

MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN MALİ SEKTÖR HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ (İMKB UYGULAMALI)

Mesut ALBENİ*

Yusuf DEMİR**

ÖZET

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasanın gelişmesi ve istikrarlı bir seyir izlemesinin sağlanabilmesi yatırımcıların alacakları kararlara; kararların sağlığı ise hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve anlamlı biçimde belirlenmesine bağlıdır.

Bu çalışmanın temel amacı, bugüne kadar hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmaları daha özele indirgeyerek İMKB’de işlem gören mali sektör hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olan makro ekonomik faktörleri belirleyip test etmektir.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi Fiyatı, Mali Sektör, Makro Ekonomik Göstergeler, İMKB

The Effects of Macro Economic Indicators on Stock Prices of Financial Sector: An Application on İstanbul Stock Exchange

ABSTRACT

Undoubtedly, stock prices is one of the important factors shaping the investment decisions in an equity market. Development and liberalization of financial markets and high level of interaction amongs the intermediaries have made equity markets vulnerable against economic and political affairs. Development and stability of these markets depend on accuracy of the investment decisions. Accuracy of investment decisions in turn depends on accurately identifying the factors affecting stock prices.

Primary purpose of this study is to center the studies conducted on the relationship between the stock prices of financial sectors and macro economic conditions to a specific area and test these factors using İMKB data. The reason for this limitation is the classification of stock price indexes based on different economic and financial characteristics of stocks and level of sensitivity that they demonstrate against market conditions.

Key Words: Stock Prices, Financial Sectors, Macro Economic Indicators, ISE

GİRİŞ

1985 yılında kurulan ve 1986 yılı başında faaliyete geçen İMKB, hisse senedi ve bazı borçlanma araçlarının alınıp satılmasına imkan sağlamakta ve Türk sermaye piyasasının gelişmesinde büyük bir rol üstlenmektedir. Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Türk sermaye piyasası ve dolayısıyla onun alt piyasası olan hisse senedi piyasasını gelişen (emerging) piyasalar arasında

* Yrd. Doç. Dr. Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü.

** Yrd. Doç. Dr. Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü.

sayarak İMKB'yi de gelişen borsalar arasında göstermektedir. Bununla birlikte İMKB faaliyete geçmesiyle birlikte sürekli bir gelişme kaydetmiş ve gelişen borsalar arasında önemli bir yer edinmiştir.

İMKB, başlangıçta çok kısıtlı bir kesime hitap etmesi, aşırı spekülative bir yapıya sahip olması, işlem hacminin düşük olması ve gerekli mevzuatın düzenlenmemiş olması nedeniyle beklenen fonksiyonunu uzun süre yerine getirememiştir. Ayrıca hisse senetlerinin Türkiye için yeni bir yatırım aracı olması, işleyişinin kavranamaması ve bu konuda yeterince bilgi ve araştırma bulunmaması yatırımcıların katılımını engellemiştir. Günümüzde İMKB geçmişe oranla mevzuat ve işlem hacmi açısından küçümsenemeyecek bir gelişme kaydetmiş olmasına rağmen 1986'dan 1998'e kadar olan dönemde Ulusal Pazarda işlem gören firmaların sayısı 80'den 262 ye yükselmiştir. Ayrıca, yıllık işlem gören hisse senedi sayısı 3 milyondan 2.242.51 milyona çıkmıştır. Tüm bu artışlara ek olarak, 13 yıllık bu dönemde işlem değeri 1986'da 9 milyar TL (13 milyon ABD \$) iken 1998'de 18.029.967 milyar TL (70.396 milyon ABD \$) olarak gerçekleşmiştir (Durukan, 1999: 22). Kurumsal yatırımcıların eksikliği nedeniyle spekülative etkiden tam anlamıyla kurtulabilmiş değildir.

Sermaye piyasası araçlarının en önemlilerinden birisi de hisse senetleridir. Gelişmiş sermaye piyasalarında yatırımcılar tarafından yüz yıldan fazla bir süredir yatırım aracı olarak kullanılan hisse senetleri ülkemizde son 15 yıldan bu yana özellikle İMKB'nin kurulması ile birlikte yatırımcılar tarafından ilgi gösterilen bir yatırım aracı haline gelmiştir. Piyasanın gelişmesine paralel olarak bu ilgi gün geçtikçe artmaktadır.

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasanın gelişmesi ve istikrarlı bir seyir izlemesinin sağlanabilmesi yatırımcıların alacakları kararlara, kararların sağlığı ise hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve anlamlı biçimde belirlenmesine bağlıdır.

Hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum arasındaki ilişki uzun yıllardan beri çeşitli ekonomi ve finans uzmanlarının araştırmalarına konu olmuştur. Bazı araştırmacılar ekonomik göstergelerin yardımı ile hisse senedi fiyatlarında meydana gelebilecek bir artış veya azalışın önceden tahmin edilebileceğini savunmuşlardır. Bazı araştırmacılar da olaya etkin piyasa kuramı açısından yaklaşarak hisse senedi fiyatlarının gelecekle ilgili bütün beklentileri yansıttığını ve bu yüzden de geçmiş ekonomik verilerle gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmesinin mümkün olmayacağı görüşünü savunmuşlardır. Diğer bir ifade ile, etkin bir piyasada hiçbir yatırımcı geçmiş

***Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulama)***

fiyat hareketlerini analiz ederek ortalama piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde edemez.

Ekonomik gelişmelere karşı sermaye piyasası bazı dönemlerde aşırı tepki verebilmektedir. Hisse senetleri, sermaye piyasasındaki en riskli yatırım araçları olmasından dolayı, ekonomik gelişmelere de en hızlı tepkiyi vermektedir. Bir ülkeye ait ekonomik göstergelerin hisse senetleri ile olan ilişkileri farklı boyut ve yönlerdedir. Ekonomik faktörler her zaman hisse senetleri ile aynı yönde hareket etmeyebilir. Bu durum ekonomik faktörlerin hisse senetleri üzerindeki etkilerini ölçmeyi zorlaştırmaktadır. Çünkü ekonomik faktörlerdeki değişimlerin nedenleri çok farklı olabilmektedir.

Bir şirketin hisse senedinin fiyatı, yatırımcının bu şirketten beklediği kazanç ve nakit akışı ile ilgili performans beklentilerini yansıtır ve bu beklentiler de ekonominin genel performansından etkilenmektedir (Reily, 1992: 247).

