandırma biçimi dikkate alınmıştır. Bu durum, örnekleme daha homojen bir yapıya kavuşturduğundan, yalnızca sabit etki modellerinin incelenmesine olanak sağlamaktadır. Bu Araştırmada ayrıca gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere ve ait oldukları gelir düzeylerine ek olarak, OECD üyesi olup olmadığı açısından da farklı modeller oluşturularak incelenmiştir.

Analizde rastsal etkiler mi yoksa sabit etkiler yaklaşımının mı kullanılacağı ile ilgili karar Hausman (1979, 1981) testi sonuçlarına göre verilmiştir.

Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$H_0: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır

$H_1: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) \neq 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri sabittir

Sabit etki model parametre tahminçileri ile tesadüfi etkili modelin parametre tahminçileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi için oluşturulan Hausman test sonuçları Tablo 14' de verilmiştir.

Hausman test istatistiklerinin sonucunda elde edilen %5'in altındaki bir olasılık değeri tesadüfi etkiler modelinin uygun olmayacağı, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir.

Bu testte sıfır hipotezinin reddedilmesi sabit etkiler modelinin tesadüfi etkiler modeline tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Hausman testinde, tesadüfi etkiler modelinden elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modelinden elde edilen katsayıların aynı olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesi sabit etkiler modelinin reddedilememesi ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir.

5.5.4.1. Tüm Gelişen Piyasalar Panel Veri Analizi Sonuçları

Bu başlık altında gelişen piyasalar üzerine oluşturulan farklı modeller bulunmaktadır. Bu modeller ‘gelişen piyasalar’ gibi bir ayrımı içermesine rağmen yeterince homojen bir örnekleme temsil etmemektedir. Bu nedenle, tesadüfi ve sabit etkiler modellerine ait test istatistikleri kullanılmaktadır.

22 gelişen piyasada 1994-2009 yılları arasında hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla oluşturulan denklem (5.4) ile ifade edilen modelin panel veri analizi ile test edilmesinden elde edilen sonuçlar Tablo 14’de gösterilmiştir.

Tablo 14’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sonuçların tamamı verilmiştir. Yapılan Hausman testi sonucunda 4 model için de p değerleri 0.05’den küçük ($p \leq 0.05$) olduğundan sabit etkiler modeli tercih edilerek yorumlanmıştır ($H_1: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri sabittir). Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 22 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 289 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 14’de tüm gelişen piyasalar örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R^2 ’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 14’den Model 1’in R^2 ’sinin 0,436 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R^2 ’sinin 0,642’ye yükseldiği açıkça görülmektedir.

Tablo 14’de R^2 değerinin 0.642 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %64’ünü açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması ($p \leq 0.01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 14: Panel Veri Analizi Sonuçları (Tüm Gelişen Piyasalar)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0,29840* (0,037865)	0,227018* (0,037306)	0,186877* (0,039451)	0,326431* (0,0504021)
FAİZ	-0,0285* (0,006114)	-0,021666* (0,005833)	-0,022863* (0,005771)	-0,012318** (0,005288)
ENF	2,589142* (0,679376)	3,385830* (0,649145)	3,026461* (0,653029)	2,013009* (0,5804439)
SÜE	0,473091** (0,216865)	0,511643** (0,203137)	0,500414** (0,200491)	0,4133769** (0,174340)
GETİRİ(-1)	-200316* (0,052368)	-0,328973* (0,053313)	-0,340621* (0,052769)	-0,255931* (0,046726)
KRIZ9798	-0,339723* (0,068495)	-0,281996* (0,064813)	-0,287678* (0,063988)	-0,389622* (0,067520)
KRIZ2008	-0,935575* (0,085572)	-0,952640* (0,080165)	-0,943295* (0,079175)	-0,485396* (0,097345)
DOVİZ		-1,199146* (0,195158)	-1,192955* (0,192591)	-0,877330* (0,171129)
M2			0,537424* (0,189882)	0,485832* (0,165321)
SP500				0,942482* (0,125960)
Gözlemler	289	289	289	289
R ²	0,436	0,507	0,522	0,642
Grup sayısı	22	22	22	22
Hausman Testi	23,23	20,00	21,08	17,21
Hausman Olasılık	0,0007	0,0056	0,0069	0,00698
F Testi	7,47	9,57	9,76	14,91
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
SEM; sabit etkiler modelinin tercih edildiğini, * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Oluşturulan nihai modele (Model 4) göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, sanayi üretim endeksi değişim oranı, M2 para arzı değişkenlerinin ise gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ampirik sonuçlara göre tüketici fiyat endeksi değişim oranındaki % 1’lik artış hisse senedi getirisinde %2’lik bir artışa; sanayi üretim endeksi değişim oranındaki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,413’lük artışa, M2 para arzındaki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,485’lik bir artışa yol açmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı, döviz kuru değişkenlerinin gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki

olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre mevduat faiz oranındaki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,012’lik bir azalışa; döviz kurundaki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,877’lik azalışa yol açmaktadır.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Küresel piyasaların gelişen piyasalarla olan güçlü entegrasyonun etkisiyle ve gösterge etkisi olarak da bilinen bir etkiyle küresel piyasalarda yaşanan genel gidişatın gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisini etkilemesi doğaldır. Ampirik sonuçlara göre S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,942’lik bir artışa yol açmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada elde edilen ampirik bulgular, uluslararası finansal piyasaların artan entegrasyonu nedeniyle gelişen piyasalar ve küresel faktörler arasındaki dinamik bağlantıların önem kazandığı şeklindeki görüşü desteklemektedir.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Model 4 incelendiğinde KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinden söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Bu değişkenler ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Özellikle finansal krizlerin olduğu ve krizlerin olmadığı dönemler dikkate alınarak yapılacak bir çalışma, krizlerin hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğinin görülmesi açısından önemli olmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken ENF değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; SP500, DÖVİZ ve diğer değişkenler izlemektedir.

5.5.4.2. Coğrafi Bölgeler Panel Veri Analizi Sonuçları

Bu Analizlerde, gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere ayrılmıştır. Piyasaların coğrafi bölgelere ayrılmasının altında yatan neden, aynı coğrafyada yer alan ülkelerin benzer ekonomik yapıyı göstermesidir. Bu kapsamda gelişen piyasalar; Latin Amerika, Doğu ve Güney Asya, Avrupa ve Orta Asya, Ortadoğu ve Afrika olmak üzere dört farklı coğrafi bölgeye ayrılarak modeller oluşturulmuştur. Avrupa ve Orta Asya olarak nitelendirilen coğrafi bölgede yer alan ülkeler, geçiş ekonomisi özelliğini göstermektedir. Ortadoğu ve Afrika ülkeleri ise birbirine benzer yönetim sorunlarını yaşamaktadır ve birbirine benzer kalkınmışlık düzeyine sahiptir. Doğu ve Güney Asya ülkeleri benzer kalkınma stratejilerini benimseyen ülkelere oluşmaktadır. Latin Amerika ülkelerinin çoğunluğu ise benzer makroekonomik sorunları yaşamaktadır.

Dolayısıyla aynı coğrafyada yer alan ve benzer ekonomik yapıyı gösteren gelişen piyasalar ile farklı coğrafyada yer alan ve farklı ekonomik yapıyı gösteren gelişen piyasalarda hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik değişkenlerin farklı olup olmadığı, hangi değişkenin hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken olduğunun bilinmesi yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bu farklılığın ampirik olarak ortaya konabilmesi için örnekleme dahil olan gelişen piyasaları bölgesel olarak ayırma tabii tutup, denklem (5.4) ile ifade edilen modelin yeniden çalıştırılarak farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Çalışmada 4 regresyon modeli çalıştırılmıştır.

Bu analizlerde gelişen piyasaların buldukları coğrafi bölgelere ayrılması örnekleme daha homojen bir yapıya kavuşturmuştur. Bu durum yalnızca sabit etki modellerinin incelenmesine olanak sağlamaktadır. Ayrıca tüm gelişen piyasalar örnekleme için uygulanan Hausmann testi sonucuna göre sabit etkiler modelinin tercih edilmesi, bu gruplandırmalarda sabit etkiler modellerinin tercih edilmesinin diğer dayanak noktasıdır.

Tablo 15: Panel Veri Analizi Sonuçları (Latin Amerika Coğrafi Bölgesi)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.489823* (0.063604)	0.439766* (0.067718)	0.388491* (0.079183)	0.473811* (0.079149)
FAİZ	-0.048997* (0.008023)	-0.039719* (0.009253)	-0.035675* (0.009781)	-0.012482 (0.009461)
ENF	3.222645* (0.965036)	3.118320* (0.949068)	2.413161** (1.104093)	0.468010 (0.973427)
SÜE	5.733763** (2.909573)	4.485530 (2.930402)	4.077226 (2.937983)	1.542719 (2.445634)
GETİRİ(-1)	-0.323440* (0.096497)	-0.355495* (0.096217)	-0.353414* (0.095870)	-0.214880* (0.084455)
KRIZ9798	-0.067880 (0.098850)	-0.107555 (0.099249)	-0.143190 (0.102988)	-0.284057* (0.099811)
KRIZ2008	-0.867261* (0.121968)	-0.885227* (0.120119)	-0.879130* (0.119769)	-0.427929* (0.148657)
DOVİZ		-0.552962** (0.289324)	-0.578609** (0.288981)	-0.567813** (0.252917)
M2			0.444589 (0.359460)	0.596208** (0.301472)
SP500				0.942688* (0.202709)
Gözlemler	83	83	83	83
R ²	0.588	0.608	0.616	0.751
Grup sayısı	6	6	6	6
F Testi	9,21	9,06	8,54	13,48
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Tablo 15’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 6 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 83 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 15’de Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R²’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 15’den Model 1’in R²’sinin 0,588 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R²’sinin 0,751’e yükseldiği açıkça görülmektedir.

Tablo 15’de R² değerinin 0.751 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %75’ini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması (p<0,01)

oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece M2 para arzı değişkenlerinin Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece döviz kuru değişkenlerinin Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Model 4 incelendiğinde M2 para arzındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,596'lık bir artışa; döviz kurundaki %1'lik artışın ise hisse senedi getirisinde %0,567'lik bir azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı değişkeninin ise Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistiki olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Ampirik sonuçlardan S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %0,942'lik bir artışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin Latin Amerika coğrafi bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Model 4 incelendiğinde KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinden söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETİRİ(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETİRİ değişkeninin GETİRİ(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken SP500 değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; M2 para arzı, DÖVİZ ve diğer değişkenler izlemektedir.

Tablo 16: Panel Veri Analizi Sonuçları (Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.362656* (0.087209)	0.250334* (0.085594)	0.107622 (0.102415)	0.224912** (0.109153)
FAİZ	-0.059914* (0.017492)	-0.058924* (0.016154)	-0.072473* (0.016692)	-0.049862* (0.017708)
ENF	4.193326* (1.426263)	6.799462* (1.479011)	6.764754* (1.437416)	5.331678* (1.411115)
SÜE	0.169414 (0.276421)	0.200272 (0.255373)	0.204923 (0.248186)	0.276302 (0.235171)
GETİRİ(-1)	-0.309040* (0.091935)	-0.469895* (0.094511)	-0.539149* (0.096316)	-0.462673* (0.092377)
KRİZ9798	-0.582206* (0.136502)	-0.367582* (0.137694)	-0.344014* (0.134178)	-0.465321* (0.151560)
KRİZ2008	-1.037290* (0.166128)	-1.021852* (0.153455)	-1.029146* (0.149163)	-0.623378* (0.204537)
DOVİZ		-1.585701* (0.409491)	-1.879642* (0.416547)	-1.556392* (0.410903)
M2			1.856210** (0.777098)	1.340104*** (0.773230)
SP500				0.768725* (0.261919)
Gözlemler	94	94	94	94
R ²	0.526	0.601	0.627	0.683
Grup sayısı	7	7	7	7
F Testi	7,49	9,27	9,52	10,40
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Tablo 16’da 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 7 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 94 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 16’da Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R^2 ’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 16’dan Model 1’in R^2 ’sinin 0,526 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R^2 ’sinin 0,683’e yükseldiği görülmektedir.

Tablo 16’da R^2 değerinin 0.526 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %52’sini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması ($p < 0,01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Oluşturulan Model 4’e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı ve M2 para arzı değişkenlerinin Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Modele dahil edilen mevduat faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Model 4 incelendiğinde tüketici fiyat endeksi değişim oranındaki %1’lik artışın hisse senedi getirisinde %5,331’lik artışa, M2 para arzındaki %1’lik artışın hisse senedi getirisinde %1,340’lık bir artışa; mevduat faiz oranındaki %1’lik artışın hisse senedi getirisinde %0,049’luk bir azalışa, döviz kurundaki %1’lik artışın ise hisse senedi getirisinde %1,556’lık bir azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse

senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Ampirik sonuçlara göre S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %0,768’lik artışa yol açmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin Doğu ve Güney Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Model 4 incelendiğinde KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinden söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir. Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken ENF değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; DÖVİZ, M2 para arzı ve diğer değişkenler izlemektedir.

Tablo 17’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 5 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 60 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 17’de Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi örneklemini için uygulanan regresyon sonucunda modelin R^2 ’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 17’den Model 1’in R^2 ’sinin 0,518 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R^2 ’sinin 0,719’a yükseldiği görülmektedir.

Tablo 17’de R^2 değerinin 0.719 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin yaklaşık %72’siini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması ($p < 0,01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 17: Panel Veri Analizi Sonuçları (Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.285104* (0.081527)	0.165144** (0.088330)	0.152387*** (0.087969)	0.235659*** (0.132812)
FAİZ	0.009858 (0.014065)	0.014054 (0.013310)	0.009060 (0.013664)	-0.000618 (0.011992)
ENF	-1.537075 (1.653058)	-0.400563 (1.608601)	-0.229691 (1.598010)	0.998932 (1.401484)
SÜE	0.036761 (0.755921)	0.138085 (0.711515)	0.098843 (0.705298)	-0.246906 (0.614872)
GETİRİ(-1)	-0.196229 (0.130252)	-0.291498** (0.127307)	-0.307055** (0.126590)	-0.265780* (0.108828)
KRIZ9798	-0.288448*** (0.166800)	-0.216061 (0.159013)	-0.207473 (0.157619)	-0.424332* (0.157542)
KRIZ2008	-1.195289* (0.198554)	-1.274182* (0.188858)	-1.259398* (0.187361)	-0.716189* (0.211997)
DOVİZ		-1.447712* (0.530124)	-1.392456* (0.526575)	-1.138776** (0.493161)
M2			0.342456 (0.246601)	0.384114*** (0.211370)
SP500				1.105898* (0.275741)
Gözlemler	60	60	60	60
R ²	0.518	0.582	0.599	0.719
Grup sayısı	5	5	5	5
F Testi	5,26	6,09	5,89	8,22
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece M2 para arzı değişkenlerinin Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece döviz kuru değişkenlerinin Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ampirik sonuçlara göre M2 para arzındaki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %0,384'lük artışa; döviz kurundaki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %1,138'lik bir azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin Avrupa ve Orta Asya

Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı değişkeninin ise Avrupa ve Orta Asya Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenler anlamlı olmamakla birlikte, bu değişkenlerden tüketici fiyat endeksi değişim oranı ve mevduat faiz oranı değişkenlerinin işaretleri beklentiler doğrultusunda tespit edilmişken, sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkeninin işareti beklentiler doğrultusunda tespit edilememiştir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Avrupa ve Orta Asya Coğrafi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Model 4 incelendiğinde S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %1,105'lik bir artışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin Avrupa ve Orta Asya Coğrafi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Model 4 incelendiğinde KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinden söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa sebep olduğu anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken DÖVİZ değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; SP500, M2 para arzı ve diğer değişkenler izlemektedir.

Tablo 18: Panel Veri Analizi Sonuçları (Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.306824** (0.149557)	0.226061 (0.146058)	0.155610 (0.165338)	0.145836 (0.155343)	0.243935 (0.159286)
FAİZ	-0.031834 (0.020813)	-0.016195 (0.020840)	-0.018357 (0.021015)	-0.022269 (0.019799)	-0.001061 (0.022249)
ENF	1.651788 (1.884721)	1.788010 (1.790474)	1.313830 (1.867252)	0.769576 (1.767093)	0.199180 (1.738796)
SÜE	1.312289* (0.471371)	1.511248* (0.455416)	1.539778* (0.457378)	1.065497** (0.469068)	1.011518** (0.455395)
GETİRİ(-1)	-0.080215 (0.137309)	-0.199680 (0.139830)	-0.249959 (0.150481)	-0.170871 (0.144788)	-0.104198 (0.144692)
KRIZ9798	-0.068357 (0.171648)	-0.082110 (0.163084)	-0.069017 (0.164030)	-0.254339 (0.170741)	-0.177552 (0.170392)
KRIZ2008	-0.728278* (0.201389)	-0.745286* (0.191354)	-0.715246* (0.194519)	-0.240393 (0.262563)	-0.296554 (0.256147)
DOVİZ		-1.206006** (0.510258)	-1.311780** (0.524152)	-0.773049 (0.536788)	-0.601531 (0.528031)
M2			0.957213 (1.045339)	1.024750 (0.982206)	0.963180 (0.952245)
SP500				0.846189** (0.336034)	0.797577** (0.326614)
Gözlemler	52	52	52	52	52
R ²	0.402	0.473	0.484	0.556	0.594
Grup sayısı	4	4	4	4	4
F Testi	3,13	3,69	3,41	4,08	4,28
F Testi Olasılık	0,0055	0,0013	0,0020	0,0004	0,0002
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.					

Tablo 18’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 4 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 52 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 18’de Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R²’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 18’den Model 1’in R²’sinin 0,402 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R²’sinin 0,594’e yükseldiği görülmektedir.

Tablo 18’de R² değerinin 0.594’e çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin yaklaşık %59’unu açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması

($p < 0,01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkeninin Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ampirik sonuçlara göre sanayi üretim endeksi değişim oranındaki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %1,011'lik artışa yol açmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, M2 para arzı değişkenlerinin Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı ve döviz kuru değişkeninin ise Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistiki olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Elde edilen bulgulara göre S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %0,797'lik artışa neden olmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya Krizinin ve 2008 Küresel Finansal Krizinin Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi örnekleminde hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerinde negatif ilişkiye sahip olduğu şeklindeki hipotezi kanıtlar nitelikte değildir. Ancak bu değişken anlamlı olmamakla birlikte, işareti beklentiler doğrultusunda tespit edilmiştir.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; SP500 ve diğer değişkenler izlemektedir.

5.5.4.3. Gelir Düzeyine Göre Panel Veri Analizi Sonuçları

Bu başlık altında yer alan modeller, Dünya Bankası tarafından yapılan gelir düzeyi ayırımına dayanmaktadır. Bu kapsamda gelişen piyasalar üst orta ve alt orta gelir düzeylerine göre iki farklı gruba ayrılarak her bir gelir grubu için ayrı modeller oluşturulmuştur. Bu analizlerde gelişen piyasaların buldukları gelir grubuna ayrılması örnekleme daha homojen bir yapıya kavuşturmaktadır. Bu durum yalnızca sabit etki modellerinin incelenmesine olanak sağlamaktadır.

Bu bölümde, Dünya Bankasının sınıflandırmasında yüksek gelir düzeyi kapsamında yer alan ülkelerin aynı zamanda OECD üyesi olması nedeniyle yüksek gelir düzeyi piyasaları için ayrıca model oluşturulmamıştır. Bir sonraki başlıkta piyasaların OECD üyesi olup olmaması ayrımı dikkate alınarak OECD üyesi piyasalar için oluşturulan ayrı bir modele yer verilmiştir. Dolayısıyla bu araştırmada birbirinin aynı iki modelin yer almaması hedeflenmiştir.

Tablo 19’da 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1996-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 5 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 66 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 19’da Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R^2 ’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 20’den Model 1’in R^2 ’sinin 0,514 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R^2 ’sinin 0,705’e yükseldiği görülmektedir.

Tablo 19’da R^2 değerinin 0.705 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %70’ini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması ($p \leq 0,01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 19: Panel Veri Analizi Sonuçları (Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.391237* (0.121086)	0.245508** (0.118747)	0.158488 (0.152441)	0.310688** (0.144220)
FAİZ	-0.055516* (0.018041)	-0.045339* (0.016777)	-0.048714* (0.017206)	-0.020010 (0.017275)
ENF	3.938087* (1.348619)	5.548123* (1.321202)	5.292051* (1.352680)	3.815100* (1.254429)
SÜE	1.187269** (0.527880)	1.401205* (0.487156)	1.428585* (0.488833)	0.950408** (0.459968)
GETİRİ(-1)	-0.169571 (0.117501)	-0.303728** (0.114485)	-0.354107* (0.127261)	-0.249967** (0.115511)
KRIZ9798	-0.439733* (0.165323)	-0.275883*** (0.158726)	-0.257487 (0.160245)	-0.368348** (0.181342)
KRIZ2008	-1.139926* (0.202505)	-1.159213* (0.185417)	-1.141171* (0.186755)	-0.644568* (0.240139)
DOVİZ		-1.380106* (0.404073)	-1.587079* (0.463923)	-1.295667* (0.435900)
M2			1.026232 (1.124586)	0.468029 (1.043121)
SP500				0.936188* (0.314766)
Gözlemler	66	66	66	66
R ²	0.514	0.601	0.607	0.705
Grup sayısı	5	5	5	5
F Testi	5,83	7,39	6,82	8,72
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı ve sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece döviz kuru değişkenlerinin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulardan tüketici fiyat endeksi değişim oranındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %3,815'lik artışa, sanayi üretim endeksi değişim oranındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,950'lik artışa, döviz kurundaki %1'lik artışın ise hisse senedi getirisinde %1,295'lik bir azalışa neden olduğu söylenebilir.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı değişim oranı değişkeninin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen M2 para arzı değişkeninin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulardan S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,936'lık bir artışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin Alt Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Model 4 incelendiğinde KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinden söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa sebep olduğu anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken ENF değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; DÖVİZ, SÜE ve diğer değişkenler izlemektedir.

Tablo 20'de farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1996-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 12 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 158 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 20: Panel Veri Analizi Sonuçları (Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.331604* (0.049047)	0.248434* (0.048394)	0.152061* (0.054124)	0.318447* (0.066378)
FAİZ	-0.029509* (0.007691)	-0.016461** (0.007589)	-0.016007** (0.007302)	-0.007808 (0.006693)
ENF	2.738010* (0.891566)	2.842215* (0.825262)	1.742471** (0.854123)	0.956472 (0.763069)
SÜE	0.280566 (0.238428)	0.266356 (0.220643)	0.230405 (0.212514)	0.234081 (0.763069)
GETİRİ(-1)	-0.283687* (0.072935)	-0.378848* (0.070173)	-0.390293* (0.067588)	-0.287237* (0.061633)
KRIZ9798	-0.271839* (0.091931)	-0.287577* (0.085126)	-0.308660* (0.082115)	-0.377937* (0.086812)
KRIZ2008	-0.904457 (0.109083)	-0.924989* (0.101023)	-0.896385* (0.097531)	-0.506318* (0.125821)
DOVIZ		-1.264251* (0.255386)	-1.226633* (0.245924)	-0.870652* (0.225764)
M2			1.087303* (0.311417)	0.937267* (0.276139)
SP500				0.838828* (0.170331)
Gözlemler	158	158	158	158
R ²	0.466	0.546	0.583	0,685
Grup sayısı	12	12	12	12
F Testi	7,21	9,32	10,18	14,14
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000		0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Tablo 20’de Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örneklemini için uygulanan regresyon sonucunda modelin R²’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 20’den Model 1’in R²’sinin 0,466 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R²’sinin 0,685’e yükseldiği açıkça görülmektedir.

