

**İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA
HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ:
PANEL VERİ ANALİZİ**

Ali ÖZER

**Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU
2012
Her hakkı saklıdır**

T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

Ali ÖZER

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA HİSSE
SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN
BELİRLENMESİ: PANEL VERİ ANALİZİ

DOKTORA TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ
Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

ERZURUM-2012



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



TEZ BEYAN FORMU

...../...../20.....

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “**İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Panel Veri Analizi**” adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

☐ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

☐ Tezim/Raporum sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

☒ Tezimin/Raporumun 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

[Tarih ve İmza]

[Öğrencinin Adı Soyadı]

Ali ÖZER



**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

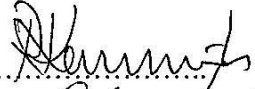


TEZ KABUL TUTANAĞI

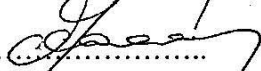
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof.Dr.Reşat KARCIOĞLU danışmanlığında, Ali ÖZER tarafından hazırlanan bu çalışma 21 / 09 / 2012 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

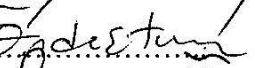
Başkan : Prof.Dr.Reşat KARCIOĞLU

İmza: ...

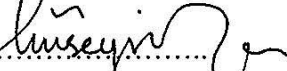
Jüri Üyesi : Prof.Dr. M.Kamil ERCAN

İmza: ...

Jüri Üyesi : Prof.Dr.Turan ÖNDEŞ

İmza: ...

Jüri Üyesi : Prof.Dr.Hüseyin ÖZER

İmza: ...

Jüri Üyesi : Doç.Dr.Bener GÜNGÖR

İmza: ...

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir.

/09/ 20

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	VI
ABSTRACT	VII
KISALTMALAR DİZİNİ	VIII
TABLolar DİZİNİ	XI
GRAFİKLER DİZİNİ	XII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BİR MENKUL KIYMET YATIRIM ARACI OLARAK HİSSE SENEDİ

1.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE TANIMI	4
1.2. HİSSE SENEDİNİN TÜRLERİ	5
1.2.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senedi.....	5
1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi	6
1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senedi	7
1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senedi.....	8
1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senedi.....	8
1.3. HİSSE SENEDİ SAHİBİNİN HAKLARI VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ	9
1.3.1. Kâr Payı Hakkı.....	9
1.3.2. Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı).....	9
1.3.3. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı	10
1.3.4. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı	10
1.3.5. Oy Hakkı	11
1.3.6. Bilgi Alma Hakkı	11
1.3.7. Sır Saklama Borcu.....	11
1.3.8. Sermaye Kazancı	12
1.4. HİSSE SENETLERİNDE DEĞER KAVRAMLARI	12
1.4.1. Nominal Değer	12
1.4.2. Defter Değeri.....	13
1.4.3. Gerçek Değer	13

1.4.4. İhraç (Emisyon) Değeri.....	14
1.4.5. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	14
1.4.6. Net Aktif Değeri.....	15
1.4.7. Pazar (Borsa) Değeri.....	15
1.4.8. Tasfiye Değeri	16
1.4.9. Alternatif Gelir Değeri.....	16
1.5. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA GETİRİ VE RİSK KAVRAMLARI	17
1.5.1. Sistematik Riskler.....	20
1.5.1.1. Pazar Riski	21
1.5.1.2. Enflasyon (satın alma gücü) Riski.....	21
1.5.1.3. Faiz Oranı Riski.....	22
1.5.1.4. Kur Riski	22
1.5.2. Sistematik Olmayan Riskler.....	23
1.5.2.1. Finansal Risk.....	23
1.5.2.2. Faaliyet Riski.....	23
1.5.2.3. Yönetim Riski.....	24
1.5.2.4. Sektör Riski.....	24
1.5.3. Diğer Riskler	25
1.5.3.1. Kredi Riski	25
1.5.3.2. Likidite Riski.....	25
1.5.3.3. Hukuki Risk	26
1.5.3.4. Operasyon Riski.....	26
1.6. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	27
1.6.1. Temel Analiz	27
1.6.1.1. Ekonomik Analiz	28
1.6.1.2. Sektör Analizi.....	29
1.6.1.3. Firma Analizi	29
1.6.2. Teknik Analiz.....	30
1.6.3. Etkin Piyasa Hipotezi	32
1.6.4. Davranışsal Modeller	33
1.7. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ	34
1.7.1. Dönemsel Gelir Yöntemi.....	34

1.7.2. Fiyat / Kazanç Oranı Modeli.....	35
1.7.3. Kâr Kapitalizasyonu Yoluyla Değerleme.....	36
1.7.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Modeli	37
1.7.5. Fiyat/Satış Oranı.....	37
1.7.6. Regresyon Modeli	38
1.7.7. Temettü Kapitalizasyonu Yoluyla Değerleme	38
1.7.7.1. Sabit Büyümeli Temettü Değerleme Modeli	40
1.7.7.2. Sıfır Büyümeli Temettü Değerleme Modeli.....	40
1.7.7.3. Normalin Üzerinde Büyümeli Temettü Değerleme Modeli	40
1.7.8. Soldofsky - Murphy Modeli.....	41
1.7.9. Solomon Modeli	41
1.8. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ TAHMİN ETMEDE KULLANILAN	
YÖNTEMLER	42
1.8.1. Ortalama Varyans Modeli.....	42
1.8.2. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM).....	44
1.8.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli	45
1.8.4. Fama French Üç Faktör Modeli.....	47