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

1. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM

Daha önce yapılmış çalışmalardan (bkz, Bozkurt, 1978; Durucasu, 1997; Durukan, 1999; Hardouvelis, 1987; Kanalcı, 1997; Pearce-Roley, 1985) farklı olarak bu çalışmada, genel olarak hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki değil özelde mali sektöre ait hisse senetleri ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmada, daha önce bu konuda yapılmış çalışmalar da göz önüne alınarak, tespit edilen olduğumuz hisse senedinin fiyatını etkilediği düşünülen makro ekonomik değişkenlerin İMKB’de işlem gören mali sektör hisse senetlerine yönelik etkileri istatistiki bir uygulama ile test edilmiştir (bkz.. Akkaya-Pazarlıoğlu,1998).

Uygulamada yöntem olarak “Çoklu Regrasyon Analizi” seçilmiş, bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait 1991-2000 dönemi zaman serisi verileri “En Küçük Kareler Yöntemi”ne göre değerlendirilmiş, hesaplanan katsayılar istatistiki olarak test edilmiştir.

2. MALİ SEKTÖR HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEDİĞİ DÜŞÜNÜLEN MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELER

2.1. Fiyatlar Genel Düzeyi (Enflasyon)

Günümüzde gelişmekte olan birçok ülkenin ana sorunlarından birisi yüksek enflasyondur. Bu ülkelerde, yüksek enflasyonun aşağıya çekilebilmesi için uygun bir para arzının sürekliliğinin sağlanması ve ülke içi tasarrufların artırılması gerekmektedir. Ülke içi tasarrufların arttırılabilmesi de sermaye piyasasının geliştirilmesi ile mümkün olmaktadır. Ancak yüksek enflasyon ortamında sermaye piyasasının geliştirilmesi de oldukça güçtür.

Yüksek enflasyon dönemlerinde tasarrufların sermaye piyasası dışına kayması sermaye arzını azaltırken, sabit sermaye yatırımlarındaki azalma da sermaye talebini azaltmakta, bu nedenle enflasyon, sermaye piyasasının gelişmesini engellemektedir (Canbaş-Demir, 1988:139-155).

Finansal varlıkların fiyatları, satın alma gücünün azalmasından (enflasyondan) farklı derecede etkilenmektedir. Sabit getirili finansal varlıkların fiyatlarında enflasyonun etkisi daha şiddetli görüldüğü halde, enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi halen tartışılmakta olan bir konudur (Akgüç, 1989:788). İşletme dışındaki faktörlerin işletme üzerine yüklediği ve yatırımcının çeşitlendirme yöntemi ile ortadan kaldıramayacağı risk primi olarak tanımlanan sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanmakta ve tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkları etkilemektedir.

Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda üç ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur. İkinci görüş hisse senedi verimi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedi veriminin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür.

Yüksek ve düşük enflasyon oranlarının görüldüğü 1956'dan bu yana araştırmacılar hisse senetlerinin çok zayıf bir enflasyon korunağı olduğunu, enflasyonun büyüme oranlarını negatif etkilemesinden yararlanarak açıklamaya çalışmışlardır (Reilly, 1997:1).

Fuller ve Petry (1981) de, hisse senetlerinin enflasyona karşı bir korunak olabileceğini düşünmüşlerdir. Bu araştırmacılara göre, hisse senetlerinin bir enflasyon korunağı sağlayabilecek yüksek getiri oranını sağlayıp sağlayamayacağını belirleyen kritik faktör kar payı büyüme oranıdır (g) (Fuller-Perry, 19-25.) g'nin dağıtılmayan kar oranının ve öz sermaye verimliliğinin bir fonksiyonu olduğu Babcock (1970) tarafından da ifade edilmiştir (Babcock, 1970:236-242).

***Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulamalı)***

Reilly (1997), hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında ve kar marjı ile öz sermaye verimliliğini açıklamaya yardımcı olan enflasyon arasında negatif bir korelasyonun olduğunu ortaya koymuştur. Hisse senedi getiri analizi ve öz sermaye verimliliği sonuçları göstermiştir ki, nisbeten düşük enflasyonun yaşandığı 1956-1967 ve 1982-1995 dönemleri arasında, yüksek enflasyonun yaşandığı 1968-1981 yılları arasında göre reel hisse senedi getirisi ve öz sermaye verimliliği düşük enflasyonun yaşandığı dönem boyunca daha yüksek olmuştur. Sonuç olarak, düşük enflasyon dönemi boyunca daha yüksek getiri sağlaması, sözü geçen bu kazançların büyüme oranı ile enflasyonun doğrudan doğruya karşılaştırılması ile açıklanabilir. Özellikle, düşük enflasyon dönemi boyunca kazançların büyüme oranı genellikle enflasyon oranını aşmaktadır. Buna karşılık yüksek enflasyon dönemlerinde ise kazançların büyüme oranı enflasyon oranından daha küçük olmaktadır. Oran olarak düşük enflasyonun yaşandığı 1982'den bu yana özellikle 1995 yılında ABD hisse senedi piyasasının genellikle kar etmiş olması bunu ispat etmektedir ve enflasyon oranı azalıyor iken kar payı büyüme oranındaki bir artış hisse senedi getirisinin çok yüksek olması sonucunu doğurmaktadır (Reilly, 1997:17).

Ampirik gözlemlerde reel faiz oranını belirlemek ve beklenen enflasyonu tahmin etmek gibi bazı problemlerle karşılaşmaktadır. Çünkü, çoğu enflasyon tahminleri, enflasyon rakamını tam olarak yansıtmayan Tüketici Fiyat Endeksi'nden (CPI) yararlanılarak elde edilmektedir. Bunun yanında başka tahmin problemleri de vardır. Bu problemlerin başında, 1960 öncesine kadar enflasyon ile faiz oranları arasındaki bir ilişkinin varlığına yönelik çok az kanıt olmasıdır. Aynı zamanda 1960'a kadar olan dönemin tahmin farklılığından dolayı böyle bir ilişkinin kurulamayabileceğinden de bahsedilmektedir. Çünkü 1960 öncesine kadar enflasyon tahmin edilemiyordu ve etkileri de buna bağlı olarak tesadüfi olmakta idi (Nastasi, 1998).

2.2. Kamu Harcamalarındaki Farklılıklar

Hisse senedi fiyatlarına etki eden makro ekonomik faktörlerden birisi de kamu harcamalarındaki değişikliklerdir. Kamu harcamaları arttığında ya da azaldığında hisse senedi fiyatlarında değişiklikler meydana gelebilmektedir.