Tablo 20’de R² değerinin 0.685’e çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %68’ini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması (p<0,01) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece M2 para arzı değişkenlerinin Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece döviz kuru değişkenlerinin Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulardan M2 para arzındaki %1'lik artışın hisse senedi getirinde %0,937'lik bir artışa, döviz kurundaki %1'lik artışın ise hisse senedi getirisinde %0,87'lik bir azalışa yol açtığı söylenebilir.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı değişkeninin ise Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistiki olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenler anlamlı olmamakla birlikte, işaretleri beklentiler doğrultusundadır.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulardan SP500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artışın hisse senedi getirinde %0,838'lik bir artışa yol açtığı söylenebilir.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin Üst Orta Gelir Düzeyindeki Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulardan KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinin söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa sebep olduğu anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin

GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken M2 para arzı değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; DÖVİZ, SP500 ve diğer değişkenler izlemektedir.

5.5.4.4. OECD Üyesi Olup Olmaması Açısından Panel Veri Analizi Sonuçları

Bu araştırmada ayrıca gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere ve ait oldukları gelir düzeylerine ek olarak, OECD üyesi olup olmadığı açısından da farklı modeller oluşturularak incelenmiştir.

Gelişen piyasaların OECD üyesi olup olmadığı açısından gruba ayrılması örnekleme daha homojen bir yapıya kavuşturmaktadır. Bu durum yalnızca sabit etki modellerinin incelenmesine olanak sağlamaktadır.

Tablo 21’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 8 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 107 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 21’de OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleme için uygulanan regresyon sonucunda modelin R^2 ’lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 22’den Model 1’in R^2 ’sinin 0,386 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R^2 ’sinin 0,596’e yükseldiği açıkça görülmektedir.

Tablo 21’de R^2 değerinin 0.596’ya çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %59’unu açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması ($p < 0,01$) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 21: Panel Veri Analizi Sonuçları (OECD Üyesi Gelişen Piyasalar)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.195417* (0.066865)	0.168346* (0.066111)	0.155338** (0.066136)	0.268893* (0.086303)
FAİZ	-0.001804 (0.011646)	0.001095 (0.011412)	-0.003226 (0.011660)	0.001543 (0.010158)
ENF	-0.216435 (1.352649)	0.677011 (1.368533)	0.792231 (1.360097)	0.241017 (1.180276)
SÜE	5.042592 (3.737077)	1.612145 (3.905834)	1.884747 (3.879957)	4.277498 (3.518258)
GETİRİ(-1)	-0.360199* (0.117429)	-0.408153* (0.116133)	-0.416550* (0.115372)	-0.353272* (0.099838)
DUMMY9798	-0.266773** (0.108775)	-0.208099** (0.108723)	-0.211493** (0.107914)	-0.344455* (0.110185)
DUMMY2008	-0.788339* (0.150552)	-0.848343* (0.148787)	-0.851207* (0.147662)	-0.319343*** (0.167649)
DOVİZ		-1.124807** (0.462597)	-1.098296** (0.459380)	-0.692740*** (0.411084)
M2			0.355269 (0.228295)	0.405379** (0.195831)
SP500				1.047993* (0.209503)
Gözlemler	107	107	107	107
R ²	0.386	0.423	0.438	0.596
Grup sayısı	8	8	8	8
F Testi	4,50	4,83	4,74	7,74
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.				

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece M2 para arzı değişkenlerinin OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen sadece döviz kuru değişkenlerinin OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Model 4 incelendiğinde M2 para arzındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,405'lik azalışa, döviz kurundaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,692'lik bir azalışa yol açtığı anlaşılmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı, sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin OECD Üyesi Gelişen

Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Modele dahil edilen mevduat faiz oranı değişkeninin ise OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistiki olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ampirik sonuçlara göre S&P 500 hisse senedi getirisindeki %1’lik artış hisse senedi getirisinde %1,047’lik artışa neden olmaktadır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin OECD Üyesi Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulardan KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinin söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa neden olduğu anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken SP500 değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; DÖVİZ, M2 para arzı ve diğer değişkenler izlemektedir.

Tablo 22’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sabit etkiler modeli sonuçlarının tamamı verilmiştir. Bu bağlamda 1994-2009 yılları arasındaki 14 zaman serisi ve 7 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 94 gözlem analiz edilmiştir.

Tablo 22: Panel Veri Analizi Sonuçları (OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GETİRİ	SEM	SEM	SEM	SEM
SABİT	0.398735* (0.056594)	0.272352* (0.058727)	0.189070* (0.075573)	0.361957* (0.076347)
FAİZ	-0.044920* (0.007658)	-0.032365* (0.007592)	-0.029870* (0.007681)	-0.018767* (0.007378)
ENF	2.966444* (0.799757)	4.087259* (0.780914)	3.403172* (0.870532)	2.380426* (0.793934)
SÜE	0.438467** (0.211139)	0.481482** (0.197500)	0.468506** (0.196422)	0.387038** (0.173697)
GETİRİ(-1)	-0.191606* (0.065731)	-0.284286* (0.064216)	-0.306492* (0.065090)	-0.235278* (0.058710)
DUMMY9798	-0.339452* (0.086310)	-0.310953* (0.080862)	-0.327808* (0.080947)	-0.404497* (0.086587)
DUMMY2008	-0.984432* (0.103502)	-1.013739* (0.096903)	-0.984714* (0.080947)	-0.571234* (0.123408)
DOVİZ		-1.125491* (0.227357)	-1.157317* (0.226695)	-0.851215* (0.210088)
M2			0.746426*** (0.430291)	0.501989 (0.396787)
SP500				0.853079* (0.165091)
Gözlemler	182	182	182	182
R ²	0,513	0,577	0,585	0,681
Grup sayısı	14	14	14	14
F Testi	8,98	11,00	10,75	14,68
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Bütün model tahminleri sabit etkiler yöntemine göre yapılmıştır. * katsayıların % 1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı, *** %10 düzeyinde anlamlı olduğunu, parantez içindeki değerler ise standart hataları göstermektedir.

Tablo 22’de OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örneklemini için uygulanan regresyon sonucunda modelin R²lerinin modele dâhil edilen her bir bağımsız değişkenle birlikte yükseldiği görülmektedir. Tablo 10’dan Model 1’in R²sinin 0,526 iken, değişkenler eklenerek oluşturulan Model 4’ün R²sinin 0,683’e yükseldiği görülmektedir.

Tablo 22’de R² değerinin 0.526 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin %52’sini açıklayabildiğini; F istatistiği sonucu ise, modelin anlamlılık düzeyini test eden F istatistiğine ilişkin p değerinin sıfıra eşit olması (p<0,01) oluşturduğumuz modelin %99 güvenilirlikle bir bütün olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Oluşturulan Model 4'e göre elde edilen ampirik sonuçlar; makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen tüketici fiyat endeksi değişim oranı ve sanayi üretim endeksi değişim oranı değişkenlerinin OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen mevduat faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ampirik sonuçlardan tüketici fiyat endeksi değişim oranındaki %1'lik artış hisse senedi getirisinde %2,387'lik artışa; sanayi üretim endeksi değişim oranındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,38'lik artışa, mevduat faiz oranındaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,018'lik azalışa, döviz kurundaki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,851'lik azalışa neden olduğu anlaşılmaktadır.

Makroekonomik değişkenler olarak modele dahil edilen M2 para arzı değişkeninin OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir.

Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Ampirik sonuçlardan SP500 hisse senedi getirisindeki %1'lik artışın hisse senedi getirisinde %0,853'lük artışa neden olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin OECD Üyesi Olmayan Gelişen Piyasalar örnekleminde senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulardan KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenlerinin söz konusu krizlerin hisse senedi getirisinde azalışa neden olduğu anlaşılmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün

bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken ENF değişkeni olup, bu değişkeni sırasıyla; DÖVİZ, SÜE ve diğer değişkenler izlemektedir.

5.6. Araştırmanın Bulgularının Değerlendirilmesi

Tahmin sonuçlarının elde edildiği modeller ilk olarak gelişen piyasalar modeliyle başlamaktadır. Gelişen piyasalar için karma modellerden elde edilen sonuçlara göre analizler detaylandırılmıştır. Bu noktada, gelişen piyasaların sınıflandırılarak ayrıca ele alınmasına karar verilmiştir. Bu çalışmada gelişen piyasaların Latin Amerika, Doğu ve Güney Asya, Avrupa ve Orta Asya, Ortadoğu ve Afrika olmak üzere dört farklı coğrafi bölgeye, alt orta ve üst orta gelir düzeyleri olmak üzere ait oldukları gelir düzeylerine ve OECD üyesi olup olmadığı açısından iki farklı gruba ayrılarak modeller oluşturulduğu daha önce ifade edilmişti.

Çalışmanın bu bölümünde modele dahil edilen değişkenler, oluşturulan farklı gruplar açısından karşılaştırılmaktadır.

Çalışmada yer alan modeller, ülke grubu, modellere yer alan değişkenler ve elde edilen tahmin sonuçlarını içerecek şekilde Tablo 23 ve 24'te özetlenmiştir. Tabloda özetlenen modeller her bir örnekteki nihai model sonuçlarını içermektedir.

Nihai tahmin sonuçlarını gösteren modellerde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünü gösteren R^2 düzeyi 0.59'dan 0,75'e kadar değişmektedir. Bu durum elde edilen modellerin hisse senedi getirisinin tamamını açıklayamadığını göstermektedir. Açıklanamayan kısım ise bu ülke piyasalarının kendine has ekonomik ve siyasi faktörlerine, yatırımcıların psikolojik özelliklerine bağlanabilir.

Tablo 23: Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo

Veri		Sonuç		Veri		Sonuç	
Ülke Grubu	Değişkenler	İşaret	İstatistiksel Olarak Anlamlılık	Değişkenler	İşaret	İstatistiksel Olarak Anlamlılık	
Tüm Gelişen Piyasalar	FAİZ	(-)	%5 anlamlı	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	%1 anlamlı	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	%5 anlamlı	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%1 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%1 anlamlı				
Latin Amerika	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	anlamsız	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	anlamsız	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%5 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%5 anlamlı				
Doğu ve Güney Asya	FAİZ	(-)	%1 anlamlı	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	%1 anlamlı	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	anlamsız	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%1 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%10 anlamlı				
Avrupa ve Orta Asya	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	anlamsız	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(-)	anlamsız	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%5 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%10 anlamlı				
Ortadoğu ve Afrika	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	anlamsız	
	TÜFE	(+)	anlamsız	KRİZ2008	(-)	anlamsız	
	SÜE	(-)	%5 anlamlı	GETİRİ(-1)	(-)	anlamsız	
	DÖVİZ	(-)	anlamsız	SP500	(+)	%5 anlamlı	
	M2	(+)	anlamsız				

Tablo 24: Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo (Devamı)

Veri		Sonuç		Veri		Sonuç	
Ülke Grubu	Değişkenler	İşaret	İstatistiksel olarak Anlamlılık	Değişkenler	İşaret	İstatistiksel olarak Anlamlılık	
Alt-Orta Gelir Düzeyi	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	%5 anlamlı	
	TÜFE	(+)	%1 anlamlı	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	%5 anlamlı	GETİRİ(-1)	(-)	%5 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%1 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	anlamsız				
Üst-Orta Gelir Düzeyi	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	anlamsız	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	anlamsız	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%1 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%1 anlamlı				
OECD Üyesi	FAİZ	(-)	anlamsız	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	anlamsız	KRİZ2008	(-)	%10 anlamlı	
	SÜE	(+)	anlamsız	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%10 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	%5 anlamlı				
OECD Üyesi Olmayan	FAİZ	(-)	%1 anlamlı	KRİZ9798	(-)	%1 anlamlı	
	TÜFE	(+)	%1 anlamlı	KRİZ2008	(-)	%1 anlamlı	
	SÜE	(+)	%1 anlamlı	GETİRİ(-1)	(-)	%1 anlamlı	
	DÖVİZ	(-)	%1 anlamlı	SP500	(+)	%1 anlamlı	
	M2	(+)	anlamsız				

Makroekonomik değişkenlerden mevduat faiz oranı değişkeninin (FAİZ) tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Mevduat faiz oranının artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini azaltmaktadır. Dolayısıyla bu piyasa örneklemlerinde mevduat faiz oranının hisse senedine alternatif yatırım aracı olduğu söylenebilir.

Çalışmamızı destekler nitelikte Jensen ve Johnson (1995), faiz oranının düşüşünü takiben hisse senedi getirilerinin daha yüksek ve daha istikrarlı olduklarını iddia etmişlerdir. Moosa (1998) çalışmasında hisse senedi endeksi ile hazine bonusu faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu saptamıştır. Gjerde ve Saattern (1999) Norveç

piyasası için yaptıkları çalışmada borsa endeksi ile hazine bonusu faiz oranları arasındaki ilişkileri incelemişler, faiz oranlarındaki artışların, borsa endeksini düşürücü etki yaptığını saptamışlardır. Benzer şekilde, Zordan (2005), Uddin ve Alam (2009), Abugri (2008), Mohammad ve diğerleri (2009), García ve Juárez (2010), hisse senedi fiyatı ile faiz oranı arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir. Henry (2009) İngiltere’de faiz oranındaki dalgalanmaların hisse senedi getirisinin değişkenliğini belirlemede önemli rol oynadığını, faiz oranındaki artışın hisse senedi getirisini düşürdüğünü ortaya koymuştur. Pilinkus (2009, 2010), Litvanya’da faiz oranının hisse senedi fiyatı üzerinde negatif etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Hisse senedi getirisi ya da fiyatı ile faiz oranları arasındaki ilişki üzerine yapılan diğer çalışmalarda [(Jensen ve Johnson (1995), Moosa (1998), Gjerde ve Saattern (1999), Zordan (2005), Alam ve Uddin (2009)] faiz oranlarındaki düşüşün yatırımcılar açısından olumlu, yükselişin ise olumsuz sinyal olduğu ortaya koyulmuştur. Faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişkiyi Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için, Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için, İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için, Horobet ve Dumitrescu (2009) Çek cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Polonya için, Büyükşalvarcı (2010) Türkiye için tespit etmişlerdir. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Yatırımcılar, yatırımdan elde edecekleri getirinin en az risksiz getiri oranı olarak kabul edilen hazine bonusu ya da devlet tahvili faiz oranı kadar olmasını beklerler. Faiz oranı yükseldiğinde, hisse senetlerini değerlemede kullanılan iskonto oranı da artacağından yatırımlar hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına doğru kaymakta, bu da hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Aksine, faizler düştüğünde ise tahvil cazibesini kaybetmekte ve yatırımlar hisse senedine doğru kayacağından hisse senedi fiyatı ve getirisi de yükselir.

Ampirik sonuçlar mevduat faiz oranı değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin yönüne ilişkin hipotezleri destekler niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, mevduat faiz oranı değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Mevduat faiz oranı değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki negatif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örneğinde, Avrupa ve Orta Asya örneğinde, Ortadoğu ve Afrika örneğinde, alt orta gelir düzeyi örneğinde, üst orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi piyasalar örneğinde tespit edilememiştir.

Mevduat faiz oranı değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Ali ve diğerleri (2010) araştırmalarının sonucunda hisse senedi getirisi ile kullanılan makroekonomik göstergeler arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edememiştir. Wang (2010a), Çin'deki hisse senedi getirisi ile faiz oranı arasında ilişki tespit edememiştir. Pearce ve Roley (1985), ABD'de hisse senedi fiyatı ile faiz oranı arasında bir ilişki tespit etmemişlerdir. Laopodis (2010), Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD'de hisse senedi fiyatlarının faiz oranından etkilenmediği bulgusuna ulaşmışlardır.

Enflasyon oranı (ENF) tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Enflasyon oranının artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini artırmaktadır.

Çalışmamızı destekler nitelikte Kessel (1956) enflasyon oranındaki artışların firmaların hisse senedi değerini artıracadığını iddia etmiştir. Bu çalışma, Boudoukh ve Richardson (1993), Solnik ve Solnik (1997), Fosback (1991), Abdullah ve Hayworth (1993) ve Graham (1996), Madsen (2005) ve Ryan (2006), Ratanapakorn ve Sharma (2007) tarafından desteklenmiştir. Bu çalışmalara göre, pozitif korelasyon yatırımcıların enflasyondan korunmak amacıyla hisse senedine yatırım yaptıkları mantığına dayanmaktadır. Ayrıca, Choudhry (2001) 4 yüksek enflasyonlu ülkede (Arjantin, Şile, Meksika, Venezüella), Spyrou (2004) 10 gelişen piyasada (Arjantin, Şile, Meksika, Brezilya, Tayland, Güney Kore, Malezya, Hong Kong, Filipinler, Türkiye), İbrahim ve Aziz (2003) Malezya'da, Horobet ve Dumitrescu (2009), Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (Çek cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Polonya) için araştırdıkları çalışmasında, Romanya hariç diğer ülkelerde enflasyon oranı ile hisse senedi fiyatı pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Alagidede and Panagiotidis (2010) 6 Afrika ülkesinde, Arjoon ve diğerleri (2010) Güney Afrika hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun etkilerini incelediği çalışmalarında, kısa dönemde enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki gözlemlemişlerdir. Ratanapakorn ve Sharma (2007), ABD'de hisse senedi fiyatıyla enflasyon oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Fisher hipotezine (Fisher, 1930) göre, hisse senetleri enflasyona karşı bir koruma sağlar. Bu yüzden, hisse senetlerinin getirisi enflasyon oranıyla birlikte hareket etmelidir. Bu hipotez piyasa faiz oranının beklenen reel faiz oranını ve beklenen enflasyonu kapsadığını ve hisse senedi getirisiyle enflasyon arasında birebir pozitif ilişkinin olduğunu varsaymaktadır. Bu durum yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yaparak satın alma gücündeki kayıpları tamamıyla telafi edebildikleri anlamına gelmektedir. Bu piyasa örneklemelerinde hisse senedinin enflasyona karşı koruma sağladığı söylenebilir.

Ampirik sonuçlar enflasyon oranı değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin yönüne ilişkin hipotezleri destekler niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, enflasyon oranı değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Enflasyon oranı değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki pozitif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örneğinde, Avrupa ve Orta Asya örneğinde, Ortadoğu ve Afrika örneğinde, üst orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi piyasalar örneğinde tespit edilememiştir. Enflasyon oranı değişkeninin bu örneklerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Bilson ve diğerleri (2001), enflasyon oranının Türkiye için hisse senedi getirisi üzerinde etkisiz bir faktör olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Li ve diğerleri (2010) İngiltere hisse senedi piyasasının kısa dönemde enflasyona karşı koruma sağlamadığı ve uzun dönemde ise sonucun karmaşık olduğunu ortaya koymuşlardır. Floros (2004) ve Hondroyiannis ve Papapetrou (2006), Yunanistan hisse senedi piyasası için gerçekleştirdikleri çalışmalarında, Yunanistan'da hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında uzun dönemde herhangi bir ilişkiye rastlamamışlardır. Büyükşalvarcı (2010), İMKB'de hisse senedi getirisiyle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada enflasyonun hisse senedi getirisinde herhangi bir etkide bulunmadığını saptamışlardır.

Sanayi üretim endeksindeki değişim (SÜE) tüm gelişen piyasalar örneğinde, Ortadoğu ve Afrika örneğinde, alt orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi olmayan piyasalar örneğinde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak

anlamalı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Sanayi üretim endeksinin artması bu örneklerde hisse senedi getirisini artırmaktadır.

Çalışmamızı destekler nitelikte Fama (1981) hisse senedi fiyatlarıyla sanayi üretim endeksi arasında güçlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Gjerde ve Sattern (1999) Norveç için gerçekleştirdiği çalışmasında hisse senedi endeksi ile sanayi üretim endeksi arasında anlamalı bir ilişki saptamışlardır. Benzer şekilde, Adrangi ve diğerleri (2002), Brezilya piyasasında hisse senedi getirisi sanayi üretim endeksi ile arasında güçlü bir pozitif ilişkinin olduğu ortaya konmuştur. Binswanger (2004) G-7 ülkeleri için gerçekleştirdiği çalışmasında hisse senedi endeksi ile sanayi üretim endeksi arasında İtalya ve Fransa hariç anlamalı ve eşanlı bir ilişki saptamışlardır. İbrahim ve Aziz (2003) Malezya’da hisse senedi endeksi ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Agrawalla ve Tuteja (2008) Hindistan hisse senedi endeksi ile sanayi üretim endeksi arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Humpe ve Macmillan (2009), ABD için gerçekleştirdiği çalışmasında hisse senedi fiyatları ile sanayi üretim endeksi arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki bulmuştur. Rasiah (2010), sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer ilişkiyi Geske ve Roll (1963), Chen ve diğerleri (1986), Fama (1990) ve Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için; Gjerde ve Sættem (1999), Norveç için; Wongbangpo ve Sharma (2002) ASEAN üyesi 5 ülke için; Paul ve Mallik (2003) Avusturya için; Shaheen (2004) Pakistan için; Abugri (2008) 4 Latin Amerika ülkesi için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için; Tsouma (2009) değişik gelişmiş ve gelişen piyasalar için; Wan Mahmud ve Dinniah (2009) Hong Kong için; Durai ve Bhaduri (2009)’in Hindistan için; Tunalı (2010) Türkiye için tespit etmişlerdir. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir. Sanayi üretim endeksi değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile saptanabilmektedir. Sanayi üretim endeksi, gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir. Sanayi üretim endeksinin artması genel olarak ekonomide yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılandığından hisse senedi fiyatına talebi artıracaktır. Bu talep artışı da hisse senedi fiyatının bu sayede hisse senedi getirisinin artmasını sağlayacaktır.

Sanayi üretim endeksindeki değişim değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki pozitif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde tespit edilememiştir. Sanayi üretim endeksindeki değişim değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Wang (2010b) sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi Çin ve Japonya için bu bulguya rastlanmamıştır. Filis (2010), Yunanistan hisse senedi piyasasında sanayi üretimiyle hisse senedi fiyatı arasında bir ilişkinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Laopodis (2010), Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD’de hisse senedi fiyatlarının sanayi üretiminden etkilenmediği bulgusuna ulaşmışlardır.

Makroekonomik değişkenlerden döviz kuru (DÖVİZ) tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Latin Amerika örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Döviz kurunun artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini azaltmaktadır. Dolayısıyla döviz piyasaları ile hisse senedi piyasalarının alternatif piyasalar olduğu söylenebilir.