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. FİRMA İÇİ FAKTÖRLER.....	49
2.1.1. Entelektüel Sermaye.....	49
2.1.2. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon	52
2.1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	55
2.1.4. Kurumsal Yönetim	59
2.1.5. Sermaye Yapıları.....	62
2.1.6. Finansal Oranlar	67
2.1.7. Birleşme Politikaları.....	76
2.1.8. Finansal Performans	79
2.1.9. Beta Katsayısı	82
2.1.10. Uluslararasılaşma	82
2.1.11. Firma Büyüklüğü	85

2.1.12. Momentum ve Zıtlık.....	86
2.2. FİRMA DIŞI FAKTÖRLER.....	86
2.2.1. Faiz Oranı	86
2.2.2. Enflasyon.....	90
2.2.3. Döviz Kuru.....	94
2.2.4. Dış Ticaret Dengesi.....	99
2.2.5. Altın Fiyatları	100
2.2.6. Para Arzı	102
2.2.7. Petrol Fiyatları.....	107
2.2.8. Sanayi Üretim Endeksi	109
2.2.9. Yabancı Portföy Yatırımları	110
2.3. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ YAPILMIŞ AMPİRİK ÇALIŞMALAR	113
2.3.1. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerle İlgili Yurt Dışında Yapılmış Ampirik Çalışmalar	113
2.3.2. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerle İlgili Türkiye’de Yapılmış Ampirik Çalışmalar	127

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB’DE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FİRMA İÇİ VE DIŞI FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	140
3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	143
3.2.1. Panel Verinin Özellikleri	143
3.2.2. Panel Verinin Avantajları ve Dezavantajları	144
3.2.3. Panel Veri Regresyon Modelleri	146
3.2.3.1. Statik Panel Veri Modelleri	146
3.2.3.1.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli	147
3.2.3.1.2. Sabit Etkiler Modeli.....	148
3.2.3.1.3. Tesadüfi (Rassal) Etkiler Modeli.....	149
3.2.3.2. Dinamik Panel Veri Modelleri.....	150

3.3 ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER VE BEKLENEN İLİŞKİLER.....	152
3.3.1. Firma İçi Faktörler	153
3.3.2. Firma Dışı Faktörler	165
3.4 ARAŞTIRMA BULGULARI.....	172
 SONUÇ.....	 206
KAYNAKLAR	211
EKLER.....	248
EK 1. Çalışmada Kullanılan İMKB İmalat Firmaları.....	248
ÖZGEÇMİŞ.....	249

ÖZET

DOKTORA TEZİ

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA HİSSE SENEDİ
GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ: PANEL
VERİ ANALİZİ

Ali ÖZER

Danışman: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

2012, Sayfa:249

Jüri: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU (Danışman)

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ

Prof. Dr. Hüseyin ÖZER

Doç. Dr. Bener GÜNGÖR

İMKB imalat sektöründeki çalışma döneminde devamlılığını sağlayan ve bilgilerine ulaşılabilen 113 firmanın hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörleri 2002:Q1-2011:Q3 dönemleri için araştıran bu çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Bu çerçevede statik panel veri modeli olarak; havuz modeli, sabit etkiler modeli, tesadüfî etkiler modeli ve dinamik model olarak; Fark-Gmm ve Sistem-Gmm tahmin yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmada, makroekonomik faktörler olarak faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, sanayi üretim endeksi, para arzı, altın fiyatları, petrol fiyatları, dış ticaret dengesi, yabancıların portföy yatırımları kullanılmıştır. Mikroekonomik değişken olarak ise kar payı dağıtım politikası, kurumsal yönetim, entelektüel sermaye, finansal performans, sermaye yapısı, işletme büyüklüğü, borsa performansı, uluslararasılaşma, nakit akımları, işletme betaları, karlılık ve likidite kullanılmıştır.

Statik ve dinamik panel veri analizi sonuçlarına göre; hisse senedi getirileriyle Asit Test Oranı, Beta, Büyüklük, Brüt Kâr Marjı, Cari Oran, Ekonomik Katma Değer, Entelektüel Katma Değer Katsayısı, Kazanç/Fiyat, Nakit Akımları, Borç/Özsermaye, Uluslararasılaşma, Döviz Kuru, Faiz Oranı ve Para Arzı değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; Aktif Getiri Oranı, En Büyük Ortağın Payı, Halka Açıklık, Hisse Başı Kar Payı, Tobin Q, Yönetici Sahipliği, Altın Fiyatları, Dış Ticaret Dengesi, Sanayi Üretim Endeksi ve Yabancı Portföy Yatırımları değişkenleriyle hisse senedi getirileri arasında anlamlı ilişkiler bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi Getirileri, Statik Panel Veri Analizi, Dinamik Panel Veri Analizi, İMKB.