Kamu harcamalarının hisse senedi fiyatlarına etkisi ekonomide meydana getirecekleri değişimler yoluyla olmaktadır. Kamu harcamalarındaki artış, bu harcamalar nedeniyle mal ve hizmet satışında bulunan firmaların gelirinde de artışa yol açacak ve bu etkileşim "çoğaltan etkisi" aracılığı ile gelir artışını tüm ekonomiye yayacaktır. Piyasanın canlanması firma karlarının artmasına, karların artması da firmaların dağıtacağı kar payı miktarının ve beklenen kar payı büyüme oranının yükselmesine neden olabilmektedir. Bunların yükselmesi sonucunda da hisse senetleri fiyatında bir artış meydana gelebilir. Bunun tam tersi yani kamu harcamalarının azaltılması, piyasayı

olumsuz yönde etkileyebileceğinden aynı yoldan hisse senetleri fiyatlarının düşmesine neden olabilmektedir.

Böyle olmakla birlikte, finans literatüründe kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi herhangi bir şekilde etkilemediğini ileri süren çalışmalar da vardır. Yamak ve Küçükale (1997) yaptıkları çalışmada, Türkiye’de kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişkisinin var olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında nedensellik açısından da anlamlı ve beklenen yönde ilişkiler tespit edilmiştir. Ekonomik büyüme, kamu harcamalarını pozitif yönde etkilerken, kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi herhangi bir şekilde etkilemediğini ortaya koymuşlardır (Yamak-Küçükale, 1997:6-13).

2.3. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)’daki Değişmeler

GSMH’da bir artış olduğu zaman, bu artış çarpan vasıtasıyla reel geliri artırmaktadır. Eğer ekonomide toplam arz elastikiyeti uygunsa, bu takdirde çarpan reel yönde işleyecektir. Ekonomide reel gelir arttıkça kişilerin kullanılabilir gelirlerinde de artma meydana gelecektir. Bireylerin gelirlerinde meydana gelen artış, onların mal ve hizmetlere olan taleplerini artıracaktır. Dolayısıyla toplam talepte gözle görülür bir yükselme olacaktır. Toplam talepteki değişikliklerin şirket kazançları üzerinde pozitif bir etkisi söz konusudur (Kanalıcı, 1996:48).

GSMH, bir ülkede belli bir dönemde üretilen tamamlanmış mal ve hizmetlerin toplam değeri olup ekonominin genel gidişi hakkında bilgi veren makro ekonomik bir göstergedir. GSMH’nın artış gösterdiği, ekonominin büyüdüğü yıllarda hisse senedi fiyatlarının da aynı eğilim içinde olduğu görülmektedir (Durukan, 1999: 26). Öte yandan ekonomik tahminler, GSMH’ya göre enflasyon oranında daha hızlı artış olacağı şeklinde ise, reel büyüme çok düşük olacağından, yatırımcılar iskonto oranını yükseltir ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatları düşmeye başlar.

2.4. Döviz Kurundaki Değişmeler

Döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Döviz kurları arttıkça hisse senedi fiyatları düşecek, döviz kurları düştükçe, hisse senedi fiyatları artacaktır. Döviz kurlarının artması, yerli para biriminin değerinin azalması anlamına gelmektedir. Yerli para biriminin değerinin azalması, hisse senedinin reel getirisini de azaltacaktır

Uluslararası sermaye varlıklarını fiyatlama modellerine yönelik bir çok deneysel çalışma, uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu gerçeğini ve bazı fiyatlama modellerini (örneğin, APT ve CAPM) göz ardı etmektedirler. Bu çalışmalardan bir kısmının bulgularına göre hisse senedi getirileri yalnızca uluslararası faktörler tarafından değil, bunun yanında ulusal faktörler tarafından da etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır (Eun-Resnick, 1984:1311-1324).

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulama)**

Hisse senedi getirilerine yönelik döviz kuru riskinin etkisi, ABD’de, Kanada’da, İngiltere’de ve Japonya’da 20 portföy üzerinde Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT) kullanılarak araştırılmıştır. Sonuç olarak, döviz kuru riskinin uluslararası menkul kıymet getirileri üzerinde yatay kesitsel (cross sectional) bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. İngiltere’ye ait portföylerin beklenen getirileri diğer ülkelere göre daha yüksek olmasına rağmen, hisse senetleri ile döviz kurunda meydana gelen değişimler arasında negatif yönlü bir ilişki mevcuttur (Fang-Loo, 1996:473-480).

2.5. Altın Fiyatları

Hisse senetlerine alternatif bir diğer yatırım aracı da kıymetli madenlerdir. Kıymetli madenler arasında da altın başta gelmektedir. Yüzyıllar boyunca paranın sahip olduğu fonksiyonları yerine getiren altın, günümüzde çoğunlukla tasarruf aracı olarak kullanılsa da öneminden pek fazla bir şey kaybetmiş değildir. Her ne kadar finansal piyasaların globalleşmesi, yatırım araçlarının çeşitlenmesi, altını daha geri plana itmiş gözükse de, tarihsel ve sosyo-ekonomik nedenlerle özellikle az gelişmiş ülkelerde gözde yatırım aracı olma özelliğini (oran olarak az da olsa) korumaktadır. Ayrıca kriz ve savaş dönemlerinde insanlar tarafından en güvenilir yatırım aracı olarak algılanmaktadır. Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla gerek ABD’de gerekse ülkemizde yapılan çalışmalar, bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır (Bekçioğlu, 1984:29).

2.6. Faiz Oranları

Faiz oranları, hisse senetleri ve tahviller arasındaki rekabeti etkileyen en önemli unsurdur. Yalnızca iki piyasa, hisse senedi piyasası ve tahvil piyasası olduğu varsayıldığında, tahvil faiz oranları arttığında, tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini, hisse senedi piyasasından, tahvil piyasasına aktaracaktır. Bu durum, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürecektir. Tahvil faiz oranları azaldığında, tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasından hisse senedi piyasasına aktardığında, hisse senetlerine olan talep yükselecek ve bu talebe bağlı olarak da hisse senedi fiyatları yükselecektir (Brigham, 1995:137).

Uzun vadeli faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki temel kuramsal ilişki tersine kuruludur. Düşen faiz oranları artan hisse senedi fiyatlarını haber verirken, tam tersine olarak artan faiz oranları düşen hisse senedi fiyatlarının habercisidir. Çünkü faizden çıkan paranın bir kısmı hisse senedi alımları yoluyla fiyatların yükselmesini sağlayacaktır.