Çalışmamızı destekler nitelikte Soenen ve Hennigar (1988), Ajayi and Mougoue (1996), Adjasi ve diğerleri (2008), Yang ve Chang (2008) döviz kuru ile hisse senedi getirisi arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Soenen ve Hennigar (1988), ABD hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının negatif ilişkili olduğunu bulmuştur. İbrahim ve Aziz (2003), Malezya hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının negatif ilişkili olduğunu bulmuştur. Adjasi ve diğerleri (2008), aynı ters ilişkiyi Gana hisse senedi piyasasında tespit etmiştir. Yang ve Chang (2008) Tayvan, Singapur, Güney Kore ve Japonya için aynı ilişkiyi negatif yönde tespit etmişlerdir. Benzer ilişkiyi Akkum ve Vuran (2005) Türkiye için; Abugri (2008) Brezilya için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için tespit etmişlerdir. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Hisse senedi getirisi ve döviz kurunu birbirine bağlayan daha yüksek döviz arz ve talebi sayesinde, iki piyasa arasındaki ilişki yatırımcılar açısından önemli olmaktadır. Portföy dengeleme teorisinde finansal varlıkların fiyatı bugünkü değer nakit akımları tarafından belirlendiğinden döviz kuru, arz ve talebi dengeleyen önemli bir faktördür. Bu yüzden, özellikle bugünkü finansal piyasa koşullarında döviz kuru finansal varlıkların fiyatlarını etkileyecektir.

Yatırımcılar dinamik yapıdadırlar ve alternatif piyasaları da sürekli takip ederler. Bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artış, yatırımcıların dikkatini çekecektir. Döviz piyasasında görülen hareketlenme yatırımcıları ellerindeki hisse senetlerini likit hale getirip dövize yönelmesine sebep olacaktır. Döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltacaktır. Bu etki sonucu hisse senedi değer kaybedecek ve fiyatında döviz kurundaki yükselme sebebi ile bir düşme meydana gelmiş olacaktır. Döviz fiyatlarındaki durgunluk veya düşme ise mekanizmayı ters yönde işletecek, yani yatırımlar hisse senedi piyasasına yönelecek ve hisse senetlerine olan talep artışı fiyatlarının yükselmesi sonucunu doğuracaktır.

Branson (1983: 5-10) ve Frankel (1983: 3-11) tarafından geliştirilen hisse senedi bazlı modeller diğer bir adıyla portföy dengeleme modelleri, döviz kurunun tahvil ve hisse senedi gibi varlıklar için denkleştirilebileceğini iddia etmektedir. Finansal varlıkların değeri söz konusu finansal varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Dövizin değerinin ve fiyat hareketlerinin nispi beklentisi özellikle uluslararası finansal varlıklar için önemli bir faktör olmaktadır. Bu yüzden, döviz kuru ve hisse senedi getirisi arasında karşılıklı ancak ters yönlü bir etkilenme söz konusu olmaktadır. Bu bağlamda döviz kuru değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Döviz kuru değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki negatif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Ortadoğu ve Afrika örneğinde tespit edilememiştir. Döviz kuru değişkeninin bu örneklerde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Mishra (2004), döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlamamıştır. Ayrıca, Solnik (1984, 1987), Chow ve diğerleri (1997), Bahmani ve Sohrabian (1992) ABD hisse senedi piyasasında,

Bilson ve diğeri (2001), döviz kurunun Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti için önemli olmadığını tespit etmişlerdir. Nieh ve Lee (2001) G-7 ülkelerinde, Mansor (2000) Malezya hisse senedi piyasasında, İbrahim (2000) ve İbrahim ve Aziz (2003) Malezya, Bhattacharya ve Mukherjee (2003) ve Mohammad ve Rasheed (2003), Hindistan hisse senedi piyasasında, Patra ve Poshakwale (2006) Atina hisse senedi piyasasında, Shew (2008) Singapur, Abugri (2008) Brezilya için, Rahman ve Uddin (2009), Bangladeş, Hindistan ve Pakistan, Zhao (2010) Çin hisse senedi piyasaları üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Makroekonomik değişkenlerden para arzı (M2) tüm gelişen piyasalar örneğinde, Latin Amerika örneğinde, Doğu ve Güney Asya örneğinde, Avrupa ve Orta Asya örneğinde, üst orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi piyasalar örneğinde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Para arzının artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini artırmaktadır.

Çalışmamızı destekler nitelikte para arzı ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkilerin incelenmesi Palmer (1970) ve Spirinkel (1971)'e dayanmaktadır. Parametrik olmayan testlerin kullanıldığı bu çalışmalarda para arzındaki bir değişimle hisse senedi fiyatları arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiş ve para arzındaki değişimin hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde kullanılabileceği vurgulanmıştır. Daha sonra ekonometrik modelleri kullanarak Hamburger ve Kochin (1972), Ho (1983), Smirlock ve Yawitz (1985), Cook ve Hahn (1988), Fosback (1991), Fitzpatrick (1994), Alexakis ve diğeri (1996) ve Thorbecke (1997) yaptıkları çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Ayrıca, değişik piyasalar için yapılan çalışmalarda [Reilly ve Lewis (1971), Hamburger ve Kochin (1972), Markiel ve Quandt (1972), Hashemzadeh ve Taylor (1988), Thornton (1993), Marshall (1992), Abdullah ve Hayworth (1993)] para arzından hisse senedi endeksine doğru pozitif yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Wongbangpo ve Sharma (2002), ASEAN üyesi beş ülkede (Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland) hisse senedi getirisi ile para arzı arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuştur. Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland hisse senedi piyasası için hisse senedi getirisi ile para arzı arasında pozitif yönlü ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Pilinkus (2009, 2010), Litvanya'da para arzının hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için, Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için

bulduğu para arzı ile hisse senedi getirisi arasındaki pozitif yönlü bir ilişkiyi destekler nitelikte Brahmaşre ve Jiranyakul (2007) Tayland için, Chiang ve Kee (2009) Singapur için, Tunalı (2010) ve Gençtürk (2009) Türkiye için, Schätz (2010)'in 10 gelişen piyasa için, García ve Juárez (2010)'in Brezilya, Şile ve Meksika için tespit etmişlerdir. Bu çalışmalarda para arzındaki artışın ekonomiyi uyarmasıyla ilişkilendirilmiş, canlanan ekonomi ile şirket kazançlarının, nakit akışların ve hisse fiyatlarının artabileceği düşünülmüştür. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Para arzı, menkul kıymetler piyasasında işlem gören hisse senedi getirilerini etkileyen önemli unsurlar arasındadır. Genel kanı para arzındaki artışların hisse senedi getirilerinde artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıklarından dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı, firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak hisse senedi getirilerini artırıcı rol oynayacaktır. Teorik olarak para arzında yaşanan bir genişlemenin toplam talebe etkisi nedeniyle hisse senetlerinin fiyatının artmasına neden olabilir. Bu bağlamda döviz kuru değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Para arzı değişkeninin hisse senedi getirisi üzerindeki negatif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Ortadoğu ve Afrika örneğinde, alt orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi olmayan gelişen piyasalar örneğinde tespit edilememiştir. Para arzı değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Rutner (1975), Lee (1992), Durham (2003) ise para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine saptamamışlardır.

Hisse senedi getirisinin Doğu ve Güney Asya örneğinde parasal faktörü temsilen kullanılan değişkenler, para arzı ve enflasyondan etkilenirken reel sektörü temsilen kullanılan değişken sanayi üretim endeksinden etkilenmemesi, hisse senedi getirisinin parasal belirsizliklere reel belirsizliklere oranla daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi getirisinin Ortadoğu ve Afrika örnekleminde parasal faktörü temsilen kullanılan değişkenler, para arzı ve enflasyondan etkilenmezken reel sektörü temsilen kullanılan değişken sanayi üretim endeksinden etkilenmesi, hisse senedi getirisinin reel belirsizliklere parasal belirsizliklere oranla daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

Ampirik sonuçlar; Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi için elde edilen model hariç, diğer bütün modellerde SP500 hisse senedi endeksi getirisi değişkeninin hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı; KRIZ9798, KRIZ2008 ve GETİRİ(-1) değişkenlerinin ise hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişkenler ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Uluslararası hisse senedi piyasalarının artan düzeyde entegrasyonu, küresel faktörlerin ulusal hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyen daha fazla sayıda araştırmanın yapılmasını teşvik etmiştir. ABD'deki hisse senedi fiyatlarını temsilen S&P 500 endeksinin gelişen piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyon derecesini ortaya koyması açısından önemli bir göstergedir. Küresel hisse senedi piyasasının göstergesi olarak modele dahil edilen SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişken ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Küresel piyasaların gelişen piyasalarla olan güçlü entegrasyonun etkisiyle ve gösterge etkisi olarak da bilinen bir etkiyle küresel piyasalarda yaşanan genel gidişatın gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisini etkilemesi doğaldır. Dolayısıyla, bu çalışmada elde edilen ampirik bulgular, uluslararası finansal piyasaların artan entegrasyonu nedeniyle gelişen piyasalar ve küresel faktörler arasındaki dinamik bağlantıların önem kazandığı şeklindeki görüşü desteklemektedir. Elde edilen bu sonuç, gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi getirilerinin dünya piyasaları ile etkileşim içinde olduğunu ve dominant hisse senedi piyasası olarak tabir edilen ABD hisse senedi piyasası ile yüksek bir korelasyona sahip olduğunu göstermektedir. Çalışmamızı destekler nitelikte Muradoğlu ve diğerleri (2000), Kolombiya, Meksika ve Portekiz'de yerel hisse senedi getirilerinin S&P 500 endeksini takip ettiğini bulmuştur. Manish ve Aggarwal (2011) ise Hindistan hisse senedi fiyat endeksi üzerinde ABD ve Hindistan makroekonomik değişkenlerinin etkisini incelediği çalışmasında S&P 500 endeksinin hisse senedi endeksini etkilediğini saptamışlardır. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Akçoraoglu ve Yurdakul (2002) ABD hisse senedi fiyat endeksinin gecikmeli değerlerinin İMKB hisse senedi getirisi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Aggarwal ve diğerleri (2005) Avrupa hisse senedi piyasaları arasında entegrasyon düzeyinin zamanla önemi derecede arttığını bulmuştur. Çalışmada entegrasyondaki artışa rağmen, Avrupa hisse senedi piyasalarının ABD piyasasının baskısı altında olduğu tespit edilmiştir. Wong ve diğerleri (2004) birçok gelişmiş ve gelişen piyasalar arasındaki bağımlılığın 1987 yılında hisse senedi piyasalarında yaşanan çöküşten sonra arttığını bulmuştur. Aynı zamanda bu bağımlılığın 1997 Asya Finansal krizinden sonra arttığı saptanmıştır. Bose ve Mukherjee (2005) Hindistan hisse senedi piyasasının Asya (Hong Kong, Güney Kore, Malezya, Singapur, Tayvan ve Taylan) ve ABD piyasası ile entegre olduğunu tespit etmişlerdir.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya ve 2008 Küresel Finansal krizlerinin gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu değişkenler ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Özellikle finansal krizlerin olduğu ve krizlerin olmadığı dönemler dikkate alınarak yapılacak bir çalışma, krizlerin hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğinin görülmesi açısından önemli olmaktadır.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Yapılan analiz sonucunda bu çalışmada, bazı örneklemlerde değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir ilişkinin tespit edilememesi, hem ekonometri hem de ekonomi politikası bağlamında yorumlanabilir. Ekonometrik çalışmalarda tercih edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler, kullanılan analiz yöntemleri, yatay kesit ve/veya zaman boyutunun farklı olması farklı sonuçların çıkmasında ya da istenilen sonuca ulaşılamamasında etkili olabilmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre tüketici fiyat endeksindeki değişim (ENF) değişkeninin tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde ve OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde; para arzı (M2) değişkeninin üst orta gelir düzeyi örnekleminde; Döviz kuru (DÖVİZ) değişkeninin Avrupa ve Orta Asya örnekleminde; Sanayi üretim endeksindeki değişim (SÜE) değişkeninin Ortadoğu ve Afrika örnekleminde; SP500 hisse senedi getirisi değişkeninin Latin Amerika örnekleminde ve OECD üyesi piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ampirik bulgulardan Latin Amerika, Avrupa ve Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika, OECD üyesi gelişen piyasalar ve Üst Orta gelir grubundaki ülkelerin para piyasalarının veya para politikalarının getiri üzerinde etkin olmadığı, Doğu ve Güney Asya, OECD üyesi olmayan gelişen piyasalar ve Alt Orta gelir grubundaki ülkelerin para politikalarının getiri üzerinde etkin olduğu görölmektedir. Bu durumun Latin Amerika, Avrupa ve Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika, OECD üyesi gelişen piyasalar ve Üst Orta gelir grubundaki ülkelerde yatırımların daha çok reel sektöre yapılmasından kaynaklandığı söylenebilir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Küreselleşme olgusuyla birlikte finansal piyasalar arasındaki sınırlar ortadan kalkmıştır. Özellikle gelişen hisse senedi piyasaları 1990'lı yıllardan itibaren faizlerin ve enflasyonun düşmesi, ülkelerin daha liberal politikalar uygulamaya başlaması gibi nedenlerle daha da önem kazanmış ve gelişmiştir.

Küresel şirket ve organizasyonların gelişmesi, bilgi teknolojisindeki gelişmeler, gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerinin serbestisi, uluslararası finansal akımlardaki aşırı büyümeler, döviz kuru kontrollerinin bozulması, iletişimdeki teknolojik gelişme ve yenilikçi finansal ürünlerin gelişmesi gelişmiş piyasalar arasında etkileşimi ve dolayısıyla entegrasyonu artırmıştır. Artan entegrasyon gelişmiş hisse senedi piyasalarının doyuma ulaşmasına ve dolayısıyla yüksek getiri imkanının ortadan kalkmasına sebep olmuştur. Bu nedenler ile beraber sermaye hareketleri gelişmiş piyasalardan gelişen piyasalara doğru akmaya başlamıştır.

Küresel yatırımcıları gelişen piyasalara yönlendiren faktörlerin temelinde uluslararası çeşitlendirmenin toplam riski azaltma avantajı yatmaktadır. Gelişmiş piyasalardaki pek çok portföy yöneticisi, gelişen finansal piyasaları portföylerini çeşitlendirmek için bir araç olarak görmüşlerdir. Uluslararası çeşitlendirme sayesinde sistematik olmayan riskle birlikte sistematik riskin de azaltıldığı göz önüne alındığında, gelişen piyasalara yatırım yapılarak portföyün toplam riski azaltılmış olur. Dolayısıyla gelişen piyasalar yatırımcılara portföylerini ulusal piyasalardan daha az bir riskle çeşitlendirme imkânı sunmaktadır.

Gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan faktörlerden bir diğeri gelişen piyasaların yatırımcılarına daha fazla kazanç sağlama fırsatı sunmasıdır. Kazançların yüksek olmasında, bu piyasaların geniş yatırım aracı çeşitliliğine sahip olmasının rolü büyüktür. Yatırımcı gelişen piyasalarda gelişmiş piyasalarla aynı risk seviyesinde hatta daha düşük risk seviyesinde ancak gelişmiş piyasalardan daha fazla getiri sağlayan alternatif hisse senetlerine yatırım yapma fırsatı bulmaktadır.

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesindeki en önemli göstergelerden biri hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Hisse senetleri riskli yatırım araçları oldukları için, yatırımcılar hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla hisse senedi getirilerini etkileyen değişkenler ve bu değişkenlerin hisse senedi fiyatını ne ölçüde etkileyebileceği hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Yatırımcılar, bilginin türü ve hisse senedi fiyatına yansıma derecesine bağlı olarak yüksek tutarda kazanç ve kayıplarla karşılaşabilmektedir. Özellikle gelişen hisse senedi piyasalarında kazanç ve kayıplar büyük değişkenlik gösterdiğinden bilginin önemi daha da artmaktadır.

Hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların özellikle ABD olmak üzere gelişmiş piyasalarda yoğunlaşırken, gelişen piyasalar üzerine yapılan çalışmaların kıt oluşu, hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ulaşılan çelişkili sonuçlar bu konunun ele alınmasında etkili olmuştur. Bu konunun ele alınmasında etkili olan diğer bir faktör küreselleşmeyle birlikte piyasalar arasında etkileşimin artmasının hisse senedi piyasalarının grup halinde incelenmesinin daha yararlı sonuçlar doğuracağı düşüncesidir.

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olduğu gerçeğinden hareketle; gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığının, bir ilişki varsa bu ilişkinin düzeyinin ve yönünün ne olduğunun ortaya konulması ile politika yapıcılar ve ilgili karar alıcı kesimlerin de yararlanabilecekleri bir bilimsel dayanak elde edilebilecektir. Ayrıca, gelişmekte olan ülke verileri yapılacak analiz sonuçlarının ne derecede tutarlı olduklarının test edilmesi yanında gelişmekte olan ülkelere yönelik sınırlı sayıda araştırma katkı sağlamak bu çalışmanın yapılma gerekçelerinden biridir.

Çalışmanın amacı; Türkiye'nin de dahil olduğu 22 gelişen piyasada hisse senetlerinin getirisi üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri belirleyip, hisse senedi getirisi ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi bir model çerçevesinde test etmektir. Ayrıca çalışmada bu değişkenlerden hangisinin hisse senedi getirisi üzerinde daha etkili olduğunun ortaya koyulması amaçlanmıştır. Bu ilişkinin yönünün ve miktarının tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlanması hedeflenmiştir. Bu amaçlar doğrultusunda literatürde hisse senedi getirisini etkilediği kabul edilen enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve para arzı makroekonomik değişkenleri ile uluslararası hisse

senedi piyasası göstergesi olan S&P 500 endeksinin hisse senedi getirisini etkileme gücü tespit edilmektedir.

Çalışmanın özgünlüğü; i) hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin gelişen piyasalarda ortaya konulmasına, ii) gelişen piyasaların coğrafi bölgelere göre, gelir durumuna göre ve OECD üyesi olup olmamasına göre gruplara ayrılarak incelenmesine, iii) çalışmada kullanılan modelin bu çalışmaya özgü olmasına, iv) son zamanlarda popüler olan panel veri analizi yönteminin kullanılacak olmasına dayanmaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcılar için gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesinin literatüre katkı açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesine yarayan panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veriler, zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirerek, farklı zaman aralıklarında aynı birimlere ilişkin veri setlerinden oluşmaktadır. Panel verilerin iki boyutu içermesi daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Gözlem sayısındaki bu artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağıntı problemini ortadan kaldırarak daha güvenilir sonuçlar vermektedir. Bu gerekçelerle panel veri analizi yönteminin bu araştırma için uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Araştırma 1994-2009 yılları arasındaki 16 yıllık süreyi ve farklı coğrafi bölgeden 22 gelişen piyasayı kapsamaktadır. Çalışmada tahmin sonuçlarının elde edildiği modeller ilk olarak gelişen piyasaların yer aldığı gelişen piyasalar modeliyle başlamaktadır. Gelişen piyasalar için karma modellerden elde edilen sonuçlara göre analizler detaylandırılmıştır. Bu noktada, gelişen piyasaların sınıflandırılarak ayrıca ele alınmasına karar verilmiştir.

Bu çalışmada gelişen piyasalar buldukları coğrafi bölgelere, ait oldukları gelir düzeylerine ayrılarak ve OECD üyesi olup olmadığı açısından da farklı modeller oluşturularak incelenmiştir. Piyasaların coğrafi bölgelere ayrılmasının altında yatan neden, aynı coğrafyada yer alan ülkelerin benzer ekonomik yapıyı göstermesidir. Gelişen piyasalar Dünya Bankası tarafından yapılan gelir düzeyi ayrımına dayanılarak üst orta ve alt orta gelir düzeylerine göre iki farklı gruba ayrılarak her bir gelir grubu için ayrı modeller oluşturulmuştur.

Çalışmada makroekonomik değişkenlerden mevduat faiz oranı ile hisse senedi getirileri arasında tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde negatif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki saptanmıştır. Bu saptamadan mevduat faiz oranının artmasının bu örneklemlerde hisse senedi getirisini azalttığı sonucu çıkarılabilir.

Faiz oranlarındaki değişim, hisse senedi fiyatlarını iki şekilde etkilemektedir. Bunlardan ilki, firmaların nakit akımlarını kapitalize etmekte kullandıkları oranı etkilemesiyle, ikincisi ise firmaların gelecekteki nakit akım beklentilerini değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır. Faiz oranı yükseldiğinde, hisse senetlerini değerlemede kullanılan iskonto oranı artacağından yatırımlar hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına doğru kaymakta, bu da hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Aksine, faizler düştüğünde ise tahvil cazibesini kaybetmekte ve yatırımlar hisse senedine doğru kayacağından hisse senedi fiyatı ve getirisi de yükselir. Bu piyasa örneklemlerinde mevduat faiz oranının hisse senedine alternatif yatırım aracı olduğu söylenebilir. Bu çalışmanın bulgularını destekler nitelikte değişik piyasalar için pek çok çalışma mevcuttur [Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için, Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için, Gjerde ve Saatteren (1999) Norveç için, İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için, Henry (2009) İngiltere için, Pilinkus (2009, 2010), Horobet ve Dumitrescu (2009) Çek cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Polonya için, Büyükşalvarcı (2010) Türkiye için].

Mevduat faiz oranının hisse senedi getirisi üzerindeki negatif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, Ortadoğu ve Afrika örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde tespit edilememiştir. Mevduat faiz oranı değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Pearce ve Roley (1985) ABD için, Laopodis (2010) Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD için, Wang (2010a) Çin için hisse senedi getirisi ile faiz oranı arasında bir ilişki tespit edememiştir. Mevduat faiz oranı değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Çalışmada makroekonomik değişkenlerden enflasyon oranı ile hisse senedi getirileri arasında tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı ilişki saptanmıştır. Enflasyon oranının artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini artırmaktadır.