ABSTRACT**Ph.D. THESIS****DETERMINATION OF FACTORS AFFECTING STOCK RETURNS IN
ISTANBUL STOCK EXCHANGE: PANEL DATA ANALYSIS****Ali ÖZER****Advisor: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU****2012, Page:249****Jury: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU (Advisor)****Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN****Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ****Prof. Dr. Hüseyin ÖZER****Assoc. Prof. Dr. Bener GÜNGÖR**

ISE ensures the continuity of the manufacturing sector during the study period and 113 firm information accessible within the company and outside factors that affect stock returns, 2002:Q1-2011:Q3 for the period investigated in this study used panel data analysis. In this context, the static panel data model, pool model, fixed effects model, random effects model and dynamic panel data model, the Diff-Gmm and System-Gmm estimation methods are used. In this study, interest rate, inflation rate, exchange rate, industrial production index, money supply, gold prices, petrol prices, balance of trade, foreign portfolio investments are used as the macroeconomic variables. Dividend policy, corporate governance, intellectual capital, financial performance, capital structure, firm size, stock market performance, internationalization, cash flows, company betas', profitability and liquidity are used as the microeconomic variables.

According to the results of static and dynamic panel data analysis; While it was obtained significant relationship between Acid Test Ratio, Beta, Size, Gross Profit Margin, Current Ratio, Book Value/Market Value, Economic Value Added, Value Added Intellectual Capital, Earnings/Price, Cash Flow, Debt/Equity, Internationalization, Exchange Rate, Interest Rate and Money Supply variables with stock returns, not found significant relationship with Return on Assets, Share of the Largest Shareholder, Free Float, Dividend Per Share, Tobin's Q, Manager Ownership, Gold Price, Balance of Trade, Industrial Production Index and Foreign Portfolio Investments variables.

Key Words: Stock Returns, Static Panel Data Analysis, Dynamic Panel Data Analysis, ISE.

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
AF	:Altın Fiyatları
AFT	:Arbitraj Fiyatlama Teorisi
AGO	:Aktif Getiri Oranı
AMEX	:American Stock Exchange (Amerikan Menkul Kıymetler Borsası)
AOSM	:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ATO	:Asit-Test Oranı
BKM	:Brüt Kar Marjı
BUY	:Aktiflerin Doğal Logaritması
CEE	:Kullanılan Sermaye Etkinliği
CO	:Cari Oran
CVA	:Nakit Katma Değer
DD/PD	:Defter Değeri/Piyasa Değeri
DK	:Döviz Kuru
DTD	:Dış Ticaret Dengesi
EBO	:En Büyük Hissedarın Sahip Olduğu Sermaye Payı
EKD	:Ekonomik Katma Değer
EKDK	:Entelektüel Katma Değer Katsayısı
EKK	:En Küçük Kareler
EPH	:Etkin Piyasa Hipotezi
EVDS	:Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
EVA	:Ekonomik Katma Değer
F/K	:Fiyat/ Kazanç
FO	:Faiz Oranı
FVFM	:Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
GCGF	:Global Kurumsal Yönetim Forumu
GETİRİ(-1)	:Hisse Senedi Getirileri Gecikmeli Değerleri
HAO	:Halka Açıklık Oranı
HBK	:Hisse Başı Kar Payı
HCE	:İnsan Sermayesi Etkinliği

HML	:Yüksek ve düşük PD/DD oranına sahip hisselerin getirileri arasındaki fark
IMF	:International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GMM	:Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSYİH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
K/F	:Kazanç/Fiyat
MM	:Modigliani ve Miller
MSCI	:The Morgan Stanley Composite Index (Morgan Stanley Bileşik Endeksi)
MVA	:Piyasa Katma Değeri
NAKIM	:Nakit akımları/Piyasa Değeri
NASDAQ	:National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NKM	:Net Kar Marjı
NYSE	:New York Stock Exchange (New York Borsası)
OECD	:Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OGO	:Öz Sermaye Getiri Oranı
PD/DD	:Piyasa Değeri/Defter Değeri
PF	:Petrol Fiyatları
S&P	:Standard and Poors
SCE	:Yapısal Sermaye Etkinliği
SMB	:Küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisselerin getirileri arasındaki fark
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
SUE	:Sanayi Üretim Endeksi
SY1	:Toplam Borç/Toplam Kaynak Oranı
SY2	:Toplam Borç/ Öz Sermaye Oranı
TC	:Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TKB	:Türkiye Kalkınma Bankası
TOBQ	:Tobin-Q Oranı
TSE	:Tokyo Stock Exchange (Tokyo Menkul Kıymetler Borsası)
TTK	:Türk Ticaret Kanunu

TUFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu
VAIC	:Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi
VAR	:Vector Autoregression (Vektör Otoregresyon)
VECM	:Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)
VSNEK	:Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
YAPPAY	:Yabancı Yatırımcının Sermayedeki Payı
YDISI	:Yurtdışı satışlar/ Net Satışlar
YPY	:Yabancı Portföy Yatırımları
YSAH	:Yöneticilerin Sahip Olduğu Sermaye Oranı

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları	171
Tablo 3.2. Bağımsız Değişkenlere Ait Temel İstatistikler	173
Tablo 3.3. Firma İçi Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi	175
Tablo 3.4. Firma İçi Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi	175
Tablo 3.5. Firma Dışı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi.....	176
Tablo 3.6. Otokorelasyon Test Sonucu	177
Tablo 3.7. Değişen Varyans Test Sonucu	177
Tablo 3.8. Panel Birim Kök Test İstatistikleri.....	179
Tablo 3.9. Statik Panel Veri Analizi Sonuçları	180
Tablo 3.10. Rassal Etkili Panel Veri Analiz Sonuçları	183
Tablo 3.11. Dinamik Panel Veri Analizi Spesifikasyon Testleri	185
Tablo 3.12. Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi Sonuçları.....	187