Mali sektör işletmeleri gibi kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerde, faiz oranlarındaki artışla birlikte hisse senedi fiyatları düşme eğilimi gösterirken,

faiz oranlarındaki azalma ile de hisse senedi fiyatları artma eğilimi göstermektedir. Kaldıraç etkisi ne kadar yüksekse, faiz oranlarının değiştiği dönemlerde hisse senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanma da o kadar fazla olacaktır. Diğer yandan uzun vadeli aktiflere ve kısa vadeli pasiflere sahip işletmeler faiz oranlarındaki değişimlere karşı daha duyarlı hale gelmektedir (Bek, 1991:90).

Yapılan araştırmalar, aktiflerin büyük bir kısmı uzun vadeli ve sabit oranlı aktiflerden oluşan işletmelerin faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

2.7. Uluslararası Portföy Yatırımları

Dünya ekonomisinde 1980'li yıllardan sonra mal ve hizmet pazarlarında başlayan serbestleşme ve bütünleşme gelişimi, sınır ötesi ilişkilerin ve işlemlerin artmasına neden olmuştur. Bu serbestleşme ve bütünleşme gelişimi, özellikle kendini finansal piyasalarda göstermiştir ve göstermeye de devam etmektedir.

Yüce (1997), Finansal liberalizasyon ya da finansal serbestleşme denen bu olayın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemiş ve çalışma sonucunda borsanın yabancı yatırımcılara açılmasının hisse senedi fiyat dağılımlarında yapısal bir değişikliğe yol açtığı sonucuna varmıştır (Yüce, 1997:1-13).

2.8. Para Arzındaki Değişmeler (Emisyon)

Hisse senedi fiyatları ile yakından ilgili faktörlerden birisi de para arzıdır. Milton Friedman ve Anna J. Schwartz para arzındaki artışın ekonomik faaliyetlerde canlanmayla, azalışın ise daralmayla sonuçlandığını ampirik olarak ortaya koymuşlardır (Özçam, 1990:46; bkz., Friedman-Schwartz, 1963:32-78; Friedman,1969:189-235). Para arzındaki değişimin ekonomideki etkisi ile ilgili olarak daha sonra yapılan çalışmalar, para arzındaki değişimin, ekonominin reel kesiminde etkisini göstermeden önce hisse senedi piyasasında etkili olduğunu ortaya koymuştur (Reilly, 1989:503).

Tedavüldeki para miktarı hisse senedi piyasasını dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Bu konuda yapılan çalışmalar göstermiştir ki para arzı ile hisse senedi fiyatı arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması fiyatları ve işlem hacmini yükseltmekte, aksi ise düşürmektedir. Emisyon hacmindeki artış genel fiyatları etkilediği gibi hisse senedi fiyatlarını, dolayısıyla borsa endeksini de yükseltmektedir. Tersine, emisyon hacmindeki daralma ise hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla endeksi düşürmektedir (Durucasu, 1997:131).

Buna göre; para arzındaki değişiklikler, hisse senedi fiyatlarından önce hareket etmektedir. Yani; para arzı, hisse senedi fiyat değişikliklerinin bir

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulamalı)**

göstergesi olarak kullanılabilir. Para arzında meydana gelen artışlar karşısında tasarruf ve yatırım amacıyla elde tutulan parada da bir artış olmaktadır. Bu paranın belli bir kısmının borsaya yönelmesi durumunda hisse senedi fiyatları artabilmektedir. Diğer yandan para arzındaki artışlar toplam harcamalar yoluyla işletmelerin satışlarında ve karlarında artışa neden olabilmektedir. Karlardaki artışın, yatırımcıların hisse senedi talebini artıran önemli bir etken olduğu düşünülecek olursa buna paralel olarak hisse senetlerinin fiyatlarında artışlar meydana gelmektedir.

Milton Friedman (1988), hisse senedi piyasasında oluşan fiyat düzeyi ile dolaşımdaki para arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 1961'den 1986'ya kadar ABD'ye ait verileri kullanarak gelire göre talep edilen reel para miktarının hisse senedi fiyatlarının düşmesi ile doğru bir orantı kurmuş ve eş zamanlı reel hisse senedi fiyatlarıyla negatif bir ilişkinin varlığını ileri sürmüştür. Pozitif ilişkiyi servet etkisi olarak, negatif ilişkiyi ise ikame etkisi olarak adlandırmış ve bu konuda servet etkisinin oransal olarak daha güçlü olduğunu ileri sürmüştür (Friedman, 1988:221-245).

McCorrmac (1991), Japonya'ya ait verileri kullanarak Friedman'ın sonuçlarının geçerliliğini test etme yoluna gitmiştir. 1975'ten 1991'e kadar olan finansal veriler, Nikkei hisse senedi endeksi ile M2 + CD parasal büyüklüğün hızı arasındaki ters yönlü ilişkiye dikkat çekmiştir. Bu ters yönlü ilişki Friedman'ın ABD için yaptığı çalışmanın sonuçları ile paralellik arz etmektedir (Mccormac, 1991:42-55).

Jay Prag (1994), para arzına karşı, sektörel olarak ele alınmış hisse senedi fiyat hareketlerinin verilerini kullanarak iki önemli sonuca ulaşmıştır (Prag,1994:130-144).

Birincisi, para arzları sonucunda gözlemlenen faiz oranı tepkisidir ki, baskın olarak reel oranlarda bir değişme olarak kendini göstermiştir. İkincisi, bir grup hisse senedi, bu reel faiz oranlarındaki değişikliklere aşırı şekilde duyarlı olurken diğer bir çok hisse senedi grubu ise – bu değişikliklere duyarlı olması beklenen – duyarlılık göstermemişlerdir (Prag,1994:130-144.)

Pearce ve Roley (1985), beklenmedik para arzlarına faiz oranları pozitif tepki verdikleri zaman, hisse senedi piyasa indekslerinin negatif tepki verdiklerini tespit etmişlerdir (Pearce-Roley, 1985:49-67).