Fisher hipotezine (Fisher, 1930) göre, hisse senetleri enflasyona karşı bir koruma sağlar. Bu yüzden, hisse senetlerinin getirisi enflasyon oranıyla birlikte hareket etmelidir. Bu hipotez piyasa faiz oranının beklenen reel faiz oranını ve beklenen enflasyonu kapsadığını ve hisse senedi getirisiyle enflasyon arasında birebir pozitif ilişkinin olduğunu varsaymaktadır. Bu durum yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yaparak satın alma gücündeki kayıpları telafi edebildikleri anlamına gelmektedir. Hisse senedi getirileri ile enflasyon oranı arasındaki pozitif ilişki hisse senetlerinin yatırımcıyı enflasyona karşı koruduğunu savunan görüşü desteklemektedir. Bu çalışmanın bulgularını destekler nitelikte Choudhry (2001) 4 yüksek enflasyonlu Arjantin, Şile, Meksika, Venezüella için, Spyrou (2004) 10 gelişen piyasa (Arjantin, Şile, Meksika, Brezilya, Tayland, Güney Kore, Malezya, Hong Kong, Filipinler, Türkiye) için, İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için, Ratanapakorn ve Sharma (2007) ABD için, Horobet ve Dumitrescu (2009) Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (Çek cumhuriyeti, Macaristan, Romanya ve Polonya) için, Alagidede ve Panagiotidis (2010) 6 Afrika piyasası için, Arjoon ve diğerleri (2010) Güney Afrika için enflasyon oranı ve hisse senedi getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya koymuşlardır. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir. Enflasyon oranı değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Enflasyon oranının hisse senedi getirisi üzerindeki pozitif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, Ortadoğu ve Afrika örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde tespit edilememiştir. Enflasyon oranı bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Bilson ve diğerleri (2001) enflasyon oranının Türkiye için hisse senedi getirisi üzerinde etkisiz bir faktör olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Li ve diğerleri (2010) İngiltere için, Floros (2004) ve Hondroyiannis ve Papapetrou (2006) Yunanistan için,

Büyükşalvarcı (2010) için enflasyonun hisse senedi getirisinde herhangi bir etkide bulunmadığı bulgusuna ulaşmışlardır. Bu bağlamda ampirik sonuçlar enflasyon oranı ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Çalışmada sanayi üretim endeksindeki değişim ile hisse senedi getirileri arasında tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Ortadoğu ve Afrika örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sanayi üretim endeksinin artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini artırmaktadır. Saptanan bu bulguyu destekler nitelikte değişik piyasalar için yapılmış pek çok çalışma mevcuttur [Adrangi ve diğerleri (2002) Brezilya için; Binswanger (2004) G-7 ülkeleri için; İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için; Agrawalla ve Tuteja (2008) Hindistan için; Humpe ve Macmillan (2009) ABD için; Rasiah (2010) Malezya için; Geske ve Roll (1963), Chen ve diğerleri (1986), Fama (1990) ve Abdullah ve Hayworth (1993) ABD için; Mukherjee ve Naka (1995) Japonya için; Gjerde ve Sættem (1999) Norveç için; Wongbangpo ve Sharma (2002) ASEAN üyesi 5 ülke için; Paul ve Mallik (2003) Avusturya için; Shaheen (2004) Pakistan için; Abugri (2008) 4 Latin Amerika ülkesi için; Chiang ve Kee (2009) Singapur için; Tsouma (2009) değişik gelişmiş ve gelişen piyasalar için; Wan Mahmud ve Dinniah (2009) Çin için; Durai ve Bhaduri (2009) Hindistan için; Tunalı (2010) Türkiye için]. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile saptanabilmektedir. Sanayi üretim endeksi, gelecekteki nakit akımlarını belirleyerek hisse senetlerinin getirilerini etkilemektedir. Sanayi üretim endeksinin artması genel olarak ekonomide yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılandığından hisse senedi fiyatına talebi artıracaktır. Bu talep artışı da hisse senedi fiyatının bu sayede hisse senedi getirisinin artmasını sağlayacaktır.

Sanayi üretim endeksindeki artışın hisse senedi getirisi üzerindeki pozitif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Latin Amerika örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde tespit edilememiştir. Sanayi üretim endeksindeki değişimin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler

doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Wang (2010b) Çin ve Japonya için sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatı arasında bir ilişkiye rastlamamıştır. Filis (2010), Yunanistan hisse senedi piyasasında sanayi üretimiyle hisse senedi fiyatı arasında bir ilişkinin bulunmadığını saptamıştır. Laopodis (2010), Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD’de hisse senedi fiyatlarının sanayi üretiminden etkilenmediği bulgusuna ulaşmışlardır. Sanayi üretim endeksi değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Bu çalışmada döviz kurunun tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Latin Amerika örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, Avrupa ve Orta Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, üst orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi piyasalar örnekleminde, OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Döviz kurunun artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini azaltmaktadır. Bu bulgudan şu sonuçlar çıkarılabilir: Döviz piyasaları ile hisse senedi piyasalarının alternatif piyasalar olduğu söylenebilir. Rasyonel yatırımcılar bir piyasadaki bilgiyi kullanarak diğer piyasanın davranışını öngörebilirler. Çalışmada saptanan bu bulguları destekler nitelikte pek çok araştırma mevcuttur [Soenen ve Hennigar (1988) ABD için, İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için, Yang ve Chang (2008) Tayvan, Singapur, Güney Kore ve Japonya için, Akkum ve Vuran (2005) Türkiye için, Abugri (2008) Brezilya için, Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için, Chiang ve Kee (2009) Singapur için]. Söz konusu araştırmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Yatırımcılar dinamik yapıdadırlar ve alternatif piyasaları sürekli takip ederler. Bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artış, yatırımcıların dikkatini çekecektir. Döviz piyasasında görülen hareketlenme yatırımcıları ellerindeki hisse senetlerini likit hale getirip dövize yönelmesine sebep olacaktır. Döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltacaktır. Bu etki sonucu hisse senedi değer kaybedecek ve fiyatında döviz kurundaki yükselme sebebi ile bir düşme meydana gelmiş olacaktır. Tersisi olması durumunda ise hisse senedi fiyatı yükselir.

Branson (1983: 5-10) ve Frankel (1983: 3-11) tarafından geliştirilen portföy dengeleme modelleri, döviz kurunun tahvil ve hisse senedi gibi varlıklar için denkleştirilebileceğini iddia etmektedir. Modele göre, finansal varlıkların değeri söz

konusu finansal varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Dövizin değerinin ve fiyat hareketlerinin nispi beklentisi özellikle uluslararası finansal varlıklar için önemli bir faktör olmaktadır. Bu yüzden, döviz kuru ve hisse senedi getirisi arasında karşılıklı ancak ters yönlü bir etkilenme söz konusu olmaktadır.

Döviz kurunun hisse senedi getirisi üzerindeki negatif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Ortadoğu ve Afrika örneğinde tespit edilememiştir. Döviz kuru değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde negatif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Saptanan bu bulguyu destekler nitelikte pek çok çalışma mevcuttur. Solnik (1984, 1987), Chow ve diğerleri (1997), Bahmani ve Sohrabian (1992) ABD için; Bilson ve diğerleri (2001) Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti için; Nieh ve Lee (2001) G-7 ülkeleri için; Mansor (2000), İbrahim (2000) ve İbrahim ve Aziz (2003) Malezya için; Bhattacharya ve Mukherjee (2003) ve Mohammad ve Rasheed (2003) Hindistan için; Abugri (2008) Brezilya için; Rahman ve Uddin (2009), Bangladeş, Hindistan ve Pakistan, Zhao (2010) Çin için gerçekleştirdikleri çalışmalarında döviz kurları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişkiye rastlamamışlardır. Bu bağlamda döviz kuru değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Makroekonomik değişkenlerden para arzının tüm gelişen piyasalar örneğinde, Latin Amerika örneğinde, Doğu ve Güney Asya örneğinde, Avrupa ve Orta Asya örneğinde, üst orta gelir düzeyi örneğinde, OECD üyesi piyasalar örneğinde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Para arzının artması bu örneklemlerde hisse senedi getirisini artırmaktadır. Çalışmanın bulgularını destekler nitelikte değişik piyasalar için yapılan pek çok çalışma mevcuttur [Reilly ve Lewis (1971), Hamburger ve Kochin (1972), Markiel ve Quandt (1972), Hashemzadeh ve Taylor (1988), Thornton (1993), Marshall (1992), Abdullah ve Hayworth (1993); Wongbangpo ve Sharma (2002) ASEAN üyesi beş piyasa (Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland) için; Brahmasrene ve Jiranyakul (2007) Tayland için; Pilinkus (2009, 2010), Chiang ve Kee (2009) Singapur için; Tunalı (2010) ve Gençtürk (2009) Türkiye için; Schätz (2010)'in 10 gelişen piyasa için; García ve Juárez (2010)'in Brezilya, Şile ve Meksika için]. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Genel kanı para arzındaki artışların hisse senedi getirilerinde artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıklarından dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı, firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak hisse senedi getirilerini artırıcı rol oynayacaktır.

Para arzının hisse senedi getirisi üzerindeki pozitif etkisine ilişkin elde edilen bu bulgu Ortadoğu ve Afrika örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde, OECD üyesi olmayan gelişen piyasalar örnekleminde tespit edilememiştir. Para arzı değişkeninin bu örneklemlerde hisse senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olmakla birlikte, bu etki istatistikî olarak anlamlı değildir. Ancak bu değişkenlerin işaretleri beklentiler doğrultusundadır. Bu bulguyu destekler nitelikte Rutner (1975), Lee (1992), Durham (2003) ise para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisini saptamamışlardır. Bu bağlamda para arzı değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Hisse senedi getirisinin Doğu ve Güney Asya örnekleminde parasal faktörü temsilen kullanılan para arzından ve enflasyondan etkilenirken reel sektörü temsilen kullanılan sanayi üretim endeksinden etkilenmemesi, hisse senedi getirisinin parasal belirsizliklere reel belirsizliklere oranla daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi getirisinin Ortadoğu ve Afrika örnekleminde parasal faktörü temsilen kullanılan para arzından ve enflasyondan etkilenmezken reel sektörü temsilen kullanılan sanayi üretim endeksinden etkilenmesi, hisse senedi getirisinin reel belirsizliklere parasal belirsizliklere oranla daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

Ampirik sonuçlar; Ortadoğu ve Afrika Coğrafi Bölgesi için elde edilen model hariç, diğer bütün modellerde S&P 500 hisse senedi endeksi getirisinin hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistikî olarak anlamlı; KRIZ9798, KRIZ2008 ve GETİRİ(-1) değişkenlerinin ise hisse senedi getirisi üzerinde negatif ve istatistikî olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu değişkenler ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Küreselleşme ile birlikte piyasalar arasında artan finansal entegrasyon, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki bağımlılığın artmasına

neden olmuştur. Küresel piyasaların gelişen piyasalarla olan güçlü entegrasyonun etkisiyle ve gösterge etkisi olarak bilinen bir etkiyle küresel piyasalarda yaşanan genel gidişatın gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisini etkilemesi olasıdır. Uluslararası finansal piyasaların artan entegrasyon nedeniyle gelişen piyasalar ve küresel faktörler arasındaki dinamik bağlantıların önem kazandığı söylenebilir.

Küresel hisse senedi endekslerinin gelişen piyasaların hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesi önem arz etmektedir. Küresel hisse senedi fiyatlarını temsilen S&P 500 endeksinin gelişen piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyon derecesini ortaya koyması açısından önemli bir göstergedir. Gelişen piyasalar ile küresel piyasalar arasındaki ilişkiyi göstermesi amacıyla çalışmaya dahil edilen S&P 500 hisse senedi getirisi değişkeninin gelişen piyasalarda hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Bu çalışmada elde edilen ampirik bulgular, uluslararası finansal piyasaların artan entegrasyonu nedeniyle gelişen piyasalar ve küresel faktörler arasındaki dinamik bağlantıların önem kazandığı şeklindeki görüşü desteklemektedir. Çalışmamızı destekler nitelikte Muradoğlu ve diğerleri (2000), Kolombiya, Meksika ve Portekiz’de yerel hisse senedi getirilerinin S&P 500 endeksini takip ettiğini bulmuştur. Manish ve Aggarwal (2011) ise Hindistan hisse senedi fiyat endeksi üzerinde ABD ve Hindistan makroekonomik değişkenlerinin etkisini incelediği çalışmasında S&P 500 endeksinin hisse senedi endeksini etkilediğini saptamışlardır. Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002) ABD hisse senedi fiyat endeksinin gecikmeli değerlerinin İMKB hisse senedi getirisi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Aggarwal ve diğerleri (2005) Avrupa hisse senedi piyasaları arasında entegrasyon düzeyinin zamanla önemi derecede arttığını bulmuştur. Wong ve diğerleri (2004) birçok gelişmiş ve gelişen piyasalar arasındaki bağımlılığın 1987 yılında hisse senedi piyasalarında yaşanan çöküşten sonra arttığını bulmuştur. Aynı zamanda bu bağımlılığın 1997 Asya Finansal krizinden sonra arttığı saptanmıştır. Bose ve Mukherjee (2005) Hindistan hisse senedi piyasasının Asya (Hong Kong, Güney Kore, Malezya, Singapur, Tayvan ve Taylan) ve ABD piyasası ile entegre olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bağlamda S&P 500 değişkeni ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Söz konusu çalışmalar bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Sırasıyla 1997-1998 Doğu Asya Krizinin ve 2008 Küresel Finansal Krizinin gelişen piyasalardaki hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla modellere dâhil

edilen KRIZ9798 ve KRIZ2008 kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Özellikle finansal krizlerin olduğu ve krizlerin olmadığı dönemler dikkate alınarak yapılacak bir çalışma, krizlerin hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğinin görülmesi açısından önemli olmaktadır. Bu çalışmada krizlerin hisse senedi getirisini azalttığı saptanmıştır. Bu değişkenler ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Modellere dâhil edilen GETIRI(-1) değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. GETIRI değişkeninin GETIRI(-1) değişkeni ile negatif ve anlamlı olması, hisse senedi getirisinin büyüklüğünün bir önceki seviyesiyle ters ilişkili olduğu, diğer bir ifadeyle hisse senedi getirisinin bir dönem önceki değerindeki artışın bu dönemdeki hisse senedi getirisini azalttığını ifade etmektedir.

Yapılan analiz sonucunda, bazı örneklemlerde değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir ilişkinin tespit edilememesi, hem ekonometri hem de ekonomi politikası bağlamında yorumlanabilir. Ekonometrik çalışmalarda tercih edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler, kullanılan analiz yöntemleri, yatay kesit ve/veya zaman boyutunun farklı olması farklı sonuçların çıkmasında ya da istenilen sonuca ulaşamamasında etkili olabilmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre tüketici fiyat endeksindeki değişim değişkeninin tüm gelişen piyasalar örnekleminde, Doğu ve Güney Asya örnekleminde, alt orta gelir düzeyi örnekleminde ve OECD üyesi olmayan piyasalar örnekleminde; para arzı değişkeninin üst orta gelir düzeyi örnekleminde; Döviz kuru değişkeninin Avrupa ve Orta Asya örnekleminde; Sanayi üretim endeksindeki değişim değişkeninin Ortadoğu ve Afrika örnekleminde; S&P 500 hisse senedi getirisi değişkeninin Latin Amerika örnekleminde ve OECD üyesi piyasalar örnekleminde hisse senedi getirisi üzerinde en etkili değişken olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ampirik bulgulardan Latin Amerika, Avrupa ve Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika, OECD üyesi gelişen piyasalar ve Üst Orta gelir grubundaki ülkelerin para piyasalarının veya para politikalarının getiri üzerinde etkin olmadığı, Doğu ve Güney Asya, OECD üyesi

olmayan gelişen piyasalar ve Alt Orta gelir grubundaki ülkelerin para politikalarının getiri üzerinde etkin olduğu görülmektedir. Bu durumun Latin Amerika, Avrupa ve Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika, OECD üyesi gelişen piyasalar ve Üst Orta gelir grubundaki ülkelerde yatırımların daha çok reel sektöre yapılmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Bireysel yatırımcıların ve kurumsal yatırımcıların tasarruf fazlası fonları, düşük risk ve yüksek getiri esasına dayanarak değerlendirilmesi son derece önemlidir. Bu anlamda finansal piyasa yatırımcılarının, özellikle kurumsal yatırımcıların hisse senedi yatırımlarına yönelik olarak hassas davranması, yüksek getiri elde edecek hisse senetlerine yatırım yapması önem taşımaktadır.

Kurumsal ve bireysel yatırımcılar, özellikle küresel piyasalarda yatırım yapan kurumsal yatırımcılar, risklerden korunmak ve daha fazla gelir elde edilmek için hisse senedi getirisini etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilenirler. Hisse senedi getirisini etkileyen makroekonomik değişkenlerin tespiti finansal piyasaların gelişmesi için gerekli politika değişikliklerine yol gösterebileceği gibi yatırımcılar açısından optimal portföy oluşumunda yol gösterici olacaktır.

Hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların tahmin edilmesi sermayenin bütçelenmesi ve uygun portföylerin oluşturulması açısından büyük önem taşımaktadır. Makroekonomik değişkenler kullanılarak daha iyi tahminler yapılmasının yatırımcıların yatırım kararlarını olumlu bir şekilde etkileyeceği ve sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlayacağı da yadsınamaz bir gerçektir.

Bu anlamda küresel piyasalarda yatırım yapan kurumsal yatırımcıların ellerindeki tasarruf fazlası fonları, düşük risk ve yüksek getiri esasına dayanarak değerlendirirken, diğer bir ifadeyle optimal portföy oluştururken hangi piyasalarda hangi makroekonomik değişkenlerin daha etkili olduğunun bilinmesinin önemi, özellikle gelişen hisse senedi piyasalarında kazanç ve kayıplar büyük değişkenlik gösterdiğinden daha da artmaktadır. Bu sayede kurumsal yatırımcılar yatırım yapacağı piyasaları belirleyip etkin portföyler oluşturarak düşük risk seviyesinde yüksek getiri elde etme imkânına kavuşabilirler.

Bundan sonraki çalışmalarda hisse senedi getirisi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki gelişen piyasalarla karşılaştırmak açısından gelişmiş piyasalar için de

incelebilir. Ayrıca bu ilişkinin firmalar bazında ve sektörel bazda incelenmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

Bu önerilere ek olarak; piyasaya kayıtlı şirket sayısı, toplam piyasa değeri, işlem hacmi, devir hızı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değerinin defter değerine oranı, temettü verimi, getiri ve ilgili piyasanın getirisi ile S&P 500 endeksinin getirisi arasındaki korelasyon katsayısı gibi temel piyasa verileri kullanılarak ilgili piyasalar sınıflandırılabilir. Bu sınıflama sonunda bazı gelişen piyasaların birbirine benzeyip benzemediği ortaya konulabilir. Piyasa verileri açısından birbirine benzeyen gelişen piyasaların bir araya getirilerek gelişen piyasalar arasında farklı gruplar oluşturulabilir. Bu grupların bilinmesi, yatırımcılara tercihlerine en uygun piyasaları seçmeleri konusunda yardımcı olacağı düşünülmektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Abarbanell, Jeffery. S. ve Bushee, Brian. J. (1998), “Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy”, **The Accounting Review**, 73(1), 19-45
- Abdalla, Issam S.A ve Murinde, Victor (1997), “Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and Philippines”, **Applied Financial Economics**, 7(1), 25-35.
- Abdullah, Dewan A. ve Hayworth, Steven C. (1993), “Macro Econometrics of Stock Price Fluctuations”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, 32(1), 50-67.
- Abreu, Dilip ve Brunnermeier, Markus K. (2002), “Synchronization risk and delayed arbitrage”, **Journal of Financial Economics**, 66 (2-3), 341–360
- Abugri, Benjamin A. (2008), “Empirical Relationship Between Macroeconomic Volatility and Stock Returns: Evidence from Latin American Markets”, **International Review of Financial Analysis**, 17(2), 396–410
- Adjasi, Charles ve diğ erleri (2008), “Effect of Exchange Rate Volatility on The Ghana Stock Exchange”, **African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research**, 3(3), 28-47
- Adrangi, Bahram ve diğ erleri (1999), “Inflation, Output, and Stock Prices: Evidence From Two Major Emerging Markets”, **Journal of Economics and Finance**, 23(3), 266–278.
- Adrangi, Bahram ve diğ erleri (2002), “Inflation, Output, and Stock Prices: Evidence from Brazil”, **The Journal of Applied Business Research**, 18(1), 61-77
- Aggarwal, Rajesh K ve diğ erleri (2005), Dynamics of Equity Market Integration in Europe: Evidence of Changes over Time and with Events, **IIIS Discussion Paper No.19**, 1-25, <http://www.tcd.ie/iiis/documents/discussion/pdfs/iiisd19.pdf> (10.12.2011).

- Aggarwal, Rajesh ve Schirm, David C. (1992), "Balance of Trade Announcements and Asset Prices: Influence on Equity Prices, Exchange Rates and Interest Rates", **Journal of International Money and Finance**, 11(1), 80-95.
- Aggarwal, Rajesh ve Schirm, David C. (1998), "Asymmetric Impact of Trade Balance News on Asset Prices", **Journal of International finance markets, Institutions and Money**, 8(1), 83-100
- Aggarwal, Reena (1981), "Exchange Rates and Stock Prices: A Study of the US Capital Markets under Floating Exchange Rates", **Akron Business and Economic Review**, 12, 7-12.
- Aggarwal, Reena ve Rivoli, Pietra (1989), "Seasonal and Day-of-the-Week Effects in Four Emerging Stock Markets", **Financial Review**, 24(4), 541-550
- Aggarwal, Reena, ve Rivoli, Pietra (1990), "Fads in Initial Public Offering Market" **Financial Management**, 19(4), 45-57.
- Agrawalla, Raman K. ve Tuteja, S. K. (2008), "Share Prices and Macroeconomic Variables in India", **Journal of Management Research**, 8(3), 137-146
- Ajayi, Richard A. ve Mougoue, Mbodja (1996), "On the Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rate", **Journal of Financial Research**, 19(2), 193-207.
- Akar, Cüneyt (2006), "Finansal Piyasalarda Krizlerin ve Takvimsel Faktörlerin Volatilite Ve Getiri Üzerine Etkisi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 21(246), 41-53
- Akçoraoğlu, Alpaslan ve Yurdakul, Funda (2002), "Global Faktörler ve Hisse senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na İlişkin Ampirik Kanıtlar", **İMKB Dergisi**, 6(21), 1-20
- Akgüç, Öztin (1998), **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı, Yayın No. 17.
- Akkum, Tülin ve Vuran, Bengü (2005), "Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Analizi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 20(233), 28-45.
- Aksoy, Ahmet (1993), **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 2. Baskı, Ankara: Gazi Büro Kitabevi.

- Aktaş, Hüseyin (2009), **Hisse Senetleri Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Önemi, İMKB’de Değer İlişki Analizi**, 2.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktaş, Metin (2008), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili olan Finansal Oranların Araştırılması”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 37(2), 137-150
- Aktaş, Ramazan ve Doğanay, M. Mete (2007), “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Verilerine Göre Gruplandırılması”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, 1(2), 77-91
- Alagidede, Paul ve Panagiotidis, Theodore (2010), “Can Common Stocks Provide a Hedge against Inflation? Evidence from African Countries”, **Review of Financial Economics**, 19(3), 91–100
- Alam, Md. Mahmudul ve Uddin, Md. Gazi Salah (2009), “Relationship Between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries”, **International Journal of Business and Management**, 4(3), 43-51.
- Albeni, Mesut ve Yusuf Demir (2005), “Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)”, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, 14 (Bahar), 1-18.
- Alexakis, Panayotis ve diğerleri (1996), “Inflation Volatility and Stock Prices: Evidence from ARCH Effects”, **International Advances in Economic Research**, 2(2), 101-112.
- Ali, Imran ve diğerleri (2010), “Causal Relationship between Macroeconomic Indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan”, **African Journal of Business Management**, 4(3), 312-319
- Allen, Franklin ve Gale, Douglas (1992), “Stock Price Manipulation”, **Review of Financial Studies**, 5(3), 503-529.
- Allen, Franklin ve Gorton, Gary (1992), “Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information”, **European Economic Review**, 36, 624-630.
- Amenc, Noel ve Le Sourd, Veronique (2003), **Portfolio Theory and Performance Analysis**, Wiley Finance Series, England: John Wiley & Sons Ltd.