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. Türkiye’de Bankalarca TL Üzerinden Açılan Nakit Kredilere 2002-2011 Yılları Arasında Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları.....	90
Grafik 2.2. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Tüketici Fiyat Endeksi.....	94
Grafik 2.3. 2002-2011 Yılları Arasında A.B.D. Dolarının TL Cinsinden Satış Fiyatı ..	98
Grafik 2.4. 2002-2011 Yılları Arasında Euro’nun TL Cinsinden Satış Fiyatı.....	99
Grafik 2.5. Türkiye Dış Ticaret Dengesi 2002-2011 (Milyon Dolar).....	100
Grafik 2.6. 2002-2011 Yıllarında 1 Ons Altın’ın ABD Doları Cinsinden Londra Satış Fiyatı.....	102
Grafik 2.7. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında (M1) Para Arzı.....	107
Grafik 2.8. 2002-2011 Yılları Arasında Brent Petrol Fiyatları (\$)	109
Grafik 2.9. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Sanayi Üretim Endeksi	110
Grafik 2.10. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon \$)	113

GİRİŞ

Borsa, fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul değer bulundurup da bunları satmak isteyenler için kurulmuş bir pazardır. Sermaye piyasalarının gelişmesinde çok önemli bir role sahip olan borsalar, özellikle tasarrufların ekonomiye kazandırılması, büyük sermayelerin oluşabilmesi ve sermaye mülkiyetinin tabana yayılabilmesi açısından çok önemlidir. Yatırımcılar, finansal piyasalar aracılığı ile fon fazlası olan taraflardan fon açığı olan taraflara kaynak aktarımı yaparlar. Sermaye piyasası aracılığı ile bu işlemler, menkul kıymet adı verilen değerli kağıtlar ile yapılmaktadır. Bu menkul kıymetlerden biri olan hisse senedi, riskli bir varlık; diğer bir deyişle getirisi değişkenlik gösteren bir menkul kıymettir. Ekonomide ister bireysel yatırımcılar olsun isterse kurumsal yatırımcılar olsun ellerindeki tasarruf fazlası fonları, düşük risk ve yüksek getiri esasına dayanarak değerlendirmeleri son derece önemlidir. Bu anlamda finansal piyasa yatırımcılarının hisse senedi yatırımlarına yönelik olarak hassas davranmaları ve yüksek getiri elde edecek hisselerle yatırım yapmaları ayrı bir önem taşımaktadır. Bu bağlamda, yatırımcıların, ülke ekonomisini, hisse senetlerini ve hisse senetlerinin ait olduğu şirketlerin çeşitli özelliklerini dikkate alarak daha yüksek yatırım performansı elde edebileceği düşünülmektedir.

Hisse senetlerine yatırım yapanlar açısından hisse senedi getirilerini maksimize etmek en temel amaçtır. Hisse senetlerinin getirileri firmaların likidite, finansman ve kârlılık gibi mikro nitelikteki gelişmelerinden etkileneceği gibi, temel makro ekonomik göstergelerden de etkilenebilir. Bu çerçevede hisse senedi getirilerini etkileyen temel mikro ve makro ekonomik değişkenlerin belirlenmesi sermaye piyasasında işlem yapan birimlerin ekonomik gelişmeleri takip etmek suretiyle hisse senedi satın alımlarında daha doğru karar almalarına yardımcı olacaktır.

Hisse senedi, ekonominin barometresi olarak ifade edilmekte ve hisse senedi getirisi ekonominin ve işletme performansının bir yansıması olarak görülmektedir. Hisse senetlerinin diğer yatırım araçlarına nazaran yüksek risk ve buna karşılık yüksek getiri sağlaması nedeniyle, hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin incelenmesine yönelik çalışmalar finans literatürünün ilgi odağı olmuştur. Hisse senedi getirileri ve getirileri etkileyen değişkenler arasındaki ilişkiyi ABD ve gelişmiş ülkeler için

incelemiş çok sayıda çalışma literatürde yerini almasına rağmen gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi getirileri ve getirileri etkileyen değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiş olan çalışma sayısının daha az olduğu görülmektedir. Şu ana kadar yapılan araştırmalarda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklı sonuçlar elde edilmesi, bu konu üzerinde çalışmayı gerekli ve önemli kılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası ticaretin hızla gelişmesi, serbestleşme çabaları, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının hızlı gelişimi ve uluslararası portföy yöneticilerinin çeşitlendirme yapma ihtiyaçları, dikkatlerin gelişmekte olan ülke piyasalarının üzerine yoğunlaşmasını sağlamıştır. Bu da Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarına dikkatleri çekmeye başlamıştır. Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde, makroekonomik faktörlerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin genelde incelendiği, şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sayısı ise sınırlı olduğu görülmektedir. Her iki faktör grubunun bir arada incelendiği çalışmaların ise oldukça az olduğu görülmüştür. Bu çalışma, hem gelişmekte olan bir piyasaya uygulanmasıyla hem de firma içi faktörlerle makro ekonomik faktörlerin bir modelde hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmasından dolayı önem arz etmektedir. Ayrıca, Türkiye’de her iki faktör grubunun etkisini araştırarak çalışmalarda sadece statik panel veri analiz yöntemlerinin kullanıldığı dikkat çekmektedir. Çalışmanın uygulamasında İMKB’de hisse senedi getirilerini etkileyen firma dışı ve firma içi faktörlerin neler olduğu hem statik hem de hisse senedi getirilerinin geçmiş dönem değerlerini dikkate alan dinamik panel veri yöntemleriyle araştırılmıştır. Kullanılan değişkenler açısından bakıldığında, entelektüel sermaye, ekonomik katma değer, uluslararasılaşma gibi değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi gelişmiş ülkelerde araştırılmasına rağmen, Türkiye’de çok fazla araştırılmadığı görülmektedir. Ayrıca, çalışma dönemi olan 2002-2011 yılları arası hem İMKB’nin rekorlar kırdığı dönem olması hem de ülke ekonomisi için krizlerden sonra istikrar dönemi olmasından dolayı çalışmanın önemini artırmaktadır. Çalışmanın hem kullanılan yöntem ve değişkenler açısından hem de çalışma dönemi açısından literatüre katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu amaç doğrultusunda, araştırmada hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmış ve panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırmada ilk önce, hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörleri belirlemek için statik panel