Hardouvelis (1987), bu tepkinin bütün hisse senedi endekslerinde yeknesak (aynı tarzda) olmadığını göstermiştir (Hardouvelis, 1987:131-140). Hardouvelis, New York Hisse Senedi Borsası mali endeksinin diğer endekslerden daha fazla para arzlarına tepki verdiğini ortaya koymuştur. Hisse senedi fiyatındaki değişmeler, hem vergi sonrası gerçek kazançlarda, hem de gerçek risksiz faiz oranlarında yada risk faktöründe de bazı değişmeleri

içerebilmektedir¹. Sabit getiriler düşünüldüğünde, bütün fiyatlandırılmış menkul kıymetlerin şimdiki değer fiyatları reel faiz oranları ile tersine bir ilişki içinde olacaklardır. Reel faiz oranlarındaki değişmelere aşırı duyarlı olan hisse senetlerinin getirileri de reel faiz oranlarındaki değişmelerle negatif bir ilişki içerisinde. Örneğin, dayanıklı mallar üreten firmaların hisse senetleri “faize duyarlı” olabilmektedir. Reel faiz oranlarında meydana gelen bir artış bir çok dayanıklı malın satın alma maliyetlerini artıracaktır. Böylece dayanıklı mal üreten firmaların beklenen gelirleri dayanıksız mal üreten firmalara göre daha düşük düzeyde gerçekleşecektir. Mali kuruluşların hisse senetleri de benzer sebeplerden dolayı reel faiz oranlarına karşı aşırı duyarlıdır (Hardouvelis, 1987:131-140).

2.9. Özelleştirme Uygulamaları

Ülkemizde henüz gelişme safhasında bulunan sermaye piyasasının eksikliğini duyduğu en önemli şey yeterli menkul kıymet arzıdır. İşte özelleştirme, sermaye piyasasının ihtiyaç duyduğu bu en önemli şeyi, hisse senetlerini sunmak suretiyle piyasanın canlanmasına katkıda bulunacaktır (Altıntaş, 1988:55). Sermaye piyasasının gelişmesinin ülkedeki tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde en önemli faktörlerden biri olduğu açıktır. Hisse senedi ihracı yoluyla özelleştirme, sermaye piyasasının gelişmesini sağlayarak ülkemizde tasarrufların yatırıma dönüşmesini kolaylaştıracaktır.

Sermaye piyasaları, dar bir ifadeyle, hisse senetleri ve tahvillerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasaların amacı, özel tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesidir. Sermaye piyasasının temel sorunlarından birisi olan menkul kıymet arzındaki yetersizlik, hazine tahvil ve bonoları ile telafi edilmeye çalışılmaktadır. Bu durum özelleştirmeye uygulandığında, KİT hisse senetlerinin ihracı sermaye piyasasının gelişmesini sağlayacak, böylece tasarrufların yatırımlara dönüşmesi kolaylaşacaktır (İzmir Ticaret Odası, 1994:9).

Tasarrufların yatırıma dönüşmesi, ekonomik canlanmayı ve dolayısıyla şirketlerin hisse senedi fiyatlarını artıracaktır.

3. Uygulamada Kullanılan Değişkenler

Yukarıda da bahsedildiği gibi araştırmanın kapsamı mali sektör olarak sınırlandırılmıştır. Bundan dolayı regresyon analizinde, İMKB fiyat endekslerinden mali endeks bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte bu bağımlı değişkeni etkilediği tahmin edilen ve aylık verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşabildiğimiz bağımsız değişkenler ise şu şekildedir; Enflasyon oranı (TÜFE), kamu harcamaları, GSMH değişim oranı, özel ve kamu yatırım

¹ Bir diğer olasılık ise para arzlarının şaşırtıcı bir şekilde hisse senedi fiyatlarıyla ilgili risk faktörünü yükseltmesidir. Eğer hisse senedi fiyatları portföy modelleri ile bir tutarlılık arz ediyor ise, bu durum çeşitlendirme ile giderilemeyen piyasa riskinde bir artışa işaret edebilir.

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulamalı)**

harcamaları, dolar ve mark kurları, hazine bonosu faiz oranları, tasarruf mevduatı faiz oranları, uluslararası portföy yatırımları, M2 para arzı, özelleştirme, cumhuriyet altını, iç borçlar. Bunun yanında, yukarıda değinildiği gibi hisse senedi fiyatını etkilediği düşünülen fakat sağlıklı verilerine ulaşamayan değişkenler analizde göz ardı edilmiştir.

3.1. Mali Endeks

Bilindiği gibi endeks bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinde meydana gelen değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Hisse senedi piyasasında kullanılan fiyat endeksleri de endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak piyasa performansı hakkında genel bir bilgi veren göstergelerdir. Sermaye piyasalarında hisse senedi fiyat endekslerinden pazardaki değişim ile ekonomik göstergelerdeki değişimler arasındaki karşılaştırmalarda, yatırımcıların portföy getirileri ile piyasanın genel performansının karşılaştırılmasında geniş ölçüde yararlanılmaktadır.

İMKB’de hisse senetlerinin ilk işlem görmeye başladığı Ocak 1986’dan bu yana bileşik endeks hesaplanmakta ve yayınlanmaktadır. Bunun yanında 1991 yılından itibaren de niteliklerinin bir gereği olarak mali endeks ve sınıai endeks de hesaplanmaya başlanmıştır. Bunlara ilave olarak 1997 yılının Ocak ayından itibaren de hizmet endeksinin hesaplanmasına başlanmıştır.

Bu şekilde, nitelikleri gereği işlem gören hisse senetleri fiyat endekslerinin ayrı ayrı hesaplanması onların ekonomik ve finansal yapılarının farklı olmasından ve piyasa şartlarından farklı şekil ve derecede etkilenmeleri sonucunda kendi özellikleri içinde değerlendirilmelerini de beraberinde getirmiştir.

Araştırmada kullanılan mali endeks değerleri, günlük kapanış fiyatlarına göre hesaplanmış aylık ortalama değerlerinden oluşmaktadır. Hesaplama kullandığımız veriler Merkez bankasının ilgili web sayfasından o günkü tarih itibarıyla derlenmiştir ([http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$cwtweb/15.07.2000](http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$cwtweb/15.07.2000)).

3.2. Enflasyon Oranı

Enflasyon oranının hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde en etkili dışsal faktörlerden birisi olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararlarını verirken en çok dikkat ettikleri faktörlerin başında enflasyon oranı gelmektedir. Enflasyonun yatırımcı kararları üzerindeki etkisinin boyutu ise yatırımcının enflasyon oranından daha yüksek bir reel getiri sağlama arzusunda olmasıdır. Bu da hisse senedi fiyat artışlarının enflasyonun artış oranından daha yüksek gerçekleşmesi ile mümkün olabilmektedir. Araştırmada enflasyon oranı değişkeni olarak DİE tarafından hesaplanan 1987 bazlı (1987=100) aylık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmış ve veriler Merkez Bankasının ilgili web sayfasından temin edilmiştir.