- Andrade, Joaquim ve Teles, Vladimie (2006), “An Empirical Model of the Brazilian Country Risk, An Extension of the Beta Country Risk Model”, **Applied Economics**, 38(11), 1271-1278.
- Ang, James B. ve Mckibbin, Warwick J. (2007), “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, **Journal of Development Economics**, 84(1), 215-233.
- Apak, Sudi (1995), **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, 2. Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Apergis, Nicholas ve Eleftheriou, Sophia (2002), “Interest Rates, Inflation and Stock Prices: The Case of The Athens Stock Exchange”, **Journal of Policy Modeling**, 24(3), 231–236.
- Arestis, Philip ve diğerleri (2001), “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, 33(1), 16–41.
- Arı, Mustafa (2009), “Finansal Raporlama Skandalları ve Mali Tabloların Güvenirliliği”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 23 (Nisan), 409-420.
- Arouri, Mohamed ve diğerleri (2010), **The Dynamics of Emerging stock Market, Contributions to Management Science**, 1st Ed., Berlin Heidelberg: Springer-Verlag.
- Asgharian, Hossein ve Nossman, Marcus (2011), “Risk Contagion Among International Stock Markets”, **Journal of International Money and Finance**, 30(1), 22-38.
- Aslan, Özgür ve Küçükaksoy İ. (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi, Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi**, 4, 25-38.
- Atakan, Tülin (2008), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Haftanın Günü Etkisi ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri ile Test Edilmesi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 37(2), 98-110
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil (1999), **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, 1. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Aydemir, Oğuzhan (2008), “Hisse Senedi Getirileri ve Reel Sektör Arasındaki İlişki: Ampirik Bir Çalışma”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi**, 10(2), 37-55
- Aydeniz, Şule (2008), İşletmelerde **Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, 1. Baskı, İstanbul: Basın Yayın Dağıtım.
- Bahmani, Mohsen ve Sohrabian, Ahmad (1992), “Stock Prices and the Effective Exchange Rate of the Dollar”, **Applied Economics**, 24(4), 459-464.
- Bai, Ye ve Green, Christopher J. (2010), “International Diversification Strategies: Revisited from the Risk Perspective”, **Journal of Banking & Finance**, 34(1), 236-245.
- Bailey, Warren ve Rene M. Stulz (1990), “Benefits of International Diversification: The Case of Pasific Basin Stock Markets”, **The Journal of Portfolio Managemet**, 16(4), 57-61.
- Bajaj, Mukesh ve Vijh, Anand M. (1990), “Dividend Clienteles and The Information Content of Dividend Changes”, **Journal of Financial Economic**, 26(2), 193–219.
- Baker, H. Kent ve Powell, Gary E. (2005), **Understanding Financial Management A Practical Guide**, First published, USA: Blackwell Publishing.
- Balaban, Ercan (1999), “Borsada Takas Kuralları Ve Zamana Bağlı Risk Ve Getiri İlişkisi: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 14(164), 30-49
- Baldemir, Ercan ve Keskiner, Ayşe (2004), “Devalüasyon, Para, Reel Gelir Değişkenlerinin Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Panel Data Yöntemiyle Türkiye İçin İncelenmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 6(4), 44-59.
- Ball, Robert, J. (2009), **Inflation and The Theory of Money**, USA: George Allen & Unwin Ltd.
- Baltagi, Badi, (2005a), **Econometric Analysis of Panel Data**, Third Edition, England: John Wiley & Sons LTD
- Baltagi, Badi, (2005b), **Panel Data: Theory and Applications**, Third Edition, Heidelberg: Physica-Verlag.

- Banz, Rolf W. (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", **Journal of Financial Economics**, 9(1), 3-18.
- Barak, Osman (2008), **Davranışsal Finans Teori ve Uygulama**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Basher, Syed A. ve Sadorsky, Perry (2006), "Oil Price Risk and Emerging Stock Markets", **Global Finance Journal**, 17(2), 224-251.
- Başkaya, Zehra ve Değer Alper (2007), **Finans Matematiği**, İkinci Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Basu, Sanjoy (1983), "The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", **Journal of Financial Economics**, 12(1), 129-15.
- Bayezid Ali, Mohammad ve Chowdhury, Tanbir Ahmed (2010), "Effect of Dividend on Stock Price in Emerging Stock Market: A Study on the Listed Private Commercial Banks in DSE", **International Journal of Economics and Finance**, 2(4), 52-64.
- Beaver, William ve diğerleri (1970), "The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures", **The Accounting Review**, 45(4), 654-682.
- Beim, David O. ve Charles W. Calomiris (2001), **Emerging Financial Markets**. New York: McGraw-Hill/Irwin
- Bekaert, Geert ve diğerleri (2001), "Emerging Equity Markets and Economic Development", **Journal of Development Economics**, 66(2), 465-504
- Bekaert, Geert ve Harvey, Campbell R (2003), "Emerging Markets Finance", **Journal of Empirical Finance**, 10(1-2), 3-55
- Bekçi, İsmail ve Alkan, Havva (2009), "Finansal Bilgi Sisteminin Hisse Senetlerine Yatırım Kararı Üzerine Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 14(3), 1-20.
- Benartzi, Shlomo ve diğerleri (1997), "Do Changes in Dividends Signal The Future or The Past?", **Journal of Finance**, 52(3), 1007-1034.

- Bencivenga, Valerie R. ve diğerkleri (1996), "Equity Markets, Transactions Costs and Capital Accumulation: An Illustration", **World Bank Economic Review**, 10(2), 241-266.
- Benninga, Simon ve diğerkleri (2005), "The Timing of Initial Public Offerings", **Journal of Financial Economics**, 75(1), 115-132.
- Berber, Metin (2006), **İktisadi Büyüme ve Kalkınma**, 3. Baskı, Trabzon, Derya Kitabevi
- Berk, Jonathan, B. (1995), "A Critique of Size-Related Anomalies", **The Review of Financial Studies**, 8(2), 275-286
- Bernheim, B. Douglas ve Wantz, Adam (1995), "A Tax-Based Test of Dividend Signalling Hypothesis", **The American Economic Review**, 85(3), 532-551.
- Bildik, Recep (2000), **Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellik ve İMKB üzerine Ampirik Bir Çalışma**, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Bilson, Christopher ve diğerkleri (2001), "Selecting Macroeconomic Variables as Explanatory Factors of Emerging Stock Market Returns", **Pacific-Basin Finance Journal**, 9(4), 401-426.
- Binswanger, Mathias (2004), "Stock Returns and Real Activity in the G7 Countries: Did the Relationship Change in the Early 1980s," **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 44 (2), 237-252.
- Blume, Marshal (1971), "On the Assessment of Risk," **Journal of Finance**, 26(1), 1-10.
- Bocutoğlu, Ersan (2010), **Makro İktisat Teoriler ve Politikalar**, Yenilenmiş ve Genişletilmiş 7.Baskı, Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Bodie, Zvi (1976), "Common Stocks as a Hedge Against Inflation", **Journal of Finance**, 31 (2), 459-470.
- Bodie, Zvi ve diğerkleri (2001), **Essentials Investments**, Fourth Edition, New York: McGraw-Hill Inc.
- Bodurtha Jr. James, ve diğerkleri (1989), "Economic Forces and The Stock Market: International Perspective", **Global Finance Journal**, 1(1), 21-46.
- Bolak, Mehmet (1994), **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.

- Bolak, Mehmet (2001), **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayınları.
- Boudoukh, Jacob ve Richardson, Matthew (1993), “Stock Returns and Inflation: A Long-Horizon Perspective”, **American Economic Review**, 83(5), 1346–55.
- Boyle, Glenn W. ve Young, Leslie (1992), “Stock Returns, Inflation, and Interest Rates: Ex Post and Ex Ante Relationships”, **International Review on Financial Analysis**, 1(1), 65–76.
- Boztosun, Derviş ve Çelik, Tuncay (2011), “Türkiye Borsasının Avrupa Borsaları ile Eşbütünleşme Analizi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 16(1), 147-162.
- Brahmasrene, Tantatape ve Jiranyakul, Komain (2007), “Cointegration and Causality between Stock Index and Macroeconomic Variables in an Emerging Market”, **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 11(3), 17-30.
- Branson, William H. (1983), **Macroeconomic Determinants of Real Exchange Rate Risk**, Cambridge: Cambridge University Press
- Brau, James C. Ve Fawcett, Stanley E. (2006), “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, **The Journal of finance**, 61(1), 399-436.
- Brav, Alon ve Gompers, Paul A. (2003), “The Role of Lockups in Initial Public Offerings”, **The Review of Financial studies**, 16(1), 1-29.
- Brav, Alon ve Heaton, J.B. (2002), “Competing Theories of financial Anomalies”, **The Review of Financial Studies**, 15(2), 575-606.
- Brealey, Richard A. ve diğerleri (2006), **Corporate Finance**, Eighth Edition, New York: McGraw-Hill Cop.
- Brentani, Christine (2004), **Portfolio Management in Practice**, First published, Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann.
- Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F. (2001), **Fundamentals of Financial Management**, Ninth Edition, New York: Harcourt college publishers.
- Brigham, Eugene. (1995), **Fundamentals of Financial Management**, 7. Baskı, Orlando: The Dryden Pres.

- Brooks, Chris ve Persaud, Gita (2001), "Seasonality in Southeast Asian Stock Markets: Some New Evidence on Day of the Week Effects", **Applied Economics Letters**, 8(3), 155-158
- Büker, Semih ve Doğan Bayar (2001), **Finansal Yönetim**, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları No: 463.
- Bulmash, Samuel B. ve Trivoli George, William (1991), "Time-lagged Interactions between Stock Price and Selected Economic Variables", **Journal of Portfolio Management**, 17(4), 61-67.
- Büyükalvarcı, Ahmet (2010), "The Effects of Macroeconomics Variables on Stock Returns: Evidence from Turkey", **European Journal of Social Sciences**, 14(3), 400-416.
- Çağlı, Efe Çağlar ve diğerleri (2010), "Testing Long-Run Relationship between Stock Market and Macroeconomic Variables in the Presence of Structural Breaks: The Turkish Case", **International Research Journal of Finance and Economics**, 48, 50-61.
- Campaa, José Manuel ve Fernandes, Nuno (2006), "Sources of Gains from International Portfolio Diversification", **Journal of Empirical Finance**, 13(4-5), 417-443.
- Campbell, John ve Cochrane, John H (1999), "By Force of Habit: a Consumption Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", **Journal of Political Economy**, 107(2), 205-251.
- Canbaş, Serpil ve diğerleri (2007), "Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 44(512), 15-27.
- Canbaş, serpil ve Doğukanlı, Hatice (1997), **Finansal Pazarlar, Finansal kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, İkinci Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Cannolly, Michael, B. (2007), **International Business Finance**, First Edition, New York: Routledge.
- Cao, Melnie ve Wei, Jason (2005), "Stock Market Returns: A Note on Temperature Anomaly", **Journal of Banking & Finance**, 29(6), 1559-73.

- Çapanoğlu, Mustafa (1993), **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, İkinci Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Caporale, Guglielmo Maria ve diğerleri (2005), “Endogenous Growth Models and Stock Market Development: Evidence From Four Countries”, **Review of Development Economics**, 9(2), 166–176.
- Carter, Richard ve Manaster, Steven (1990), “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, **The Journal of Finance**, 45(4), 1045-1067.
- Celov, Dmitrij ve Grigaliuniene, Žana (2010), “Economic Forces, Sentiment and Emerging Eastern European Stock Markets”, **Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe**, 2(2), 37-53
- Ceylan, Ali (2000), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İkinci Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz (2008), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin basın Yayın Dağıtım.
- Ceylan, Nildağ Başak (2006), “G-7 Ülkelerinin Borsalarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerindeki Etkileri”, **İMKB Dergisi**, 8(32), 37-55.
- Chakraborty, Archishman ve Yılmaz, Bilge (2004), “Manipulation in Market Order Models”, **Journal of Financial Markets**, 7(2), 187–20
- Chan, Kam C ve diğerleri (1997), “International Stock Market Efficiency and Integration: A Study of Eighteen Nations”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 24(6), 803-813.
- Chatrath, Arjun (1996), “Stock Prices, Inflation and Output: Evidence from India”, **Journal of Asian Economics**, 7(2), 237-244.
- Chatrath, Arjun ve diğerleri (1997), “Stock Prices, Inflation and Output: Evidence From India”, **Applied Financial Economics**, 7(4), 439–445.
- Chaudhuri, K. ve Smiles, S. (2004), “Stock Market and Aggregate Economic Activity: Evidence from Australia”, **Applied Financial Economics**, 14(2), 121–129.

- Chen, Nai-Fu, ve diğerleri (1986), “Economic Forces and the Stock Market”, **Journal of Business**, 59(3), 383-403
- Chen, Shyh Wei ve Chen, Tzu Chun (2011), “The Causal Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from the G-7”, **Journal of Economics and Management**, 7(1), 101-133.
- Chen, Zhaohui ve Wilhelm, William J. (2008), “A Theory of The Transition to Secondary Market Trading of IPOs”, **Journal of Financial Economics**, 90(3), 219–236.
- Cheng, William (2010), “The Initial Public Offerings of Chinese State-Owned Enterprises in Hong Kong Stock Exchange”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 52, 142-148.
- Cheung, Pin ve Liu, Donald (1994), “Common Stochastic Trends in Pacific Rim Stock Markets”, **Quarterly Review of Economics and Finance**, 34(3), 241-259.
- Cheung, Yin-Wong ve Ng, Lilian K. (1998), “International Evidence on the Stock Market and Aggregate Economic Activity”, **Journal of Empirical Finance** 5(3), 281–296.
- Chiang, Leong Choon ve Kee, Hui Tak (2009), **Macroeconomic and Non-macroeconomic Variables Link to Singapore Hotel Stock Returns**, http://scholar.google.com.tr/scholar?cluster=3226611428548969400&hl=tr&as_sdt=0,5 (20.12.2011).
- Chiang, Min-Hsien ve diğerleri (2004), “Insider Trading Performance in the Taiwan Stock Market”, **International Journal of Business and Economics**, 3(3), 239-256.
- Chin, Chen-Lung ve diğerleri (2006), “IPO Anomalies and Innovation Capital”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 27(1), 67–91.
- Chiou, Jer-Shiou (2007), “The Asymmetric Information and Price Manipulation in Stock Market”, **Applied Economics**, 39(7), 883–891.
- Chiou, Wan-Jiun Paul (2008), “Who Benefits More from International Diversification?”, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 18(5), 466-482.
- Chiou, Wan-Jiun Paul ve diğerleri (2009), “Do Investors Still Benefit from International Diversification with Investment Constraints?”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 49(2), 448-483

- Chollete, Lorán ve diğeri (2011), "International Diversification: A Copula Approach", **Journal of Banking & Finance**, 35(2), 403-417.
- Choudhry, Taufiq (1997), "Stochastic Trends in Stock Prices: Evidence from Latin American Markets", **Journal of Macroeconomics**, 19(2), 285-304
- Choudhry, Taufiq (2001), "Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence From High Inflation Countries", **Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money**, 11(1), 75-96.
- Chow, Edward H ve diğeri (1997), "The Exchange Rate Risk Exposure of Asset Returns", **Journal of Business**, 70(1), 105-123.
- Christofi, A ve Pericli, A (1999), "Correlation in Price Changes and Volatility of Major Latin American Stock Markets", **Journal of Multinational Financial Management**, 9(1), 79-93.
- Çıkrıkçı, Mustafa (2005), **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Trabzon: Akademi Kitabevi
- Çımat, A. (1998), **Sermaye Piyasası: Kurumları, Faaliyetleri ve Vergilendirilmesi**, İkinci Baskı, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları.
- Çinko, Murat (2008), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Ocak Ayı Etkisi, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 9(1), 47-54.
- Claessens, Stijin (1995), "The Emerging of Equity Investment in Developing Countries: Overview", **The world Bank Review**, 9(1), 1-17.
- Clark, Ephraim ve Tunaru, Radu (2001), "Emerging Markets: Investing with Political Risk", **Multinational Finance Journal**, 5(3), 155-173.
- Clark, Ephraim. (2002), **International Finance**, Second Edition, London: Charpman & Hall.
- Conroy, Robert M. ve diğeri (2000), "A Test of The Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence From Simultaneous Announcements in Japan", **Journal of Finance**, 55(3), 1199-1227.
- Constantinides, George (1990), "Habit Formation: a Resolution of the Equity Premium Puzzle", **Journal of Political Economy**, 98(3), 519-543

- Cook, Thomas J. ve Rozeff, Michael S. (1984), “Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 19(4), 449-464.
- Cook, Timothy ve Hahn, Thomas (1988), “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, 20(2), 167–180.
- Corrado, Charles J. ve Jordan, Bradford D. (2002), **Fundamentals of Investments valuation and management**, Second Edition, New York: McGraw-Hill Inc.
- Coşkun, Metin ve diğerleri (2009), “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Getirileri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği”, **Kocaeli Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 5(7), 1-18
- Crosby, Mark (2001), “Stock Returns and Inflation”, **Australian Economic Papers**, 40(2), 156–165.
- Cross, Frank (1973), “The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays”, **Financial Analyst Journal**, 29(6), 67-69.
- Çukur, Sadık (2008), “Operasyonel Döviz Kuru Riski: Firma ve Endüstri Düzeyinde Bir Araştırma”, **İMKB Dergisi**, 10(38), 25-42.
- Cuthbertson, Keith ve Nitzsche, Dirk (2001), **Financial Engineering Derivatives and Risk Management**, Fourth Edition, UK: John Wiles & Sons Ltd.
- Dağlı, Hüseyin (1996), **Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri**, İMKB, İktisat İşletme ve Finans, Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar, ss.19-38.
- Dağlı, Hüseyin (2009), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 3. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Darrat, Ali F. Ve diğerleri (2000), “On the Integration of Emerging Stock Markets in the Middle East”, **Journal of Economic Development**, 25(2), 119-129.
- Dasilas, Apostolos ve Leventis, Stergios (2011), “Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from The Greek Stock Market”, **International Review of Economics and Finance** 20(2), 302–311

- Demir, Osman (2000), “Özelleştirmenin Gerekçeleri ve Engelleri”, **Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 14(1), 11-31.
- Demir, Yusuf (2001), “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(2), 109-130.
- Demirbaş, Muzaffer ve Türkoğlu, Musa (2002), “Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 7(1), 241-264
- Demireli, Erhan (2008), “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, **Ege Akademik Bakış**, 8(1), 215-241.
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Maksimoviç, Vojislav (1996), “Stock Market Development and Corporate Finance Decisions”, **Finance & Development**, 33(2), 47-49.
- Devecha, Arjun, ve diğerleri (1992), ”Emerging Markets: A Quantitative Perspective”, **Journal of Portfolio Management**, 19(1), 41-56.
- Diacogiannis, G. P. Ve diğerleri (2001), “Macroeconomic Factors and Stock Returns in a Changing Economic Framework: The Case of the Athens Stock Exchange”, **Managerial Finance**, 27(6), 23-41.
- Diamonte, Robin L. ve diğerleri (1996), “Political Risk in Emerging and Developed Markets”, **Financial Analysts Journal**, 52(3), 71-76.
- Dickey, David A. ve Fuller, Wayne A. (1979), “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, **Journal of the American Statistical Association**, 74(366), 427-431.
- Doğukanlı, Hatice (2008), **Uluslararası Finans**, İkinci Baskı, Adana: Karahan Yayınları.
- Doğukanlı, Hatice ve diğerleri (2002), “İMKB Mali Sektör Şirketlerinin Sistemik ve Sistemik Olmayan Risklerinin İncelenmesi”, **İMKB Dergisi**, 6(24), 1-16.
- Dornbusch, Rudiger ve Fisher, Stanley (1980), “Exchange Rates and The Current Account”, **American Economic Review**, 70(5), 960-971.