veri modelleri olan havuz modeli, sabit etkiler modeli ve rassal etkili model kullanılmış, daha sonra modele dinamik bir yapı kazandıran ve hisse senedi geçmiş değerlerini de dikkate alan dinamik panel modeller olan; Fark-Gmm ve Sistem-Gmm panel veri modelleri kullanılmıştır.

Bu doğrultuda çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, çalışmaya konu olan hisse senedi hakkında temel bilgiler verilmiştir. İlk olarak hisse senedi kavramı, daha sonra hisse senedi türleri, hisse senedini elinde tutan yatırımcının hakları ve yükümlülükleri, hisse senedinin değer tanımları, hisse senedi piyasasında yatırımcıların karşılaşabileceği riskler ve analiz yöntemlerine, hisse senedi değerlendirme yaklaşımı, hisse senedi değerlendirme modelleri ve hisse senedi getirilerini tahmin etmede kullanılan yöntemlere yer verilmiştir.

İkinci bölümde; menkul kıymetler piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin getirilerini etkileyen firma içi faktörler; kurumsal yönetim, entelektüel sermaye, finansal oranlar, finansal performans, firma betaları, içeriden öğrenenlerin ticareti, birleşme politikaları, uluslararasılaşma, kâr payı politikası, sermaye yapıları, momentum-zıtlık, firma büyüklüğü ve firma dışı faktörler; enflasyon, faiz oranı, döviz kuru, altın fiyatları, petrol fiyatları, para arzı, dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi, yabancı portföy yatırımları tek tek ele alınarak, finans literatüründe bu değişkenlerle hisse senetleri ilişkileri hakkında bilgi verilecek ve yapılan yerli-yabancı çalışmalara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, henüz gelişmekte olan bir ekonomide yükselişini hızla devam ettiren İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin getirileri ile getirileri etkileyen faktörler arasındaki ilişki ekonometrik yöntemlerle incelenmiştir. Bu amaçla çalışmada kullanılan yöntem ve değişkenler hakkında bilgi verilmiş ve son olarak da çalışmadan elde edilen bulgular sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

BİR MENKUL KIYMET YATIRIM ARACI OLARAK HİSSE SENEDİ

1.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE TANIMI

Literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senedi, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır.¹

Hisse senetleri; anonim ortaklıklarda ortakların sermaye paylarını temsil etmek üzere ihraç ettikleri kıymetli evrak hükmündeki menkul değerlerdir. Bu senedi elinde bulunduran veya senet üzerinde adı yazılı kişinin ilgili anonim ortaklığın sermayesinde yazılı olan değer kadar sahiplik hakkının bulunduğunu gösteren ortaklık üzerinde tek ve bölünmez bir hak sağlayan bir paydaşlık belgesidir. Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder. Ortaklığın ihraç etmiş olduğu tüm hisse senetlerinin itibari (nominal) değerlerinin toplamı, esas sermaye miktarına eşittir.²

Hisse senetlerini, sadece anonim şirketler ihraç etmezler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de yasa ve sermaye piyasası kural ve şartlarına uygun olarak hisse senedi ihraç ederler fakat bunlar halka arz yoluyla satılamazlar. Tıpkı anonim ortaklıklarda olduğu gibi, hisseli komandit ortaklarda da komanditer ortağın sahipliği hisse senedi ile temsil edilir. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu sadece anonim şirketlerin hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışına izin vermiştir. Bu nedenle hisse senedi kavramı ile ifade edilen anonim şirketlerin hisse senetleridir. Anonim ortaklıklar sermaye pazarından öz varlık fonları gereksinimlerini bu pazarlara pay senedi sunmak yolu ile giderirler. Ortaklar tarafından istenmedikçe hisse senedi çıkarılması zorunlu değildir. Hisse senetlerinin çıkarılmamış olması, hisselerin devir kabiliyetine tesir etmediği gibi, hisselerin rehin ve haciz gibi işlemlere konu olmasını da engellemez.³

¹ Sudi Apak, *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1995, s.29.

² Osman Okka, *Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler*, Nobel Yayınevi, Ankara 2009, s.753.

³ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa 2000, s.91.