3.3. Hazine Bonosu Faiz Oranları

Menkul kıymet yatırımlarında hazine bonoları (devlet iç borçlanma senetleri) hisse senedi yatırımlarına önemli bir alternatif olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun en önemli sebebi hazine bonolarının geri ödememe riskinin bulunmayışı (bu özelliğinden dolayı risksiz faiz oranı olarak ta adlandırılmaktadır) ve gerçekleşen faiz oranlarının yüksek olması dolayısıyla güvenilir bir yatırım aracı olmasıdır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda kendini gösteren belirsizlik ve risk ortamı yatırımcıları devlet iç borçlanma senetleri içerisinde kısa vadeli olan hazine bonolarına yöneltmektedir.

3.4. Tasarruf Mevduatı Faiz Oranları

Tasarruf mevduatı yatırımcılar için her zaman önemini koruyan önemli yatırım araçlarından birisidir. Özellikle 24 Ocak 1980 kararlarından sonra Türkiye’de yaşanan finansal liberalizasyon hareketlerinden sonra serbest bırakılan faizler, yatırımcıları reel getiri elde edebilme fırsatına kavuşturmuştur. Finans literatüründe hisse senedi fiyatlarına olan etkisi dolayısıyla en çok üzerinde araştırma yapılan konuların başında gelmektedir. Tasarruf mevduatı hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olması icabıyla aralarındaki korelasyon ters yönlüdür. Araştırmada Merkez Bankasının 1 aylık mevduata uyguladığı faiz oranları veri olarak kullanılmıştır.

3.5. Amerikan Doları ve Alman Markı

Amerikan Doları ve Alman Markı gibi iki gelişmiş ülkenin paralarının Türkiye’de yatırım aracı olarak seçilmelerinin yegane sebebi Türk Lirasının yabancı paralar karşısında değer yitirmesinden kaynaklanmaktadır. Özellikle dolar ve mark yatırımcılar için en yaygın olarak kullanılan yatırım araçları olmasından dolayı araştırmada bu iki para birimi değişken olarak seçilmiştir. Araştırmada da bu konuda veri olarak Merkez Bankasının ilgili web sayfasından elde edilen dolar ve mark kurunun aylık ortalama verileri kullanılmıştır.

3.6. Emisyon Hacmi

Ekonomik literatürde tedavülde bulunan banknot miktarı emisyon hacmi olarak adlandırılmaktadır. Emisyon hacmindeki artışın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin yönü konusunda yapılan farklı çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Ancak beklenen etki emisyonun toplam harcamalar üzerindeki etkisi ile hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemesidir.

3.7. Cumhuriyet Altını

Altın, yatırımcılar tarafından (özellikle belirsizlik ve risk ortamlarında) en güvenilir yatırım aracı olma özelliğini korumaktadır. Bundan dolayı 26 Temmuz 1995’te açılan İstanbul Altın Borsası ile yatırımcıların yastık altında

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulama)**

tutmuş oldukları altınları ekonomiye kazandırma hedeflenmiştir. Araştırmada cumhuriyet altının aylık ortalama verileri merkez bankasının ilgili web sayfasından temin edilmiştir.

3.8. Uluslararası Portföy Yatırımları

Bilindiği gibi yabancı yatırımcıların ülkemize yönelik portföy yatırımları hisse senedi fiyatını yakından etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Yabancıların yapmış oldukları alımların hisse senedi fiyatlarını artırdığı; satımların ise hisse senedi fiyatlarını düşürdüğü tahmin edilmektedir. Araştırmamızda Merkez Bankası verilerinde ödemeler dengesinde yer alan aylık değerler ilgili web sayfasından elde edilmiştir.

3.9. M2 Para Arzı

M2 para arzı; dolaşımdaki para, mevduat bankalarındaki vadesiz ve vadeli mevduat (resmi mevduat hariç) ile MB'daki mevduat toplamından oluşmaktadır. Araştırmamızda MB'nın ilgili web sayfasından M2 para arzı verileri temin edilmiştir.

4. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Yukarıda da değinildiği gibi, mali endeksi etkileyen makro ekonomik faktörleri tespit etmek için çok değişkenli doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. En anlamlı modeli elde edebilmek için bağımsız değişkenlerin bir çok kombinasyonunu içeren bir çok model kullanılmıştır. Bu modellerde tahmini yapılan katsayılar 0,05 anlamlılık düzeyinde t ve F testleri ile test edilmişlerdir. Bir regresyon analizinin yapılabilmesi verilerin normal dağılımlı olmasına bağlıdır. Makro ekonomik verilerin normal dağılımdan sapma gösterdikleri ortaya çıktığından tüm değerlerin e tabanına göre logaritmaları alınmıştır. Buradan hareketle mali endeksi etkilediği düşünülen makro ekonomik faktörlere yönelik oluşturulacak modelin genel ifadesi şu şekilde gösterilebilir;

$$\ln ME = a + b_1 \ln ENFO - b_2 \ln MFO + b_3 \ln ÖZL + b_4 \ln EMH - b_5 \ln USD - b_6 \ln DM - b_7 \ln CA + b_8 \ln M2 - b_9 \ln HBFO + b_{10} \ln UPY$$

Mali endeks (bağımlı değişken) ile makro ekonomik faktörler (bağımsız değişkenler) arasındaki ilişkinin hipotezi (beklenen katsayı işaretleri) şu şekilde kurulabilir. Mali endeks ile enflasyon oranı, özelleştirme, emisyon hacmi, M2 para arzı ve uluslar arası portföy yatırımları ile doğrusal (pozitif) bir ilişki beklenmektedir. Buna karşılık mevduat faiz oranları, Amerikan doları, Alman markı, hazine bonosu faiz oranları ile ters yönlü (negatif) bir ilişki beklenmektedir.