- Dritsakis, Nikolaos ve Adamopoulos, Antonios (2004), “Financial Development and Economic Growth in Greece: An Empirical Investigation with Granger Causality Analysis”, **International Economic Journal**, 18(4), 547-559.
- Duan, Ying ve diğ erleri (2010), “Costly Arbitrage and Idiosyncratic Risk: Evidence from Short Sellers”, **Journal of Financial Intermediation**, 19(4), 564–579.
- Duca, Gevit (2007), “The Relationship between the Stock Market and The Economy: Experience from International Financial Markets”, **Bank of Valletta Review**, No. 36, https://www.bov.com/filebank/documents/1-12_Gevit%20Duca.pdf (12.12.2011).
- Durai, S. Raja Sethu ve Bhaduri, Saumitra N. (2009), “Stock Prices, Inflation and Output: Evidence from Wavelet Analysis”, **Economic Modelling** 26(5), 1089–1092.
- Durham, J. Benson (2003), “Monetary Policy and Stock Price Returns”, **Financial Analyst Journal**, 59(4), 26–35.
- Durukan M. Banu (1999), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Makro Ekonomik Değ işkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, 3(11), 19-48.
- Dyl, Edward. A ve Weigand, Robert A. (1998), “The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence”, **Financial Management**, 27(3), 27–35.
- Ege, İlhan ve Bayrakdaroğ lu, Ali (2009), “İmkb Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniğ i ile Analizi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(10), 139-158
- Eiteman, David ve diğ erleri (2002), **Multinational Business Finance**, Ninth Edition, New York: World Student Series.
- Emery, Douglas R. ve diğ erleri (1998), **Principles of Financial Management**, Fourth Edition, New Jersey, London: Prentice Hall Inc.
- Emir, Mustafa (2004), “Ülke Riskinin Ölçüm Kriterleri ve Tahvil Marjları Üzerine Etkisi: Genel Bir Değ erlendirme”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 21, 74-79.
- Engelen, Peter-Jan ve Liedekerke, Luc Van (2007), “The Ethics of Insider Trading Revisited”, **Journal of Business Ethics**, 74(4), 497–507

- Enisan, Akinlo A. ve Olufisayo, Akinlo O. (2009), “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Saharan African Countries”, **Journal of Economics and Business**, 61(2), 162-171.
- Erb, Claude B. ve diğerleri (1996), “Political Risk, Economical Risk, and Financial Risk”, **Financial Analysis Journal**, 52(6), 29-46.
- Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008), **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi
- Ercan, Metin Kamil ve Üreten, Aykan (2000), **Firma Değerini Tespiti ve Yönetimi**, 1.Baskı, Ankara: Gazi Büro Kitapevi,
- Erdem, Cumhur ve diğerleri (2006), “Makroekonomik Değişkenler ve İMKB 100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 21(239), 125- 135.
- Ergül, Nuray (2004), **Herkes İçin Finans**, İstanbul: Literatür Yayıncılık
- Errunza, Vihang (1977), “Gains from portfolio diversification Into less developed countries, **Journal of International Business Studies**, 8(2), 83-99
- Errunza, Vihang (1983), Emerging Markets: A Now Opportunity for Improving Global Portfolio Performance, **Financial Analysis Journal**, 39(5), 51-58.
- Eun, Choel S. ve Resnick, Bruge G. (2007), **International Financial Management**, Fourth Edition, New York: Mc Graw-Hill
- Fabozzi, Frank J (1999), **Investment Management**, Second Edition, London: Prattice-Hall Inc.
- Fabozzi, Frank J. ve Drake, Pamela Peterson (2009), **Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**, 10. Baskı, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fabozzi, Frank J. ve Francis, Jack C (1979), “Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination”, **The Journal of Finance**, 34(5), 1243-1250
- Fama, Eugene F (1965), “The Behaviour of Stock Market Prices”, **Journal of Business**, 38(1), 34-105

- Fama, Eugene F (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, 25(2), 383-417
- Fama, Eugene F. (1981), “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money”, **The American Economic Review**, 71(4), 545-65.
- Fama, Eugene F. (1983), “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money: Reply”, **American Economic Review**, 73(3), 471–72.
- Fama, Eugene F. (1990), “Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity”, **The Journal of Finance**, 45(4), 1089-1108
- Fama, Eugene. F. ve French, Kenneth R. (1998), “Value Versus Growth: The International Evidence”, **The Journal of Finance**, 53(6), 1975-1999
- Fidrmuc J ve diğerleri (2006), “Insider Trading, News Releases and Ownership Concentration” **Journal of Finance**, 61(6), 341-72.
- Fifield, S.G.M ve diğerleri (2002), “Macroeconomic Factors and Share Returns: an Analysis Using Emerging Market Data”, **International Journal of Finance and Economics**. 7(1), 51-62.
- Filis, George (2010), “Macro Economy, Stock Market and Oil Prices: Do Meaningful Relationships Exist Among Their Cyclical Fluctuations?”, **Energy Economics** 32(4), 877–886
- Firth, Michael (1979), “The Relationship between Stock Market Returns and Rates of Inflation”, **The Journal of Finance**, 34(3), 743–749.
- Fisher, Irving (1930), **The Theory of Interest**, First Edition, New York: MacMillan
- Fishman, Michael J. Ve Hagerty, Kathleen (1995), “The Mandatory Disclosure of Trades and Market Liquidity”, **Review of Financial Studies**, 8(3), 437-676
- Fitzpatrick, Brian D. (1994), “Stock Prices and Macroeconomic Data”, **Journal of Applied Business Research**, 10(4), 69–77.
- Flannery, Mark J. Ve Protopapadakis, Aris A. (2002), “Macroeconomic Factors Do Influence Aggregate Stock Returns”, **The Review of Financial Studies**, 15(3), 751-782

- Floros. Christos (2004), "Stock Returns and Inflation in Greece", **Applied Econometrics and International Development**, 4(2), 55-68.
- Francis, J. Clark. (1986), **Investments Analysis and Management**. Fifth Edition, New York: McGraw-Hill Company
- Frankel, Jeffrey A. (1983), **Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination**, MIT Press, Cambridge, MA.
- French, Kenneth. R. (1980), "Stock Return and the Weekend Effect", **Journal of Financial Economics**, 8(1), 55-69.
- Friedman, Benjamin M (1979), "Optimal Expectations and the Extreme Information Assumptions of Rational Expectations' Macromodels", **Journal of Monetary Economics**, 5(1), 23-41.
- Frimpong, Joseph Magnus (2009), "Economic Forces and the Stock Market in a Developing Economy: Cointegration Evidence from Ghana", **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, 16, 123-135.
- Frisch, Helmut (1983), **Theories of Inflation**, First Edition, USA: Cambridge University Press.
- Gallagher, Timothy J. ve Andrew, Jr. Joseph D. (1997), **Financial Management, Principles and Practice**, Second Edition, London: Prentice Hall Inc.
- Garcia, Jesús Gustavo Garza ve Juarez, María Eugenia Vera (2010), "Who Influences Latin American Stock Market Returns? China versus USA", **International Research Journal of Finance and Economics**, 55, 22-35
- Gay, Robert D. (2008), "Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China", **International Business & Economics Research Journal**, 7(3), 1-8
- Geddes, Ross (2006), **An Introduction to Corporate Finance Transactions and Techniques**, Second Edition, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Gençtürk, Mehmet (2008), "İşletmelerin Finansal Tabloları Kullanım Amacı ve Düzeyini Belirlemeye Yönelik Muhasebe Meslek Mensuplarının Tutumları Üzerine Bir Araştırma", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 15(1), 56-72

- Gençtürk, Mehmet (2009), “Finansal Kriz Dönemlerinde Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 14(1), 127-136.
- Gerlach, Jeffrey R.(2007), “Macroeconomic News and Stock Market Calendar and Weather Anomalies”, **The Journal of Financial Research**, 30(2), 283–300
- Geske, Robert ve Roll, Richard (1983), “The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation”, **Journal of Finance**, 38(1), 1-33.
- Gibbons, Michael R. ve Hess, Patrick (1981), “Day of the Week Effects and Asset Returns”, **Journal of Business**, 54(4), 579-596
- Gilmore, Claire ve Macmanus, Ginette (2002), “International Portfolio Diversification: US and Central European Equity Markets”, **Emerging Markets Review** 3(1), 69-83.
- Giovannini, Aperto ve Jorion, Philippe (1987), “Interest Rates and Risk Premia in the Stock Market and in the Foreign Exchange Market”, **Journal of International Money and Finance**, 6(1), 107-124
- Gitman, Lawrence J. (2003), **Principles of Managerial Finance**, Tenth Edition, New York: Addison-Wesley Series
- Givoly, Dan ve Ovalia, Arie (1983), “Year end Tax Induced Sales and Stock Market Seasonally”, **The Journal of Finance**, 38(1), 171-186
- Gjerde, Øystein ve Sættem, Frode (1999), “Causal Relations among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy”, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money** 9(1), 61–74
- Goldberg, Pinelopi K. ve Verboven, Frank (2005), “Market Integration and Convergence to the Law of One Price: Evidence from the European Car Market”, **Journal of International Economics** 65(1), 49– 73.
- Goldsmith, Raymond William (1969). **Financial Structure and Development**, New Haven: Yale University Press, Studies in Comparative Economics, No. 9.
- Gong, Fangxiong ve Mariano, Roberto S. (1997), “Stock Market Returns and Economic Fundamentals in an Emerging Market: The Case of Korea”, **Financial Engineering and the Japanese Markets** 4(2), 147–169.

- Goodwin, Barry K (1992), "Multivariate Cointegration Tests and the Law of One Price in International Wheat Markets", **Applied Economic Perspectives and Policy**, 14(1), 127-124.
- Gordon, J. Myron (1963), "Optimal Investment and Financial Policy", **Journal of Finance**, 18(2), 264-274.
- Gordon, Stephen ve Amour, Pascal St (2000), "A Preference Regime Model of Bull and Bear Markets", **The American Economic Review**, 90(4), 1019-1033.
- Graham, Fred C. (1996), "Inflation, Real Stock Returns, and Monetary Policy", **Applied Financial Economics**, 6(1), 29-35.
- Granger, Clive W.J. ve diğ erleri (2000), "A Bivariate Causality between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Recent Asian flu", **Quarterly Review of Economics and Finance**, 40 (3), 337-354.
- Gregoriou, Andros ve diğ erleri (2009), "An Empirical Investigation of the Relationship between the Real Economy and Stock Returns for the United States", **Journal of Policy Modeling** 31(1), 133-143.
- Grenene, William. H. (2002), **Econometric Analysis**, Fifth Edition, New York: Prentice-Hall International, Inc.
- Griffina, John M ve Karolyi, G Andrew (1998), "Another Look at the Role of the Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies", **Journal of Financial Economics**, 50(3), 351-373
- Grubel, Herbert G. (1968), "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows", **American Economic Review**, 58(5), 1299-1314.
- Gujarati, D. N. (2004), **Basic Econometrics**, 4th ed., The McGraw-Hill Companies.
- Gündüz, Lokman ve Omran, Mohammed (2001), "Geliş mekte Olan Piyasalarda Stokastik Trendler ve Hisse Senetleri Fiyatları: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkeleri Örneğ i", **İMKB Dergisi**, 5(17), 1-22.
- Güneş, Hürş it ve Saltoğ lu, Burak (1998), **İMKB Getiri Volatilitésinin Makroekonomik Konjonktür Bağ lamında İrdelenmesi**, Ankara: İMKB Yayını.

- Güngör, Bener (2003), “Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 17(1-2), 147-162.
- Guo, Shourun ve diğerleri (2008), “Stock Splits as a Manipulation Tool: Evidence from Mergers and Acquisitions”, **Financial Management**, 37(4), 695 - 712
- Gürsoy, Cudi Tuncer ve Müslümov, Alövsat (2000), “Stock Markets and Economic Growth: A Casualty Test”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 1(2), 124-132.
- Habibullah, Muzafar Shah ve Baharumshah, Ahmad Zubaidi (1996), “Money, Output and Stock Prices in Malaysia: An Application of The Cointegration Tests”, **International Economic Journal**, 10(2), 121-130
- Habibullah, Muzafar-Shah ve Baharumshah Ahmad-Zubaidi (1996), “Money Output and Stock Prices in Malaysia: An Application of the Cointegration Tests”, **International Economic Journal**, 10(2), 121-130.
- Hacıhasanoğlu, Erk ve soytaş, Uğur (2010), “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Global Risk Algılamasının Çeşitlendirme Etkisi”, **METU Studies in Development**, 37(1), 41-52.
- Hale, David D. (1994), “Stock Markets in The New world Order”, **Columbia Journal of World Business**, 29(2), 14-28.
- Hamburger, Michael J. Ve Kochin, Levis A (1972), “Money and Stock Prices, The Channels of Influence”, **Journal of finance**, 27(2), 231-249.
- Hanousek, Jan ve Filler, Randal K. (2000), “The Relationship Between Economics Factors and Equity Markets in Central Europe”, **Economics of Transition**, 8(3), 623-638
- Hansen, Jan ve diğerleri (2004), “Manipulation in Political Stock Markets – Preconditions and Evidence”, **Applied Economics Letters**, 11(7), 459–463.
- Harvey, Campbell (1995), “The Risk Exposure of Emerging Equity Markets”, **The World Bank Economic Review**, 9(1), 19-50.
- Hashemzadeh, Nozar ve Taylor, Philip (1988), “Stock Prices, Money Supply, and Interest Rate: the Question of Causality”, **Applied Economics**, 20(12), 1603-1611

- Hashemzadeh, Nozar ve Taylor, Philip (1988), “Stock Prices, Money Supply, and Interest Rates: The Question of Causality”, **Applied Economics**, 20(12), 1603-1611.
- Hassan, M. Kabir ve diğerleri (2003), “Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability, and Diversification in The Middle East and Africa”, **Economic System**, 27(1), 63-82
- Hausman, Jerry A. (1978), “Specification Tests in Econometrics”, **Econometrica**, 46(6), 1251-1271.
- Hausman, Jerry A. ve Taylor, William E. (1981), ‘Panel Data and Unobservable Individual Effects’, **Econometrica**, 49(6), 1377–1398.
- Hazman, Gülsüm G. (2010), “Türkiye’de Mali Nitelikteki Teşviklerin Doğrudan Yabancı Sermaye Üzerindeki Etkisi: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Çerçevesinde Değerlendirme”, **Maliye Dergisi**, 158 (Ocak-Haziran), 262-277
- Heimonen, Kari (2010), “Money and Equity Returns in the Euro Area”, **Global Finance Journal**, 21(2), 152–169.
- Henry, Ólan T. (2009), “Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK”, **Journal of Banking & Finance** 33(2), 405–414.
- Herbst, Anthony F. ve Slinkman, Craig W. (1984), “Political-Economic Cycles in the in the US Stock Market”, **Financial Analysts Journal**, 40(2), 38-44.
- Heston, Steven L. ve Rouwenhorst, K.Geert (1994), “Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?”, **Journal of Financial Economics** 36(1), 3-27.
- Hilliard, Jimmy E. (1979), “The Relationship Between Equity Indices on World Exchanges”, **The Journal of Finance**, 34(1), 103-114.
- Hillion, Pierre ve Suominen, Matti (2004), “The Manipulation of Closing Price”, **Journal of Financial Markets** 7(4), 351-375.
- Hiriyappa, H. (2008), **Investment Management and Portfolio Management, Securities New Age**, New Delhi: International Publishers Ltd.

- Hirshleifer, David ve Shumway, Tyler (2003), “Good Day Sunshine: Stock Returns and Theweather”, **Journal of Finance**, 58(3), 1009–32.
- Hirshleifer, J. (1977), “The Theory of Speculation under Alternative Regimes of Markets”, **The Journal of Finance**, 32(4), 975-999
- Hitt, Michael A. Ve diğerleri (1997), “International Diversification: Effect on Innovation and Firm Performance Product-Diversified Firms”, **The academy of management Journal**, 40(4), 767-798.
- Hochradl, Markus ve Wagner, Christian (2010), “Trading the Forward Bias: Are There Limits to Speculation?”, **Journal of International Money and Finance** 29(3), 423–441.
- Hondroyiannis, George ve diğerleri (2005), “Financial markets and economic growth in Greece, 1986–1999”, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 15(2), 173–188.
- Hondroyiannis, George ve Papapetrou, Evangelia (2001), “Stock Market Performance and Macroeconomic Experience in Greece”, **Greek Economic Review**, 21(2), 65–84.
- Hondroyiannis, George ve Papapetrou, T. Evangelia (2006), “Stock Returns and Inflation in Greece: A Markov Switching Approach”, **Review of Financial Economics** 15(1), 76–94.
- Hong, Harrison ve Huang, Ming (2005), “Talking up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations”, **Journal of Financial Intermediation** 14(1), 1–31
- Howatt, Ben ve diğerleri (2009), “Dividends, Earnings Volatility and Information”, **Applied Financial Economics**, 19(7), 551–562.
- Hsiao, Cheng. (2002), **Analysis of Panel Data**, Second Edition, United Kingdom: Cambridge University Press.
- Huang, Bwo-Nung ve diğerleri (2000), “Causality and Cointegration of Stock Markets among the United States, Japan and the South China Growth Triangle”, **International Review of Financial Analysis**. 9(3), 281-297
- Huang, Roger D. ve Kracaw, William A. (1984), “Stock Market Returns and Real Activity: A Note”, **The Journal of Finance**, 39(1), 267-273.

- Huang, Roger D. (1985), “Common Stock Returns and Presidential Elections”, **Financial Analysts Journal**, 41(2), 58–61
- Hudson, Robert ve diğerleri (1998), “Share Prices Under Tory and Labour Governments in The UK since 1945”, **Applied Financial Economics**, 8(4), 389–400
- Hull, Robert M. (1999), “Leverage Ratios, Industry Norms and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock for Debt Transactions”, **Financial Management**, 28(2), 32-45.
- Humpe, Andreas ve Macmillan, Peter (2009), “Can Macroeconomic Variables Explain Long-term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan”, **Applied Financial Economics**, 19(2), 111-119.
- Husain, Fazal, (2006), “Stock Prices, Real Sector and the Causal Analysis: The Case of Pakistan”, **Journal of Management and Social Sciences** 2(2), 179-185.
- Hussain, Syed Mujahid (2011), “Simultaneous Monetary Policy Announcements and International Stock Markets Response: An Intraday Analysis”, **Journal of Banking & Finance**, 35(3), 752–764
- İbrahim, Mansor H. (1999), “Macroeconomic Variables and Stock Prices in Malaysia: An Empirical Analysis”, **Asian Economic Journal**, 13(2), 219-231.
- İbrahim, Mansor H. (2000), “Cointegration and Granger Causality Tests of Stock Price and Exchange Rates Interactions in Malaysia”, **ASEAN Economic Bulletin**, 17(1), 36-47.
- İbrahim, Mansor H. ve Aziz, Hassanuddeen (2003), “Macroeconomic Variables and the Malaysian Equity Market A View through Rolling Subsamples”, **Journal of Economic Studies**, 30(1), 6-27.
- International Finance Corporation (IFC), **Emerging stock Markets Factbook**, Washington: IFC Publications.
- International Monetary Fund (IMF) (2010), **World Economic And Financial Surveys, World Economic Outlook, Rebalancing Growth**, Washington DC: IMF Publication.
- Ioannidis, Christos ve Kontonikas, Alexandros (2008), “The Impact of Monetary Policy on Stock Prices”, **Journal of Policy Modeling**, 30(1), 33–53.

- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2011), **Global Sermaye Piyasaları**, Sayı 47, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Jacob, Nancy L.(1971), “The Measurement of Systematic Risk for Securities and Portfolios: Some Empirical Results”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 6(2), 815-833.
- Jarrow, Robert A. (1992), “Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27(3), 311–337.
- Jeng, Chyong-Chiou ve diğerleri (1990), “The Informational Efficiency of the Stock Market: The International Evidence of 1921-1930”, **Economics Letters**, 34(2), 157-162.
- Jensen, Gerald R. ve Johnson, Robert R. (1995), “Discount Rate Changes and Security Returns in the U.S., 1962-1991”, **Journal of Banking and Finance**, 19(1), 79-95.
- Jiambalvo, James (1996), “Discussion of "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, **Contemporary Accounting Research**, 13(1), 37-47.
- Jiménez-Toribio, Ramón ve diğerleri (2010), “Global integration of European Tuna Markets”, **Progress In Oceanography**, 86(1-2), 166-175.
- Jiun, Wan ve Chiou, Paul (2009), “Benefits of International Diversification with Investment Constraints: An Over-time Perspective”, **Journal of Multinational Financial Management**, 19(2), 93-110.
- John, Kose ve Narayanan, Ranga (1997), “Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations”, **Journal of Business**, 70(2), 217-247
- Johnson, Leland L. (1960), “The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures”, **The Review of Economic Studies**, 27(3), 139-151
- Johnson, Robert R. Ve diğerleri (1999), “Presidential Politics, Stocks, Bonds, Bills and Inflation”, **The Journal of Portfolio Management**, 26(1), 27-31
- Jones, Steven T. ve Banning, Kevin (2009), “US Elections and Monthly Stock Market Returns”, **Journal of Economics and Finance**, 33(3), 273–287

- Jong, Abe De ve diğeri (2009), “The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies”, **Review of Finance**, 13(3), 495–520
- Kalaycı, Şeref ve Karataş, Abdülmecit (2005), “Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB’de Bir Temel Analiz Araştırması”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 27, 146-157
- Kalmış, Halis (2007), “Geleneksel Finansal Raporlama, Muhasebeden Beklentiler ve Sorunlar”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, 1(2), 139-145
- Kamışlı, Melik ve Girginer, Nuray (2010), “İşlem Bazlı Manipülasyonun İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Belirlenmesi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 11(Mayıs), 1–30.
- Kamstra, Mark J. ve diğeri (2000), “Losing Sleep at the Market: The Daylight Saving Anomaly”, **American Economic Review** 90(4), 1005–1011.
- Kanalıcı, Hülya (1997), **Hisse Senedi Fiyatlarını Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, SPK Yayınları, Yayın No: 77
- Kaplan, Muhittin (2008), “The Impact of Stock Market on Real Economic Activity: Evidence from Turkey”, **Journal of Applied Sciences** 8(2), 374-378.
- Karabıçak, Mevlüt (2004), “Küreselleşme Sürecinde Uluslararası platformda Yaşanan Finansal Gelişmeler, Belirsizlikler ve Türkiye’deki Reel Sektöre Yansımaları”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, 9(1), 179-201
- Karabıyık, L.E (1997), **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**, İkinci Baskı, Bursa: Marmara Kitapevi Yayınları
- Karan, M. Baha (2004), **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi
- Karan, M. Baha ve Ahmet, Uygur (2001), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 56(2), 103-116.
- Karasioğlu, Fehmi ve Eryiğit, Oya (2005), “Finansal Raporlama ve XBRL (Genişletilebilir Kurumsal raporlama Dili)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, 10(2), 133-152

- Karslı, Muharrem (1989), **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İstanbul: İrfan Yayımcılık ve Ticaret.
- Kasman, Saadet K. (2006), “Hisse Senetlerinin Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir ilişki Var mı?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 21(238), 88-99.
- Kaul, Gautam (1987), “Stock Returns and Inflation: The Role of Monetary Sector.” **Journal of Financial Economics**, 18(2), 253–276.
- Kearney, Colm ve Lucey, Brian M.(2004), “International Equity Market Integration: Theory, Evidence and Implications”, **International Review of Financial Analysis**, 13(5), 571-583
- Keim, Donald B ve Stambaugh, Robert F (1984), “A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns”, **Journal of Finance**, 39(3), 819-835
- Keown, Arthur J. ve diğerleri (2002), **Financial Management: Principles and Applications**, Ninth Edition, New Jersey: Printice Hall.
- Keown, J. Arthur ve diğerleri (2005), **Financial Management**, Tenth Edition, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- Kessel, Reuben A. (1956), “Inflation-caused Wealth Redistribution: a Test of Hypothesis”, **American Economic Review**, 46(1), 128–41.
- Khwaja, Asim Ijaz ve Mian, Atif (2005), “Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market”, **Journal of Financial Economics** 78(1), 203–241.
- Kim, Jeong-Reyol (2003), “The Stock Return-Inflation Puzzle and the Asymmetric Causality in Stock Return, Inflation and Real Activity”, **Economics Letters**, 8(2), 155–160.
- King, Robert G. ve Levine, Ross (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, 108(3), 717–737.
- Kıyılar, Murat ve Karakaş, Cem (2005), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme”, **İşletme İktisadi Enstitüsü, Yönetim Dergisi**, 16(52) , 17-25.
- Konuralp, Gürel (2001), **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, İkinci Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.

- Korkmaz, Tarhan ve diğerkleri (2008), “Türkiye’nin Avrupa Birliği ve Yüksek Dış Ticaret Hacmine Sahip Ülke Borsaları İle Entegrasyon İlişkisi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(8), 19-44.
- Korkmaz, Turhan (2001), “Yeni Gelişmekte olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, **İMKB Dergisi**, 5(17), 69-100
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan (2007), **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, İkinci Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Korkmaz, Turhan ve diğerkleri (2010), “Yaz Saati Uygulaması Anomalisinin İMKB 100 Endeks Getirisine Etkisinin Test Edilmesi”, **Ege Akademik Bakış**, 10(4), 1139 – 1153.
- Korkmaz, Turhan ve Mehmet Pekkaya (2009), **Excel Uygulamalı Finans Matematiği**, Bursa: Ekin Basın yayın Dağıtım
- Kosmidou, Kyriaki ve Zopounidis, Constantin (2004), **Goal Programming Techniques For Bank Asset Liability Management**, USA: Kluwer Academic Publishers.
- Küçükçolak, N. (2008), “Cointegration of the Turkish equity market with Greek and other European Union Equity Market”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 13, 58-73.
- Küçükocaoğlu, Güray (2008), “Intra-Day Stock Returns and Close-End Price Manipulation in the Istanbul Stock Exchange”, **Frontiers in Finance and Economics**, 5(1), 46-84.
- Kuczynski, Pedro-Pablo (1994), “Why Emerging Markets”, **Columbia Journal of world Business**, 29(2), 8-13.
- Kuğu, Tayfun (2004), “Finansman Yönetimi Olarak Risk Sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 11 (2), 141–153.
- Kumar, Praveen ve Seppi, Duane J (1992), “Futures Manipulation with ‘Cash Settlement’”, **The Journal of Finance**, 47(4), 1485-1502.
- Kunz, Roger M. ve Aggarwal, Reena (1994), “Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland”, **The Journal of Banking and Finance**, 18(4), 705-723.