Hisse senetlerinin toplumda önemli ekonomik fonksiyonları vardır. Bunlar;⁴

- 1) İhraç edilen hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından ikincil pazarda alınıp satılması firmaların finansmanında ve ekonomik gelişmeye katkılar sunar,
- 2) Fertlerin küçük tasarruflarını bir araya getirerek, gerekli olan sermaye birikimini sağlar,
- 3) Hisse senetleri firmaların ve dolayısıyla üretim araçlarının mülkiyetinin geniş halk topluluklarına ulaşmasını sağlayarak, refahı geniş halk tabanına yayar ve toplumda daha dengeli bir gelir dağılımının oluşmasını sağlar,
- 4) Halkı ekonomik kararlarda az çok sahibi yaparak, demokrasinin iktisadi yönünü tamamlar,
- 5) Vatandaşların varlıklarının değerini enflasyona karşı korur,
- 6) Hisse senetleri faiz gibi sabit getirili olmadıkları için maliyetlerin daha düşük olmasına sebep olur. Ayrıca, kredi kurumlarını aradan çıkararak doğrudan firmayı finanse eder.

Hisse senedi çıkarabilecek kuruluşlar;

- Anonim şirketler
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler (SPK' nın 4. maddesi uyarınca, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz)
- Özel kanunla kurulmuş bulunan şirketler (TCMB, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri)
- Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı

1.2. HİSSE SENEDİNİN TÜRLERİ

1.2.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senedi

Hisse senetleri tedavül bakımından hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Hisse senedi ihraç eden şirketin ana sözleşmesi, ihraç edilecek hisse senetlerinin hamiline veya nama yazılı olacağını belirtir. Bunların bir kısmı nama, bir kısmı da hamiline yazılı olabilir. Ne kadarının nama, ne kadarının hamiline yazılı

⁴ Okka, s.753.

olacağı ve bunların hangi ortaklara tahsis edileceği ana sözleşmede açıkça gösterilir. Bu ayırımın önemi hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır.⁵

Nama yazılı hisse senetlerine sahiplerinin adı, soyadı, adresleri yazılır ve şirketin pay defterine kaydedilirler. Pay defterinde kayıtlı kişi, şirketin ortaklık hakkına sahiptir. Nama yazılı hisse senetleri, ana sözleşmede tersine hüküm yoksa satın alana teslimi ile devredilebilir. Ancak teslimini şirkete karşı yasal bir anlam taşıması için bu işlemin pay defterine işlenmesi gerekir. Ana sözleşmede farklı bir hüküm yoksa, hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde ise sadece senedin hamiline olduğu belirtilir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde mülkiyet, hisse senedinin satın alana teslimi ile olur. Şirketlerin bu tür hisse senedi bedellerini tamamen ödemesi gerekir. Bu tür hisse senetlerinin devri kolay olmaktadır.⁶

Nama yazılı hisse senetlerinin avantajları, ortak sayısının belirlenmesi, ortakların takibinde ve izlenmesinde, mal varlığını korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, hisse senedinin kaybolması durumunda, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybının önlenmesinde görülür. Ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama gibi özellikleri nedeniyle de sakıncalar taşımaktadır. Nama yazılı hisse senetlerinin devri ciro ve teslim edilmek suretiyle gerçekleşir. Hamiline yazılı hisse senetleri ise halka açılmadaki kolaylığı devir işlemindeki kolaylığı, sermayenin tabana yayılması ve dolayısıyla gelir dağılımının dengeli hale getirilmesinde ve tasarruf sahibi açısından gizliliğe imkan vermesi gibi nedenlerle avantajlı durumdadır. Buna karşılık hisse senedinin kaybedilmesi veya çalınması durumunda hak sahipliğinin kanıtlanması durumunda doğurduğu güçlükler, ortaklıkta yabancılaşmayı kolaylaştırması, genel kurullara katılmamayı teşvik etmesi ve vergi kaçakçılığına mahal vermesi gibi konular açısından sakıncaları bulunmaktadır.⁷

1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi

Pay senetleri sağladıkları haklar bakımından adi pay senetleri ve imtiyazlı pay senetleri olmak üzere bir ayrıma tabi tutulur. Hisse senetleri ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri

⁵ Muharrem Karşlı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Kral Matbaası, İstanbul 1989, s.342.

⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, (9.Baskı), Ekin Kitabevi, Bursa 2006, s.504.

⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (t.y.), Erişim Tarihi:26.10.2010, <http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx>.

denir. Adi pay senedi ortaklığın sahiplik belgesidir. Ortaklığın tüm finansal sorumlulukları bu pay senedi üzerinde durmaktadır. Şirket yönetimine katılma adi pay senedinin en önemli özelliğidir.⁸ Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine göre kâra katılmada, yönetim ve denetim kuruluna üye seçiminde, oy hakkında ve benzeri konularda ana sözleşmeye dayanarak sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Kurulda emeği geçenler, şirketi herhangi bir şekilde destekleyen veya teşvik verenler bazı ayrıcalıklara sahip olmak istemektedirler. Bu ayrıcalıklar, kar payı almada, tasfiye sonucuna katılmada, oy hakkında, organ üyeliklerine aday göstermede, rüçhan hakkı kullanımında, hazırlık dönemi faizi almada ve tesislerden yararlanmada söz konusu olabilir. İmtiyazın konusu, sınır ve şartları esas sözleşmede açıkça gösterilmektedir. İmtiyazlı hisse senetlerinde yer alan haklar kazanılmış hak sayılmaz. Dolayısıyla bazı şartlarda, imtiyazların sınırlandırılması, niteliklerinin değiştirilmesi ve hatta kaldırılması mümkündür. Öte yandan bazı anonim ortaklıklar, örneğin yatırım ortaklıkları imtiyazlı hisse senedi çıkaramazlar.⁹ Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede v.s. bazı ayrıcalıklar tanınabilir. İmtiyazlı hisse senetlerine kâr payı ödemesi yapılmadan adi pay senetlerine kâr payı ödemesi yapılamaz. Günümüzde, halka açık olarak kurulan anonim şirketlerde bu gibi ayrıcalıklı hisse senetlerinden kaçınılmaktadır.¹⁰