EKKY sonucunda aşağıdaki modele ilişkin katsayılar elde edilmiştir. Analizin başında yukarıdaki 10 tane açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Ancak yapılan t testi sonucunda bu değişkenlerin bir çoğunun bağımlı değişkeni

açıklamada bir takım sorunlar taşıdığı (bağımlı değişkeni anlamlı şekilde açıklayamadığı) ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı da bu değişkenler modelden dışlanmıştır. t testi sonucu anlamlı çıkan değişkenler modelde gösterilmiştir. Yapılan testler sonucunda mali endeksi açıklayan en anlamlı model olarak aşağıdaki model seçilmiştir;

$$\ln DM = -19,158 - 2,00 \ln MFO + 4,576 \ln CA - 0,103 \ln UPY - 3,427$$

$$DW = 1,56$$

$$R^2 = 0,88$$

$$F = 58,21$$

Tahmini yapılan ekonometrik modelin sonuçları

	SABİT	MFO	CA	UPY	DM
\hat{Y}_i	-19,158	-2,00	4,576	0,103	-3,427
T	-5,960	-2,757	8,341	-2,492	-5,868
S_p	-19,158	0,726	0,549	0,042	0,584

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,00$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 58,21 > 1,90$$

Mevduat faiz oranları, Cumhuriyet altını, uluslar arası portföy yatırımları ve Alman markındaki % değişim (0) iken mali endeks %19,158 azalmaktadır.

Bu denklemden de görülmektedir ki mali endeksi etkileyen makro ekonomik faktörler; mevduat faiz oranları, Cumhuriyet altını, portföy yatırımları ve Alman markıdır. Diğer değişkenlerde her hangi bir değişme yok iken, mevduat faiz oranlarındaki %1'lik bir artış mali endekste %2'lik bir azalmaya neden olmaktadır. Yine Cumhuriyet altınındaki %1'lik artış mali endeksi % 4,576 artırmakta aynı şekilde uluslar arası portföy yatırımlarındaki %1 artış mali endekste % 0,103 bir azalmaya, Alman markında meydana gelen %1 artış mali endekste % 3,427'lik bir azalmaya neden olmaktadır.

Mali endeksi açıklayan anlamlı modelde en önemli açıklayıcı değişken Cumhuriyet altınıdır. Beklenenin aksine (yönünün negatif olması bekleniyordu) Cumhuriyet altını ile mali endeks arasında pozitif bir korelasyon ortaya çıkmıştır. Modeli genel olarak ifade eden denklemde cumhuriyet altının işareti negatif kabul edilmişti. Çünkü Cumhuriyet altını mali endeks hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracı olarak düşünülmüştür. Fakat bu sonuç göstermektedir

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulama)**

ki Cumhuriyet altını mali endeksi oluşturan hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracı değildir. Bu durum ülkemizde insanların altına karşı bakış açısını yansıtmaktadır, yatırımcılar altını fiyat hareketlerine bağlı bir kazanç aracı olarak görmemektedirler.

İkinci önemli değişken ise Alman Markıdır. Mark kurundaki değişiklikler mali sektör hisse senedi fiyatlarına beklendiği gibi ters yönlü etki etmektedir. Yani dövizin, mali endeks hisse senetlerine alternatif önemli bir yatırım aracı olduğu ortaya çıkmıştır. Ağırlıklı beklentilerimiz, USD'nin açıklayıcı değişken olarak modele girmesi ve tahmini yapılan katsayı işaretinin de negatif olması idi.

Diğer önemli bir değişken ise mevduat faiz oranlarıdır. Beklentilerimiz doğrultusunda mevduat faiz oranları ile mali endeks arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Özellikle 1994' ten sonra yükselen faiz oranları borsa yatırımcısını derinden etkilemiş, faize doğru yöneliş hisse senedi talebini daraltmış ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatları da düşmüştür.

Uluslar arası portföy yatırımları beklentilerimizin tersine mali endeks ile ters yönlü bir korelasyon içerisindedir. Beklentilerimiz yabancı yatırımcıların Türkiye'den portföy satın almaları durumunda talebe bağlı olarak mali endeksin yükselmesi yönünde idi. Fakat yabancıların özellikle gelişmekte olan borsalardan hisse senedi alırlarken çok seçici davrandıklarını da biliyoruz. Mali endeks ile uluslar arası portföy yatırımları arasındaki bu küçük negatif korelasyon yabancıların daha çok mali endeks dışındaki sektörlerin hisse senetlerini tercih ettikleri şeklinde düşünülebilir.

SONUÇ

Hisse senetleri içinde buldukları ekonomik ortam gereği psikolojik, siyasi, ekonomik ve mevsimsel birçok faktörün etkisi altındadır. Bu faktörlerin neler olduğunun belirlenmesi ve hisse senedi fiyatlarını etkileme güçlerinin ortaya konması, fiyatların oluşumu ve yatırım kararları açısından son derece önemlidir.

Çalışmanın sonucunda mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen makro ekonomik faktör olarak; mevduat faiz oranları, Cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatırımları ve Alman Markı bulunmuştur. Böyle olmakla birlikte faktörlerin endekste ki fiyat değişikliklerini açıklama güçleri farklı çıkmıştır. Mali endekste ki fiyat değişikliklerinin % 88'i yukarıda bulmuş olduğumuz faktörlerden etkilenmektedir. Geriye kalan % 12'lik kısım ise modele sokamadığımız siyasi, psikolojik ya da piyasa dışı v.b faktörlerden kaynaklanmaktadır.

Analizde belirlenen bu makro ekonomik faktörlerden mevduat faiz oranlarının yönü beklentilerimiz doğrultusunda modelde yer almıştır. Buna göre mevduat faiz oranları mali sektör hisse senetlerine alternatif önemli bir yatırım

aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü mevduat faiz oranlarındaki % 1'lik bir artış, mali sektör hisse senedi fiyatlarında % 2'lik bir azalmaya neden olmaktadır. Yüksek faizler, mali sektör hisse senetlerine yatırım yapmak yerine alternatif yatırımlarda bulunmayı teşvik etmektedir. Faiz oranlarının yükselmesi, hisse senetlerinden elde edilecek olan gelirlerin cari değerini azaltacak ve bu da mali sektör hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olacaktır. Yatırımcılar faiz oranlarındaki yükselmeden kaynaklanan mali sektör hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün yaygınlaşması korkusu ile daha fazla zarar etmek istememekteler ve sahip oldukları hisse senetlerini ellerinden çıkarmaktadırlar. Böyle bir durum söz konusu olduğunda hisse senetlerine olan talep düşmektedir. Hisse senetlerinin daha az talep edilmesi ise, bu menkul kıymetlerin değerinde düşmelere sebep olmakta ve sonuçta hisse senedi fiyatları düşük olarak belirlenmektedir.

Analizin diğer önemli bir sonucu da Cumhuriyet altınının mali sektör hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracı olarak görülmemesidir. Çünkü cumhuriyet altınındaki % 1'lik bir artış mali sektör hisse senedi fiyatlarında % 4,5 oranında bir artışa neden olmaktadır. Oysa Cumhuriyet altınının beklenen yönü negatifti (mali sektör hisse senetlerine alternatif bir yatırım aracı olması bekleniyordu). Yatırımcılar altını fiyat hareketlerine bağlı bir kazanç aracı olarak görmemektedirler.