- Kuştepelı, Yeşım ve Gülcan, Yaprak (2002), “Türkiye’de Makroekonomik İstikrar ve Özelleştirme”, **Ege akademik Review**, 2(2), 15-26.
- Kwon, Chung S. ve diğeri (1997), “The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns in Developing Markets”, **Multinational Business Review**, 5(2), 63-70.
- Kwon, Chung S. ve Shin, Tai S. (1999), “Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns”, **Global Finance Journal**, 10(1), 71–81.
- Lakonishok J, ve Lee I. (2001), “Are insider trades informative?”, **Review of Finance Studies**, 14(1), 79-111.
- Laopodis, Nikiforos T. (2010), “Equity Prices and Macroeconomic Fundamentals: International Evidence”, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 21(2), 247-276.
- Lazol, İbrahim (2008), **Mali Analiz Uygulamaları**, 4. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Lee, Bong Soo (1992), “Causal Relations among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation”, **The Journal of Finance**, 47(4), 1591–1603.
- Lee, Bong Soo (2010), “Stock Returns and Inflation Revisited: An Evaluation of The Inflation Illusion Hypothesis”, **Journal of Banking & Finance** 34(6), 1257–1273
- Lee, Unro (1997), “Stock Market and Macroeconomic Policies: New Evidence from Pacific Basin Countries”, **Multinational Finance Journal**, 1(4), 273-289.
- Leroy, Stephen F. (1984), “Nominal Prices and Interest Rates in General Equilibrium: Endowment Shocks”, **Journal of Business**, 57(2), 197- 213.
- Lesmond, David A. (2005), “Liquidity of Emerging Markets”, **Journal of Financial Economics**, 77(2), 411-452
- Levine, Ross (1991), “Stock Markets, Growth and Tax Policy”, **The Journal of Finance**, 46(4), 1445-1465.
- Levine, Ross ve Zervos, Sara (1998), “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **American Economic Review**, 88(3), 537–558.

- Levis, Mario (1993), "The Long Run Performance Of Initial Public Offerings: The U.K. Experience 1980-1988", **Financial Management**, 22(1), 28-41
- Levy, Haim (2002), **Fundamentals of Investments**, First Edition, London: Prentice Hall.
- Levy, Haim ve Sarnat, Marshall (1970), "International Diversification of Investment Portfolios", **American Economic Review**, 60(4), 668-675.
- Li, Kai ve diğerleri (2003), "Diversification Benefits of Emerging Markets Subject to Portfolio Constraints", **Journal of Empirical Finance**, 10(1-2), 57-80
- Li, Lifang ve diğerleri (2010b), "An Analysis of Inflation and Stock Returns for the UK", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 20(5), 519–532
- Li, Yun Daisy ve diğerleri (2010a), "The impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and the United States", **Journal of International Money and Finance**, 29(5), 876-896
- Liang, Chin-Chia ve Liang, Jin-Ming (2009), "Re-examining Causal Relationship between Stock Prices and Fundamentals: Evidence based on Dynamic Panel Data Model", **The Business Review**, 12(2), 148-154
- Lie, Erik (2005), "Operating Performance Following Dividend Decreases and Omissions", **Journal of Corporate Finance**, 12(1), 27-53
- Lin, Shu-Chin (2009), "Inflation and Real Stock Returns Revisited", **Economic Inquiry**, 47(4), 783–795
- Lins, Karl V. ve Servaes, Henri (2002), "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?", **Financial Management**, 31(2), 5-31
- Lintner, John (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations", **The Review of Economics and Statistics**, 44(3), 243-269.
- Lintner, John. (1965), "Security Prices, Risk and Maximal Gain from Diversification", **Journal of Finance**, 20(4), 587-615
- Liu, Ming-Hua ve Shrestha, Keshab M. (2008), "Analysis of the Long-term Relationship between Macroeconomic Variables and the Chinese Stock Market Using Heteroscedastic Cointegration", **Managerial Finance**, 34(11), 744-755

- Ljungqvist, Alexander P. ve Wilhelm, William J. (2003), "IPO Pricing in the Dot-com Bubble", **Journal of Finance**, 58(2), 723-752.
- Lobo, Bento J. (1999), "Jump Risk in the U.S. Stock Market: Evidence Using Political Information", **Review of Financial Economics**, 8(2), 149-163.
- Long, J. Bradford de ve diğeri (1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation", **The Journal of Finance**, 45(2), 379-395
- Lowry, Michelle ve diğeri (2010), "The Variability of IPO Initial Returns", **The Journal of Finance**, 65(2), 425-465
- Lowry, Michelle ve Shu, Susan (2002), "Litigation Risk and IPO Underpricing", **Journal of Financial Economics** 65(3), 309-335
- Madsen, Jakob B. (2005), "The Fisher Hypothesis and the Interaction between Share Returns, Inflation and Supply Shocks", **Journal of International Money and Finance**, 24(1), 103-20.
- Mahdavi, Saeid ve Sohrabian, Ahmad (1991), "The Link between the Rate of Growth of Stock Prices and the Rate of Growth of GNP in the United States: A Granger Causality Test", **American Economist**, 35(2), 41-49.
- Maheu, John M. ve McCurdy, Thomas H. (2000), "Identifying Bull and Bear Markets in Stock Returns", **Journal of Business & Economic Statistics**, 18(1), 100-112.
- Maheu, John, M. ve McCurdy, Thomas, H. (2007), "Components of Market Risk and Return", **Journal of Financial Econometrics**, 5(4), 560-590.
- Malkiel, Burton G. ve Cragg, John G (1970), "Expectations and the Structure of Share Prices", **The American Economic Review**, 60(4), 601 - 617.
- Malliaris, A. G., ve Urrutia, Jorge L (1991), "An Empirical Investigation Among Real, Monetary and Financial Variables," **Economics Letters**, 37(2), 151-158
- Manish, Manoj Kumar ve Aggarwal, Priyanka (2011), **Effect of Economic Variables of India and USA on the Movement of Indian Capital Market: An Empirical Study**, Eighth AIMS International Conference on Management January 1-4, pp.706-711
- Markowitz, Harry, M. (1952), "Portfolio Selection", **Journal of finance**, 7(1), pp.77-91

- Marshall, David A. (1992), "Inflation and Asset Returns in a Monetary Economy", **The Journal of Finance**, 47(4), 1315- 42.
- Masih, Rumi Ve Masih, Abul M. M. (2001), "Long and Short-Term Dynamic Casual Transmission amongst International Stock Markets", **Journal of International Money and Finance**, 20(4), 563-587.
- Maysami, Ramin Cooper ve Koh, Tiong Sim (2000), "A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market, **International Review of Economics and Finance** 9(1), 79–96
- McGee, Robert W. (2009), "Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory", **Journal of Business Ethics**, 91(1), 65–82
- Mcqueen, Grant ve Roler, V. Vance (1993), "Stock Prices, News, and Business Conditions", **The Review of Financial Studies**, 6(3), 683-707
- Merikas, Andreas G. ve Merika, Anna A. (2006), "Stock Prices Response to Real Economic Variables: The Case of Germany", **Managerial Finance**, 32(5), 446-450.
- Metin, Kuvılcım ve diğlerleri (1997), "An Analysis of Day of the Week Effect on the ISE", **İMKB Dergisi**, 1(4), 15-27.
- Moerman, Gerard A. (2008), "Diversification in Euro Area Stock Markets: Country versus Industry", **Journal of International Money and Finance**, 27(7), 1122-1134.
- Mohammad, Suliaman ve diğlerleri (2009), "Impact of Macroeconomics Variables on Stock Prices: Emperical Evidance in Case of KSE (Karachi Stock Exchange)", **European Journal of Scientific Research**, 38(1), 96-103
- Mookerjee, Rajen (1987), "Monetary Policy and the Informational Efficiency of the Stock Market: The Evidence from Many Countries," **Applied Economics**, 19(11), 1521-1532.
- Mookerjee, Rajen ve Yu, Qiao (1997), "Macroeconomic Variables and Stock Prices in a Small Open Economy: The Case of Singapore", **Pacific-Basin Finance Journal** 5(3), 377-388.
- Moosa, Imad A. (1998), "An investigation into the Cyclical Behavior of Output, Money, Stock Prices and Interest rates", **Applied Economic Letters**, 5(4), 151-158.

- Morelli, David (2010), "European Capital Market Integration: An Empirical Study Based on a European Asset Pricing Model, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 20(49), 363-375.
- Mukherjee, Tarun K. ve Naka, Atsuyuki (1995), "Dynamics Relations Between Macroeconomic Variables and The Japanese Stock Market: An Applications of A Vector Error Correction Model", **The Journal of Financial Research**, 18(2), 223-237
- Muradoğlu, Gülnür ve diğerleri (2000), "Causality Between Stock Returns and Macroeconomic Variables in Emerging Market", **Russian and East European Finance and Trade**, 36(6), 33-53.
- Muradoğlu, Gülnür ve Oktay, Türkay (1993), "Türk Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Etkinlik: Takvim Anomalileri", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 11(1), 51-62.
- Müslümov, Alövsat ve Güler Aras (2002), "Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği", **İşletme İktisat ve Finans Dergisi**, 17(198), 90-100.
- Najand, Mohammad ve Noronha, Gregory (1998), "Causal Relations among Stock Returns, Inflation, Real Activity, and Interest Rates: Evidence from Japan", **Global Finance Journal**, 9(1), 71-80.
- Narayan, Paresh Kumar ve Smyth, Russell (2004), "Medelling The Linkage Between The Australian and G7 stock Markets: Common Stochastic trends and Regime Shifts", **Applied Financial Economics**, 14(14), 991-1004.
- Narayanan, Ranga (1999), "Information Production, Insider Trading, and the Role of Managerial Compensation", **The Financial Review**, 34(4), 119-144.
- Nasseh, Alireza ve Strauss, Jack (2000), "Stock Prices and Domestic and International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 40(2), 229-245.
- Nasseh, Alizera, Strauss, Jack (2000), "Stock Prices and Domestic and International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 40(2), 229-245.

- Nelson, Charles R. (1976) ‘‘Inflation and Rates of Return on Common Stocks’’. **The Journal of Finance**, 31(2), 471–83.
- Nieh, Chien-Chung ve Lee, Cheng-Few (2001), ‘‘Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries’’, **The Quarterly Review of Economics of Finance**, 41(4), 477-490
- Nissim, Doron ve Ziv, Amir (2001), ‘‘Dividend Changes and Future Profitability’’, **Journal of Finance**, 56(6), 2111–2133.
- Obstfeld, Maurice (1994), ‘‘Risk Taking, Global Diversification and Growth’’, **American Economic Review**, 84(5), 1310-1329.
- Okka, Osman (2009), **Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Omar, Husain AL ve Mutairi, Abdullah AL (2010), ‘‘Private Information Trading in Kuwait Stock Exchange’’, **International Research Journal of Finance and Economics**, 59, 7-14
- Omran, Mohammed ve Pointon, John (2001), ‘‘Does the Inflation Rate Affect the Performance of The Stock Market?’’, **The Case of Egypt, Emerging Markets Review**, 2(3), 263–279.
- Orhan, M. Suphi, ve Güngör, Bener (2004), ‘‘Hisse Senedi Fiyatlarının Bilgi İçeriklerinin İmkb’de Test Edilmesine Yönelik Bir Araştırma’’, **Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(1), 103-129
- Orhan, Osman Z. (1995), **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, 1. Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi
- Örten, Remzi ve Karapınar, Aydın (2007), **Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu Genel Muhasebe**, Geliştirilmiş 4. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ortiz, Cristina ve diğerleri (2010), ‘‘Quarterly Return Patterns in the Spanish Stock Market’’, **Applied Financial Economics**, 20(23), 1829–1838.
- Osborne, M.F.M (1962), ‘‘Periodic Structure in The Brownian Motion of Stock Prices’’, **Operations Research**, 10(3), 267-290

- Ottaviani, Marco ve Sørensen, Peter Norman (2007), “Outcome Manipulation in Corporate Prediction Markets”, **Journal of the European Economic Association**, 5(2-3), 554-563.
- Özalp, Alperen ve Anagün, A. Sermet (2001), “Sektörel Hisse Senedi Fiyat Tahmininde Yapay Yiner Ağı Yaklaşımı ve Klasik Tahminleme Yöntemleri ile Karşılaştırılması”, **Endüstri Mühendisliği Dergisi**, 12(3-4), 2-17
- Özdemir, Gürbüz (2008), “Belediye İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi”, **Sayıştay Dergisi**, 71(Ekim-Aralık), 41-75.
- Özer, Gökhan ve Özcan, Murat (2002), “İMKB’da Ocak Etkisi , Etkinin sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirmesi Üzerine Deneysel Bir Araştırma”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF dergisi**, 7(2), 133-158
- Özgen, Ferhat Başkan, **Globalleşme Sürecinde Gelişmekte olan Ülkelerde Finans Piyasaları**, <http://www.econturk.org/Turkiyeeekonomisi/finans.pdf>, 11.12.2010.
- Özkan, Serdar ve Acar, Erdener (2010), “Uluslararası Muhasebe Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Tablolar Analizi Üzerindeki Etkilerine Genel Bakış”, **Mali Çözüm**, 97(Ocak-Şubat), 49-86.
- Özmen, Tahsin (1997), **Dünya Borsalarında Gözlenen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme**, SPK Yayınları, No: 61, İstanbul.
- Pagan, Adrian R. ve Sossounov, Kirill A.(2003), “A Simple Framework for Analysing Bull and Bear Markets”, **Journal of Applied Economics**, 18(1), 23-46
- Palmer, Michael (1970), “Money Supply, Portfolio Adjustments and Stock Prices”, **Financial Analyst Journal**, 26(4), 19-22.
- Papapetrou, Evangelia (2001), “Oil Price Shocks, Stock Market, Economic Activity and Employment in Greece”, **Energy Economics**, 23(5), 511-532
- Parasız, İlker (2000), **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi
- Patra, Theophano ve Poshakwale, Sunil (2006), “Economic Variables and Stock Market Returns: Evidence from the Athens Stock Exchange”, **Applied Financial Economics**, 16(13), 993-1005

- Patrick, Hugh T. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", **Economic Development Cultural Change**, 14(2), 174-189.
- Paul, Satya ve Mallik, Girijasankar (2003), "Macroeconomic Factors and Bank and Finance Stock Prices: The Australian Experience", **Economic Analysis and Policy**, 33(1), 23-30.
- Pazarlıoğlu, Vedat, Gürler, Özlem.K. (2007), "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı", **Finans, Politik Ekonomik Yorumlar**, 44(508), 35-43
- Pearce, Douglas K. ve Roley, V. Vance (1985), "Stock Prices and Economic News", **The Journal of Business**, 58(1), 49-67.
- Pekkaya, Mehmet (2006), "Karpayı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İmkb 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 2(4), 183-209.
- Perotti, Enrico C ve Oijen, Pieter Van (2001), "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", **Journal of International Money and Finance**, 20(1), 43-69.
- Phillips, Peter C.B. ve Perron, Pierre (1988). "Testing For a Unit Root in Time Series Regression", **Biometrika**, 75(2), 335-346.,
- Phylaktis, Kate ve Ravazzolo, Fabiola (2005), "Stock Market Linkages in Emerging Markets: Implications for International Portfolio Diversification", **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 15(2), 91-106
- Phylaktis, Kate ve Xia, Lichuan (2006), "Sources of Firms' Industry and Country Effects in Emerging Markets", **Journal of International Money and Finance**, 25(3), 459-475
- Pike, Richard ve Neale, Bill (2006), **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategies**, Fifth Edition, England: Prentice Hall.
- Pilinkus, Donatas (2009), "Stock Market and Macroeconomic Variables: Evidences from Lithuania", **Economics & Management**, 2009(14), 884-891.
- Pilinkus, Donatas (2010), "Macroeconomic Indicators and Their Impact on Stock Market Performance in the Short and Long Run: The Case of the Baltic States,

- Technological and Economic Development of Economy”, **Baltic Journal on Sustainability**, 16(2), 291–304
- Pope PF, ve diğerleri (1990), “Insider Trading, Some Evidence on Market Efficiency and Directors’ Share Dealings in Great Britain”, **Journal of Business Finance Accounting**, 17(3), 359-380.
- Poyraz, Erkan (2008), **Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Yayınevi,
- Protopapadakis, Aris ve Stoll, Hans R.(1983), “Spot and Futures Prices and the Law of One Price”, **The Journal of Finance**, 38(5), 1431-1455.
- Rahman, Aisyah Abdul ve diğerleri (2009), “Macroeconomic Determinants of Malaysian Stock Market”, **African Journal of Business Management**, 3(3), 96-106.
- Rahman, Lutfur ve Uddin, Jashim (2009), “Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Three South Asian Countries”, **International Business Research**, 2(2), 167-174
- Rasihah, R. Ratneswary (2010), “Macroeconomic Activity and the Malaysian Stock Market: Empirical Evidence of Dynamic Relations”, **The International Journal of Business and Finance Research**, 4(2), 59-69.
- Ratanapakorn, Orawan ve Sharma, Subhash (2007), “Dynamic Analysis Between The US Stock Returns and The Macroeconomic Variables”, **Applied Financial Economics**, 17(5), 369-377.
- Reilly, Frank K (1989), **Investment Analysis and Portfolio Theory**, 3. Edition, Orlando, Florida: The Dryden Pres.
- Reuter, Jonathan (2006), “Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds”, **The Journal of Finance**, 61(5), 2289-2324.
- Rezayat, Fahimeh ve Yavaş, Burhan F.(2006), “International Portfolio Diversification: A Study of Linkages among the U.S., European and Japanese Equity markets”, **Journal of Multinational Financial Management**, 16(4), 440-458.
- Riley, William B ve Luksetich, William A. (1980), “The Market Prefers Republicans: Myth or Reality”, **Journal of Financial Quantative Analysis**, 15(3), 541–560.

- Ripley, M. Duncan (1973); “Systematic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices”, **Review of Economics and Statistics**, 55(3), 356-61.
- Ritter, Jay R. (1998), “Initial Public Offerings”, **Contemporary Finance Digest**, 2(1),5-30
- Rivoli, Pietra ve Brewer, Thomas, L. (1997), “Political Instabilty and Country Risk, Global”, **Finance Journal**, 8(2), 309-321.
- Roll, Richard (1992), “Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock market Indices”, **The Journal of Finance**, 47(1), 3-41.
- Rouwenhorst, K. Geert (1999), “Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets”, **The Journal of Finance**, 54(4), 1439–1464.
- Rozeff, Michael S. (1974), “Money and Stock Prices: Market Efficiency and the Lag in Effect of Monetary Policy”, **Journal of Financial Economics**, 1(3), 245-302.
- Rugman, Alan M. (1976), “Risk Reduction by International Diversification”, **Journal of International Business Studies**, 7(2), 75-80.
- Rutner, Jack L. (1975), “A Time Series Analysis of the Control of Money”, **Economic Review**, 1975 (Jan), 3-9.
- Ryan, Geraldine (2006), “Irish Stock Returns and Inflation: A Long Span Perspective”, **Applied Financial Economics**, 16(9), 699–706.
- Samitas, Aristeidis G. ve Kenourgios, Dimitris F. (2007), “Macroeconomic Factors’ Influence on ‘New’ European Countries’ Stock Returns: The Case of Four Transition Economies”, **International Journal of Financial Services Management**, 2(1), 34-49
- Sarıaslan, Halil ve Cengiz Erol (2008), **Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, 1. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sarıkamış, Cevat (1998), **Sermaye Pazarları**, 3. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Saunders, Edward M. (1993), “Stock Prices and Wall Street Weather”, **American Economic Review**, 83(5), 1337–45.
- Schätz, Alexander (2010), “Macroeconomic Effects on Emerging Market Sector Indices”, **Journal of Emerging Market Finance**, 9(2), 131–169

- Schroeder, Susan, K. (2008), "The Underpinnings of Country Risk Assessment", **Journal of Economic Surveys**, 22(3), 498-535.
- Schwert, G. William (1983), "Size and Stock Return and Other Empirical Regularities", **Journal of Financial Economics**, 12(1), 3-12
- Seyidoğlu, Halil (2001), **Uluslararası Finans**, No: 16, İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shahbaz, Muhammad ve diğerleri (2008), "Stock market Development and Economic Growth: ARDL Causality in Pakistan", **International Research Journal of Finance and Economics**, 14, 182-195.
- Sharma, Gagan Deep ve Mahendru, Mandeep (2010), "Impact of Makro-Economic Variables on Stock Prices in India", **Global Journal of Management and Business Research**, 10(7), 19-26.
- Sharpe, Steven A. (1999), **Stock Prices, Expected Returns, and Inflation**, Finance and Economics Discussion Series, Working Paper, No:99-2, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=155071 (12.12.2011).
- Sharpe, William F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", **The Journal of Finance**, 19(3), 425-42.
- Shaw, Edward S. (1973), **Financial Deepening in Economic Development**, London: Oxford University Press.
- Shawky, Hany A. ve diğerleri (1997), "International Portfolio Diversification: a Synthesis and an Update", **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 7(4), 303-327
- Shew, Jeffrey Allen (2008), "Causality Relationship Between Foreign Exchange Rates and Stock Market Close: Evidence in Singapore", **Bryant Economic Research Paper**, 1(11), 1-11.
- Shwert, G. William (1990), "Stock Returns and Real Activity: A Century of Evidence", **The Journal of Finance**, 45(4), 1237-1257.
- Smirlock, Michael ve Yawitz, Jess (1985), "Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency", **The Journal of Finance**, 40(4), 1141-1158.

- Soenen, L. A. ve E. S. Hennigar (1988), “An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices: the U.S. Experience between 1980 and 1986”, **Akron Business and Economic Review**, 19(4), 7–16.
- Solnik, Bruno (1983), “The Relation between Stock Prices and Inflationary Expectations: The International Evidence”, **The Journal of Finance**, 38(1), 35–48.
- Solnik, Bruno (1984), Stock and Money Variables: The International Evidence, **Financial Analyst Journal**, 40(2), 69-73.
- Solnik, Bruno (1987), “Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note”, **The Journal of Finance**, 42(1), 141-149.
- Solnik, Bruno (1996), **International Investments**, Third Edition, New York: Addison-Wesley Publishing.
- Solnik, Bruno ve Solnik, Vincent (1997), “A Multi-Country Test of the Fisher Model for Stock Returns”, **Journal of International Financial Markets Institutions and Money**, 7(4), 289–301.
- Soubbotina, Tatyana P. (2004), **Beyond Economic Growth: An Introduction to Sustainable Development**, 2 nd. Ed., Washington: The World Bank
- Spirinkel, Beryl W. (1971), **Money and Markets: A Monetarist View**, First Edition, Homewood, Illinois: Richard D Irwin
- Sprinkel, Beryl W. (1964), **Money and Stock Prices**, First Edition, Homewood, Illinois: Richard D Irwin
- Spyrou, Spyros I. (2004), “Are Stocks a Good Hedge against Inflation? Evidence From Emerging Markets”, **Applied Economics**, 36(1), 41–48.
- Stulz, Rene M. (1986), “Asset Pricing and Expected Inflation”, **The Journal of Finance**, 41(1), 209–23.
- Sunde, Tafirenyika ve Sanderson, Abel (2009), “A Review of the Determinants of Share Prices”, **Journal of Social Science**, 5(3), 188-192.
- Swofford, James L. (1999), “Arbitrage, Speculation, and Public Policy toward Ticket Scalping”, **Public Finance Review**, 27(5), 531-540.