1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senedi

Eğer hisse senetleri kuruluş anında veya sonradan şirket tarafından birinci, ikinci, üçüncü v.b. tertiplerle ihraç edilerek nominal değerinden veya daha yüksek bir fiyattan satılıyor ve şirkete nakit girişi sağlanıyorsa bunlara bedelli hisse senedi denir. Bedelli hisse senetleri, mevcut ortaklara satılabileceği gibi (rüçhan hakkı) diğer yatırımcılara da satılabilmektedir. Bedelsiz sermaye artırımını, şirketlerin iç kaynaklarından sermayeye aktardıkları tutar karşılığında çıkardıkları hisse senetlerinin bir bedel alınmaksızın ortaklara dağıtılmasıdır. Bu işlem sonucunda çıkarılan hisse senetleri bedelsiz hisse senedidir. Bedelsiz sermaye artırımını dışarıdan fon girişine yol

⁸ Cevat Sarıkamış, *Sermaye Pazarları*, 4.Baskı, Alfa Kitabevi, İstanbul 2000, s.35.

⁹ Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, (2.Baskı), Beta Yayınevi, İstanbul 1994, s.101.

¹⁰ Karslı, ss.342-343.

açmamaktadır. Bedelsiz hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Bedelsiz hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani pay sahiplerine aittir.¹¹

1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senedi

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan nominal değerinden aşağı bir bedelle hisse senedi ihraç edilememektedir. Hisse senetleri ya nominal değerleriyle ya da nominal değerlerinin üzerinde bir fiyatla satılırlar.. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir. Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı Sermaye Sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi halinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır.¹²

1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senedi

Kurucu hisse senetleri, kuruluş hizmet karşılığı olmak üzere ana sözleşme hükümleri gereğince şirket karından belirli bir hisse verilmek ve kurucuların isimlerine yazılı olmak şartıyla ihraç edilir. Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkı da vermez. Anonim şirketler genel kurullarında, ana sözleşme gereğince veya ana sözleşmeyi değiştirerek bedeli ödenen hisse senedi sahiplerine, şirkete olan hizmetleri ve alacakları karşılığı intifa (faydalanma) hisse senetleri oluşturulmasına karar verebilir. İntifa hisse senedi sahipleri şirketin ortağı değildir.¹³

¹¹ Okka, s.757.

¹² Lale Erdem Karabıyık, *Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri*, Marmara Kitabevi, Bursa 1997, s.23.

¹³ Anıl Gacar, *Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Programı, İzmir 2009, s.30.

Şirket kârından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle, gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmez, ödenebilecek miktar da kalan kârın %10'unu geçemez (TTK md.298).

1.3. HİSSE SENEDİ SAHİBİNİN HAKLARI VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

1.3.1. Kâr Payı Hakkı

Sermaye şirketlerinin ortaklarına sağladığı en önemli mali haklardan biri kâr payı hakkıdır. İşletmenin elde ettiği kârdan vergi ve diğer yasal kesintiler düşüldükten sonra kalan kısımdan ortaklara düşen pay, ortağın kâr payını oluşturur. Hisse senedi borsa da işlem gören şirketler kâr dağıtıp, dağıtmamak konusunda serbesttir. Borsa şirketleri kârını nakden veya temettüsünün sermayeye ilavesi suretiyle hisse senedi ihraç ederek dağıtabilir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketler ise dağıtılabılır kârın yarısından az olmamak üzere belirlenecek birinci temettüsünü nakden dağıtmak zorundadır. Kâr payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir.¹⁴

1.3.2. Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı)

Hisse senedinin sahibine sağladığı haklardan bir diğeri ise “rüçhan hakkı” dır. Rüçhan hakkı, eski hissedarların şirketteki ortaklık yüzdelerini sürdürmeleri amacıyla yeni çıkarılacak hisse senetlerini sahip oldukları pay yüzdesiyle orantılı olarak ilk önce satın alma hakkıdır. Rüçhan hakkı mevcut ortaklara yeni pay senedi çıkarımlarında ortaklıktaki payı oranında yeni pay senetlerinden satın alma olanağı vermektedir. Yeni pay alma hakkı sadece mevcut ortakların zenginliklerini koruma amacına yönelik değildir. Ortağa aynı zamanda ortaklıktaki sermaye oranını da koruma olanağı vermektedir.¹⁵

Yeni çıkarmaların sermaye pazarında tüm özvarlığın değerini yansıtacak bir fiyatla satılmaması halinde, mevcut ortakların dışındaki yatırımcılara yeni pay senetlerinin satılması, eski ortakların ortaklıkta birikmiş zenginliklerinin bir bölümünü

¹⁴ Zühtü Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, Olgaç matbaası, Ankara 1988, s.173.