Diğer taraftan çalışmada yine mali sektör hisse senetlerinin fiyatları ile aynı yönde (doğrusal) hareket etmesi beklenen uluslar arası portföy yatırımlarının yönü denkleminde negatif çıkmıştır. Uluslar arası portföy yatırımlarındaki % 1'lik artış mali sektör hisse senedi fiyatlarında % 0,103 azalmaya sebep olmaktadır. Her ne kadar aralarındaki ilişkinin yönü negatif çıksa da ilişkinin boyutu çok küçüktür.

Analizin diğer önemli bir sonucuna göre Alman Markı, mali sektör hisse senetlerine alternatif önemli bir yatırım aracıdır. Alman Markındaki % 1'lik bir artış endeksi % 3,427 azaltmaktadır. Döviz ve hisse senetleri birbirlerine rakip mallar olmaları nedeniyle ikisi arasında negatif bir ilişkinin olması normaldir. Döviz fiyatlarındaki yükselişin durması veya hareketlilik olmaması durumunda, yatırımcılar hisse senedi piyasasına yöneleceklerdir. Bu durumda hisse senetlerine olan talep artacak ve sonuçta bu gelişmeler endeksin yükselmesine neden olacaktır.

Hem makro ekonomik hem de işletme düzeyinde yapılan çalışmalarda \bar{R}^2 değerinin yüksek çıkması İMKB'nin siyasi, psikolojik ve ekonomi dışı faktörlere daha az bağımlı olduğunu, bunun yanında ekonomik faktörlerin daha etkili olduğunu göstermektedir. Bu da hem makro ekonomik hem de işletme düzeyindeki faktörlerin mali sektör hisse senedi fiyatları üzerinde oldukça etkili olduklarını göstermektedir. Fakat İMKB, gelişmekte olan bir hisse senedi

**Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi
(İMKB Uygulamalı)**

piyasası olduğu için ekonomi dışı faktörlerin de İMKB üzerinde etkili olacağı göz ardı edilemeyecek düzeydedir.

KAYNAKLAR

- Akgüç Öztin (1989), *Finansal Yönetim*, Avcıol Matbaası, 5. Baskı, İstanbul.
- Akkaya Şahin-Pazarlıoğlu M.Vedat (1998), *Ekonometri I*, 4. Baskı, İzmir.
- Altıntaş M Berra (1988), *KİT'lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri*, SPK Yayınları Yayın No: 8, Ankara.
- Babcock Guilford C. (1970), “ The Concept of Sustainable Growth”, *Financial Analyst Journal*, 26, 3 May-June.
- Bek Hakan (1991), “Faiz oranı Riski: Finansal Kuruluşların Hisse Senedi Değerine Etkisi”, *Finans Dünyası*, Sayı:15, Mart.
- Bekçioğlu Selim (1984), “Portföy Korunma Aracı Olarak Altın”, *Yeni İş Dünyası Dergisi*, Yıl:5, Sayı:51, Ocak.
- Bozkurt Ünal (1978), “Türkiye’de Pay Senetlerinin Fiyatını etkileyen Etmenler”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 10. Yıl Özel Sayısı, İstanbul, Nisan.
- Brigham Eugene (1995), *Fundamentals of Financial Management*, 7th, The Dryden Press, Orlando, USA.
- Canbaş Serpil- Demir Hatice (1988), “Hisse Senedi Verimi ve Enflasyon Arasındaki İlişkiler ve 1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Hisse Senetlerinin Gerçek Verimi”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 2, Sayı:1, Yıl.
- Durucasu Hasan (1997), “Ekonomik Göstergelerin İMKB’ye Etkisinin Analizi”, *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 1-2.
- Durukan Banu (1999), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, Yıl:3, Sayı:11.
- Eun C.S.-Resnick B. (1984), “Estimating the Correlation Structure of International Share Prices”, *Journal of Finance*, Vol.39, No:5 (December).
- Fang Hsing-Loo Jean C.H.(1996), “Foreign Exchange Risk and Common Stock Returns: A note on International Evidence”, *Journal of Business Finance and Accounting*, V.23, April.
- Friedman Milton (1988), “ Money and the Stock Market”, *Journal of Political Economy*, 96, April.

- Fuller Russel- Perry Glenn H., “Inflation, Return on Equity, and Stock Prices”, *The Journal of Portfolio Manegement* 7 (4 Summer).
- Hardouvelis A Gikas (1987), “Macroeconomic Information and Stock Prices”, *Journal of Economics and Business*, 39.
- İzmir Ticaret Odası, *Bir Kamu Finansman Tekniği Olarak Özelleştirme*, İzmir, 1994.
- Kanalıcı Hülya (1997), *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, SPK Yayınları, Yayın No:77.
- Mccormac Dennis C. (1991), “ Money and Level of Stock Market Prices: Evidence From Japan”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Autumn, V: 30.
- Nastasi Mark (1998), *The Effects of Inflation on Stock Prices*, www.gbcworld.com/mnastasi/25-06-2000, Global Business Center.
- Özçam Mustafa (1990), *Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye*, SPK, Yeterlilik Araştırması, Ankara.
- Pearce Douglas D-Roley V. Vance (1985), “ Stock Prices and Economics News”, *Journal of Business*, 58, January.
- Prag Jay (1994), “Money Supply Announcements and Interest Sensitive Stocks”, *Review of Financial Economics*, Fall 93/ spring 94, Vol.3, Issue ½.
- Reilly Frank K (1989), *Investment Analysis and Portfolio Manegement*, 3rd ed., Fort Worth: The Dryden Press.
- Reilly Frank K. (1997), “The Impact of Inflation on ROE, Growth and Stock Prices”, *Financial Services Review*, Vol.6, Issue 1.
- Reily Frank K. (1992), *Investments*, Third Edition, The Dreyden Press International Edition.
- Yamak Nebiye-Küçükkale Yakup (1997), “Türkiye’de Kamu Harcamaları Ekonomik Büyüme İlişkisi”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 12, No:131, Şubat.
- Yüce Ayşe (1997), “Türkiye’de Liberalizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, Yıl:1, Sayı:4, Ekim, Kasım, Aralık.
- [http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$cbtweb/15.07.2000](http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$cbtweb/15.07.2000)