- Tandircioğlu, Haluk (2002), “Geçiş Ekonomilerinde Özelleştirme”, **Dokuz Eylöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 4(3), 198-226
- Taner, Berna ve Akkaya, Göktuğ Cenk (2009), **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İkinci Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık
- Taşçı, Mehmet ve Okuyan, Aydın (2009), “İmkb’de Spekülatif şişkinlerin Test Edilmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 10(2), 272-283
- Taylor, Dean (1982), “Official Intervention in The Foreign Exchange Market, or Bet Against The Central Bank”, **Journal of Political Economy**, 90(2), 356-368
- The World Bank (2011), **World Development Indicators**, Washington DC: International Bank.
- Thompson, Donald (1976), “Sources of Systematic Risk in Common Stock”, **The Journal of Business**, 49(2), 173-188
- Thorbecke, Willem (1997), “On Stock Returns and Monetary Policy”, **Journal of Finance**, 52(2), 635–654.
- Thornton, John (1993), “Money, Output and Stock Prices in the UK: Evidence on Some (non)relationships”, **Applied Financial Economics**, 3(4), 335– 338.
- Tseng, Kuo C. (1988), “Low Price, Price-Earnings Ratio, Market Value and Abnormal Stock Returns”, **The Financial Review**, 23(3), 333–343
- Tsoukalas, Dimitrios (2003), “Macroeconomic Factors and Stock Prices in the Emerging Cypriot Equity Market”, **Managerial Finance**, 29(4), 87-92
- Tsouma, Ekaterini (2009), “Stock Returns and Economic Activity in Mature and Emerging Markets”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 49(2), 668–685
- Tunalı, Halil (2010), “The Analysis of Relationships between Macroeconomic Factors and Stock Returns: Evidence from Turkey Using VAR Model”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 57, 169-182
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (2008), **Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi**, İstanbul: Paragraf Basım Sanayi A.ř.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (2009), **Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi**, İstanbul: Paragraf Basım Sanayi A.ř.

- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (2010), **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul: Paragraf Basım Sanayi A.Ş.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (2011), **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul: Paragraf Basım Sanayi A.Ş.
- Türko, Metin (2002), **Finansal Yönetim**, İkinci Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Ünlü, Ulaş ve diğerleri (2009), “İlk Halka Arzlarda Uzun Dönem Getirilerinin Tahmini: Yapay Sinir Ağları ile İmkb için Ampirik bir Balışma”, **İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi** Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 10, 29-47
- Ünlü, Ulaş ve Ersoy, Ersan (2008), “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İmkb Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 23(2), 243-258.
- Ünsal, M. Erdal (2000), **Makro İktisat**, 3. Baskı, Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Üstünel, İbrahim Engin (2000), **Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması**, Ankara: İMKB Yayını.
- Usul, Hayrettin ve diğerleri (2002), “Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-ekonomik Etkenler”, **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 19 (Temmuz-Aralık), 135-150.
- Uyar, Süleyman ve Çelik, Muhsin (2006), “Sürekli Kamuyu Aydınlatma ve İnternet Ortamında Finansal Raporlama Sürecinde Kullanılan Diller”, **Ege Akademik Bakış**, 6(2), 93-103
- Van Horne, James C. (2001), **Financial Management Policy**, Twelfth Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- Vernimmen, Pierre (2005), **Corporate Finance Theory and Practice**, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Vuran, Bengü (2010), “İMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri ile İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi ile Belirlenmesi”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 39(1), 154-168

- Walter, E. James (1956), "Divident Policies and Common Stock Prices", **Journal of Finance**, 11(1), 29-41
- Wan Mahmood, Mansor Wan ve Dinniah, Nazihah Mohd (2009), "Stock Returns and Macroeconomics Variables: Evidence from the Six Asian-Pacific Countries", **International Research Journal of Finance and Economics**, 30, 154-16
- Wang, Gaoxiang ve Lim, Christine (2010), "Effects of Macroeconomic Factors on Share Prices", **Journal of International Finance and Economics**, 10(2), 113-123
- Wang, Xiufang (2010a), "The Relationship between Stock Market Volatility and Macroeconomic Volatility: Evidence from China", **International Research Journal of Finance and Economics**, 49, 149-160
- Wang, Xiufang (2010b), "The Relationship between Economic Activity, Stock Price and Oil Price: Evidence from Russia China and Japan", **International Research Journal of Finance and Economics**, 60, 102-113
- Wong, Wing-keung ve diğerleri (2004), "The Relationship between Stock Markets of Developed Countries and Asian Emerging Markets", **Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences**, 8(4), 201-218
- Wongbangpo, Praphan ve Sharma, Subhash C. (2002), "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: Asian-5 countries", **Journal of Asian Economics**, 13(1), 27-51.
- Wooldridge, Jeffrey, M. (2002), **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, Second Edition, Cambridge: The MIT Press
- Wooldridge, Jeffrey, M. (2009), **Introductory Econometrics A Modern Approach**, Forth Edition, USA: South-Western Cengage Learning.
- Wooldridge, J. Randall (1982), "The Information Content of Dividend Changes", **Journal of Financial Research**, 5(3), 237-247
- Yalçın, Kürşat (2005), "Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İmkb'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı", **Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, 19(2), 395-406

- Yang, Yung-Lieh ve Chang, Chia-Lin (2008), “A Double-Threshold GARCH Model of Stock Market and Currency Shocks on Stock Returns”, **Mathematics and Computers in Simulation**, 79(3), 458–474
- Yapraklı, Sevda ve Güngör, Bener (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi SBE Dergisi**, 62(2), 199-218.
- Yau, Hwey-Yun ve Nieh, Chien-Chung (2009), “Testing For Cointegration with Threshold Effect Between Stock Prices and Exchange Rates in Japan and Taiwan”, **Japan and The World Economy**, 21(3), 292–300
- Yeh, Chih-Chuan ve Chi, Ching-Fang (2009), “The Co-Movement and Long Run Relationship between Inflation and Stock Return: Evidence from 12 OECD Countries”, **Journal of Economics and Management**, 5(2), 167-186.
- Yıldırım, Abdurrahman (1995), **Tophane’de Büyük Oyun: Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü**, 1. Baskı, İstanbul: Güncel Yayıncılık
- Yılğör, Ayşe Gül (2005), “İşletmelerin Borçlanma Düzeylerindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 20(1), 15-28.
- Yılmaz, Ömer ve diğerleri (2006), “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik”, **İMKB Dergisi**, 9(34),1-16
- Yörük, Nevin (2000), **Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelleri ve Arbitraj Fiyatlandırma Modelinin İMKB’de Test Edilmesi**, İstanbul: İMKB Yayını.
- Yuan, Kathy ve diğerleri (2006), “Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns”, **Journal of Empirical Finance**, 13(1), 1–23.
- Zhang, Xiameng ve diğerleri (2008), “Ceos on the Edge: Earnings Manipulation and Stock-based Incentive Misalignment”, **Academy of Management Journal**, 51(2), 241–258.
- Zhang, Zhichao ve diğerleri (2008), “A New Perspective on Financial Anomalies in Emerging Markets: The Case of China”, **Applied Financial Economics**, 18(21), 1681–1695

Zhao, Hua (2010), “Dynamic Relationship between Exchange Rate and Stock Price: Evidence from China”, **Research in International Business and Finance**, 24(2), 103–112

Zhao, Xing-Qiu (1999), “Stock Prices, Inflation and Output: Evidence from China”, **Applied Economics Letters**, 6(8), 509-511

EKLER

Ek Tablo 1: Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Faktörler Üzerine Literatür Özeti

Yazar/Yıl	Ülke/Dönem	Değişkenler	Metod/Yöntem
Fama (1981)	ABD, 1953-1977	enflasyon, SÜE, GSMH, para arzı, faiz oranı	Regresyon, korelasyon teknikleri
Geske ve Roll (1983)	ABD, 1947:1-1980:1	Enflasyon, faiz oranı, işsizlik oranı	ARIMA modeli
Huang ve Kracaw (1984)	ABD, 1962: II- 1978: IV	Reel GSMH, istihdam	Granger (1969) nedensellik testi
Pearce ve Roley (1985)	ABD, Eylül 1977 – Ekim 1982	para politikası, enflasyon, TÜFE, ÜFE, işsizlik oranı, SÜE ve faiz oranı	root-mean-square errors (RMSE) ve ARMA modelleri
Chen ve diğerleri (1986)	ABD, Ocak 1953 - Kasım 1983	SÜE, para politikası, enflasyon, döviz kuru, petrol fiyatları, kişi başına reel tüketim, faiz oranı	APT
Hashemzadeh ve Taylor (1988)	ABD, 2 Ocak 1980 - 4 Temmuz 1986	para arzı ve faiz oranı	Granger (1969) ve Sims (1972) nedensellik testleri
McQueen ve Roley (1993)	ABD, Eylül 1977 - Aralık 1988	SÜE, işsizlik oranı, tarım dışı kayıtlı istihdam, dış ticaret açığı, enflasyon, para arzı (M1), faiz oranı	karpayı iskontosu modeli
Mukherjee ve Naka (1995)	Japonya, Ocak 1971- Aralık 1990	döviz kuru, enflasyon, para arzı, devlet tahvili faiz oranı, kredi faiz oranı, SÜE	VECM modeli
Lee (1997)	Hong Kong, Singapur, Güney Kore, Tayvan, 1980:I - 1995:II	para arzı ve bütçe açığı ya da fazlası	VECM, Granger nedensellik testi ve Johansen (1988) cointegration metodu
Najand ve Noronha (1998)	Japonya, Ocak 1977- Aralık 1994	enflasyon, faiz oranı, SÜE	ARMA, Granger Nedensellik testleri
Cheung ve Ng (1998)	Kanada, Almanya, İtalya, Japonya, ABD, 1957:1-1992:2	ham petrol fiyat endeksi, reel GSMH, reel kişi başına tüketim hacmi, ve reel para arzı (M1)	Johansen (1991) kontegrasyon tekniğini ve ECM modeli
Kwon ve Shin (1999)	Kore, Ocak 1980-Aralık 1992	SÜE, enflasyon, faiz oranı, dış ticaret dengesi, kar payı getirisi, döviz kuru, petrol fiyatları ve para arzı (M1)	Engle ve Granger (1987) Contegration, Granger nedensellik ve VECM teknikleri
Gjerde ve Sættem (1999)	Norveç, 1974 – 1994	reel faiz oranı, enflasyon, SÜE, tüketim hacmi, petrol fiyatı, döviz kuru	VAR modeli
Hanousek ve Filler (2000)	Orta Avrupa (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya), Ocak 1993- Haziran 1999	para arzı (M1,M2), bütçe açığı, döviz kuru, ihracat, ithalat, dış ticaret açığı, enflasyon, SÜE, enflasyon oranı	Granger (1969) nedensellik testi
Muradoğlu ve diğerleri (2000)	19 gelişen piyasa, 1976-1997	Enflasyon oranı, SÜE, döviz kuru ve faiz oranı, S&P 500 endeksi getiri	Granger Nedensellik testi
Nasseh ve Strauss	Fransa, Almanya, İtalya,	SÜE, TÜFE, kredi faiz oranı	VAR ve Engle ve Granger

(2000)	Hollanda, İsviçre, İngiltere, 1962: 1-1995:4		(1987) kontegrasyon teknikleri
Maysami ve Koh (2000)	Singapur, Ocak 1988 - Ocak 1995	SÜE, ticaret hacmi, enflasyon oranı, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru	VECM ve Engle ve Granger (1987)
Diacogniannis ve diğerleri (2001)	Yunanistan, 1980-1986 ve 1986-1992	SÜE, tüketim, işsizlik, bütçe açığı, para arzı (M3), tüketici kredisi, kredi faiz oranı, dış ticaret dengesi, sermaye hesabı, döviz kuru, ihracat-ithalat	OLS tekniğini ve Principal Components analizi
Bilson ve diğerleri (2001)	6 Latin Amerika, 8 Asya, 3 Avrupa, 1 Ortadoğu ve 2 Afrika ülkesi, Ocak 1985-Aralık 1997	MSCI World Index, para arzı (M1), TÜFE, SÜE ve döviz kuru	principal components analizi
Wongbangpo ve Sharma (2002)	ASEAN üyesi beş ülke (Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland), 1985-1996	GSMH, TÜFE, para arzı (M1), faiz oranı ve döviz kuru	Johansen (1988,1991), Johansen ve Juselius (1990) cointegration, Granger (1988) nedensellik testlerini ve VECM modeli
Adrangı ve diğerleri (2002)	Brezilya, Ocak 1986-Temmuz 1997	SÜE, TÜFE	Johansen ve Juselius (1990) kontegrasyon testi
Fifield ve diğerleri (2002)	13 gelişen piyasa, 1987-1996	GSYH, enflasyon, dış ticaret dengesi, faiz oranı, dünya sanayi üretimi, petrol fiyatı, ABD faiz oranı, dünya hisse senedi piyasa getirisi ve dünya enflasyonu	Principal components analizi
Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002)	Türkiye, 1987:01-2001:12	cari işlemler dengesi, döviz kuru, A.B.D. hisse senedi fiyat endeksi ve uluslararası sermaye akımları	ECM
İbrahim ve Aziz (2003)	Malezya, Ocak 1977 - Ağustos 1998	SÜE, enflasyon, para arzı (M2) ve döviz kuru	Johansen (1998), Johansen ve Juselius (1990) kontegrasyon testi ve VAR modeli
Chauduri ve Smiles (2004)	Avusturya, 1960: 1-1998:4	reel GSYİH, reel özel tüketim, para arzı ve reel petrol fiyatı	Johansen (1988, 1991), Johansen ve Juselius (1990) ve ECM
Erdem ve diğerleri (2005)	Türkiye, Ocak 1991- Ocak 2004	döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, SÜE, M1 para arzı	EGARCH
Patra ve Poshakwale (2006)	Yunanistan, Ocak 1990-Aralık 1999	TÜFE, para arzı, döviz kuru ve ticaret hacmi	BVAR ve Granger (1969) nedensellik testi
Merikas ve Merika (2006)	Almanya, 1960-2000	enflasyon, istihdam büyümesi, GSYH, yatırım, SÜE	VAR modeli
Yılmaz ve diğerleri (2006)	Türkiye, 1990: 01-2003: 12	tüketici fiyat endeksi, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve SÜE	Johansen-Juselius eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik testi ve VECM
Ratanapakorn ve Sharma (2007)	ABD, 1975:1-1999:4	Enflasyon, M1 para arzı, döviz kuru, sanayi üretimi, kısa ve uzun dönemli faiz oranı	Johansen (1988, 1991, 1992) ve Johansen ve Juselius (1990) modeli
Samitas ve Kenourgios (2007)	4 yeni AB ülkesi ve 4 eski AB ülkesi, 1990:1-2004:3	SÜE ve faiz oranı	Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990), VECM
Brahmasrene ve Jiranyakul (2007)	Tayland, Ocak 1992-Aralık 2003	SÜE, para arzı (M2), faiz oranı, döviz kuru, TÜFE ve petrol fiyatı	Johansen (1991 ve 1995) cointegration ve Granger nedensellik testleri
Agrawalla ve Tuteja (2008)	Hindistan, Kasım 1965 – Ekim 2000	SÜE, para arzı, özel sektör kredisi, döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı	Granger nedensellik testi, VECM ve Johansen Cointegration testi
Abugri (2008)	Brezilya, Meksika, Arjantin ve Şile, Ocak 1986-Ağustos 2001	döviz kuru, faiz oranı, SÜE, para arzı (M1), MSCI index, ABD 3 aylık hazine bonusu faiz oranı	VAR modeli

Liu ve Shrestha (2008)	Almanya, Ocak 1992-Aralık 2001	SÜE, para arzı, enflasyon, faiz oranı ve döviz kuru	GARCH modeli
Rahman ve diğerleri (2009)	Malezya, Ocak 1986-Mart 2008	para arzı (M2), faiz oranı, döviz kuru, rezervler, SÜE	VAR modeli
Wan Mahmud ve Dinniah (2009)	Malezya, Kore, Tayland, Hong Kong, Japonya ve Avustralya, Ocak 1993-Aralık 2002	döviz kuru, TÜFE, SÜE	Engle ve Granger (1987) ve Johansen ve Juselius (1990) teknikleri
Tsouma (2009)	22 gelişmiş ve 19 gelişen piyasa, Ocak 1991-Aralık 2006	SÜE ve TÜFE	BVAR modeli ve Granger nedensellik testi
Pilinkus (2009)	Litvanya, Aralık 1999-Mart 2008	40 makroekonomik ve finansal değişken	Granger (1969) nedensellik testi
Durai ve Bhaduri (2009)	Hindistan, Kasım 1995-Temmuz2006	toptan fiyat endeksi, SÜE	wavelet analizi
Gregoriou ve diğerleri (2009)	ABD,1980:1-2004:12	Enflasyon, para arzı, kişi başına tüketim ve gelir	ARCH modeli
Humpe ve Macmillan (2009)	ABD ve Japonya, Ocak 1965-Haziran 2005	faiz oranı, SÜE, TÜFE ve para arzı (M1)	VECM ve Johansen (1991) testi
Chiang ve Kee (2009)	Singapur, Ocak 1991-Aralık 2005	SÜE, para arzı, döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon	Regresyon analizi
Mohammad ve diğerleri (2009)	Pakistan, 1986-2008	döviz kuru, rezervi, SÜE, TÜFE, gayri safi sermaye oluşumu, faiz oranı ve M2 para arzı	ARIMA modeli
Liang ve Liang (2009)	G-7 ülkeleri, 1998-2007	TÜFE, GSYİH ve faiz oranı	GMM-SYS panel veri modeli
Rasiah (2010)	Malezya, 1980:1-2006: 12	para arzı (M1), döviz kuru, TÜFE, SÜE	Johansen (1988), VECM ve VAR modeli
Ali ve diğerleri (2010)	Pakistan, Ocak 1990-Aralık 2008	Enflasyon oranı, döviz kuru, dış ticaret hacmi, SÜE ve M2 Para arzı	Johansen (1991 ve 1995) cointegration ve Granger (1969) nedensellik testleri
Büyükşalvarcı (2010)	Türkiye, Ocak 2003-Mart 2010	faiz oranı, enflasyon oranı, altın fiyatı, SÜE,petrol fiyatı, döviz kuru, para arzı	APT
Celov ve Grigaliuniene (2010)	10 Doğu Avrupa gelişen piyasa ülkeleri, 2000-2009	Kapitalizasyon,ekonomik duyarlılık göstergesi, TÜFE, endüstri güven endeksi,ihracat ve ithalat, döviz kuru, enflasyon, M2 para arzı, işsizlik oranı, SÜE	Panel veri modeli
Pilinkus (2010)	Litvanya, Letonya ve Estonya), Ocak 2000-Aralık 2008	GSYİH, işsizlik, doğrudan yabancı yatırım, TÜFE, para arzı, ihracat-ithalat, dış ticaret dengesi, dış borç ve faiz oranı	Granger nedensellik testi
García ve Juárez (2010)	3 Latin Amerika ülkesi (Brezilya, Şile ve Meksika), Ocak 2000-Aralık 2009	SÜE, faiz oranı	Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990), Granger (1969)nedensellik testleri ve VECM modeli
Tunalı (2010)	Türkiye, Ocak 2002-Ağustos 2008	Dow Jones sanayi ortalaması, SÜE, döviz kuru, döviz rezervi, petrol fiyatı, para arzı, ithalat, toplam kredi hacmi, döviz kuru, altın fiyatı, kredi faiz oranı, TÜFE	Granger Nedensellik Testi, Johansen (1988) ve Johansen and Juselius (1990), VAR Modeli
Sharmave Mahendru (2010)	Hindistan, Ocak 2008-Ocak 2009	Döviz kuru, döviz rezervi, enflasyon oranı, altın fiyatı	multiple regresyon equation modelini (Galton, 1877)
Schätz (2010)	10 gelişen piyasa, Ocak 1995-Mart 2007	Dow Jones endeksi, sanayi üretim endeksi, TÜFE ve faiz oranı	VAR, VECM ve Johansen (1988) modelleri
Çağlı ve diğerleri	Türkiye, Ocak 1998-	GSYH, döviz kuru, enflasyon,	Gregory ve Hansen (1996)

(2010)	Aralık 2008	petrol fiyatı, para arzı, faiz oranı, SÜE	kontegrasyon testi
Laopodis (2010)	Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD, 1990:1-2009:12	TÜFE, kısa dönemli faiz oranı ve SÜE, ticaret hacmi ve petrol fiyatı	VAR modeli
Filis (2010)	Yunanistan, 1996:1-2008:6	TÜFE, SÜE ve petrol fiyatı	VAR ve VECM modelleri
Wang (2010a)	Çin, Ocak 1992-Aralık 2008	GSYH, TÜFE, faiz oranı	EGARCH
Wang (2010b)	Rusya, Çin ve Japonya, 1999:2 2008:8	petrol fiyatı, GSYH ve SÜE	VAR modeli
Wang ve Lim (2010)	Avusturya, 11 sektör üzerinde, Mart 2000-Aralık 2007	piyasa kapitalizasyonu, işsizlik oranı, döviz kuru ve piyasa getirisi, tahvil getirisi, resmi nakit oranı, faiz oranı	linear equation modelleri
Manish ve Aggarwal (2011)	Hindistan, 1994-2010	ABD'nin GSYİH, S ve P 500 endeksi ve Hindistan'nın TÜFE, bütçe açığı, altın fiyatı, SÜE ve döviz kuru	ANOVA testi

ÖZGEÇMİŞ

Hasan Ayaydın 10.08.1981 tarihinde Trabzon ili Araklı ilçesinde doğdu. İlk orta ve lise eğitimini Araklı'da tamamladı. 1999 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Rize MYO Bilgisayarlı Muhasebe bölümüne girdi ve 2001 yılında mezun oldu. 2002 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünü kazandı. 2005 yılında bu bölümden mezun olduktan sonra Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı tezli yüksek lisans programına kayıt yaptırdı ve 2008 yılında yüksek lisansını tamamlayıp, aynı yıl doktora eğitimine başladı. 2007-2009 yılları arasında aynı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsünde Araştırma Görevlisi görevinde bulunan AYAYDIN, 2009 yılından itibaren Gümüşhane Üniversitesi İİBF İşletme bölümünde Araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır. AYAYDIN, evli ve 1 çocuk sahibi olup İngilizce bilmektedir.