¹⁵ Faerber Esmes, *All About Stocks*, (3. Edition), McGraw Hill, New York 2008, s.15.

onlara hiç çıkar sağlamadan, yeni pay sahiplerine devir etme anlamı taşır. Eski ortaklara bunu yaşatmamak için satın almada mevcut ortaklara öncelik tanınma öngörülmüştür. Bu hak nominal bedel ve ya nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi satın alma hakkı verir. Bazı hissedarların, sermaye artışına katılmayıp zarara uğramaları ve ya istemeyerek sermaye artışına katılma zorunda bırakılmalarına çözüm olmak üzere, yeni pay alma kuponlarının hisse senedinden bağımsız olarak rüçhan hakkı kullanım süresinde satılabileceği hükme bağlanmış bulunmaktadır. Böylece rüçhan hakkı hisse senedinin temsil ettiği mülkiyet haklarından ayrıca alınıp satılabilir. Bu nedenle bu satış sonucu elde edilen gelir üçüncü bir getiri olarak algılanabilir. Rüçhan hakkı ortak yönünden kâr ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir.¹⁶

1.3.3. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa payı oranında iştirak eder (TTK, md. 455). Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu değildir.¹⁷

1.3.4. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Hisse senedi sahiplerinin en önemli haklarından biri de oy kullanma hakkıdır. Şirketler faaliyetlerine başlamadan önce yönetim ve denetim kurulu üyelerini seçerler. Yönetim ve denetim kurularının seçimi ise ortakların oylarıyla gerçekleşir. 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'ini elinde bulunduran ya da 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

¹⁶ Serpil Canbaş ve Hatice Doğanlı, *Finansal Pazarlar*, Beta Basım, (3.Baskı), İstanbul 2001, s.28.

¹⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Erişim Tarihi: 28 Kasım 2010, <http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx>.

sağlanabilmektedir 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. Bazı şirketlerde ise yönetim kurulu üyeleri toplu oylama sistemine göre seçilir. Bu durumda yönetim kurulu üyeleri bir arada oylanır. Anonim şirket ortakları oy kullanma hakkı yanında bilgi alma, ticari defterleri ve haberleşmeyi inceleme ve denetçilere şikayette bulunma gibi yönetsel haklara da sahiptirler.¹⁸

1.3.5. Oy Hakkı

Oy hakkı pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir. Oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir payın oy hakkı artırılabilir ancak her pay sahibine ait oyların sınırlandırılması mümkün değildir. Bununla birlikte SPK ile getirilen düzenlemeyle anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kâr payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir.

1.3.6. Bilgi Alma Hakkı

TTK'ya göre pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca, pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle de kâr ve zarar hesabı, bilânço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TTK, md. 362 ve 363). Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (TTK, md. 363).

1.3.7. Sır Saklama Borcu

Şirketin ticari defterlerinin incelenmesi yalnız Genel Kurul'un izni ile mümkündür. İncelenmesine müsaade edilen defterlerden öğrenilecek sırlar hariç hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir. Her ortak, her ne suretle olursa

¹⁸ Hilal Havva, *Hisse Senedi Satın Almada Finansal Bilgi Sitemini Etkisinin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi İşletme Bölümü, Isparta 2007, s.15.

olsun öğrenmiş olduğu, şirkete ait iş sırlarını, sonradan ortaklık hakkını kaybetmiş olsa dahi, daima gizli tutmaya mecburdur. Bu mecburiyeti yerine getirmeyen ortak, meydana gelecek zararlardan şirkete karşı sorumlu olduğu gibi şirketin şikâyeti üzerine, her hangi bir zarar beklenmese dahi, bir yıla kadar hapis veya beş yüz liradan on bin liraya kadar adli para cezasıyla veya her ikisiyle birlikte cezalandırılır. (TTK, md.363).

1.3.8. Sermaye Kazancı

Sermaye kazancı zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştır. Şirketin gelişmesine bağlı olarak hisse senedinin değerinde meydana gelecek olan artıştan kaynaklanan sermaye kazancı, gelişmiş sermaye piyasalarının bulunduğu ülkelerde kâr payı gelirleri ile dengeli bir gelişme göstermektedir. Türkiye’de ise kâr payı ödemeleri çok düşük düzeylerde kaldığından hisse senedi yatırımlarında daha çok sermaye kazancı getirisi ön plana çıkmaktadır

1.4. HİSSE SENETLERİNDE DEĞER KAVRAMLARI

Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır.

1.4.1. Nominal Değer

Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değerdir. Ekonomik anlamda pek değer taşımayan, daha çok yasal anlamda değeri olan bir tanımlamadır. Kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek ve sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedine birincil pazara çıkarılması sırasında, ortaklık yönetimi tarafından bir nominal değer verilmektedir.¹⁹

Nominal değer, kâr payı dağıtımının sermaye ile orantılı bir biçimde yapılması durumunda, pay başına kâr payının hesaplanması, muhasebe kayıtlarına esas oluşturması ve ortakların taahhüt ettikleri sermayeyi ödemeyerek, şirketin üçüncü kişilerini zarara uğratmalarını önlemeye yardımcı olması dışında pek anlamı yoktur. Öte yandan şirketin yeni hisse senetlerini nominal veya primli bir değerden ihraç etmesi

¹⁹ Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara 2005, s.119.

mümkündür. Diğer bir deyişle, hisse senedinin ihraç fiyatı, nominal fiyatına eşit veya yüksek olabilir.²⁰

1.4.2. Defter Değeri

Bir işletmenin öz sermaye toplamının veya net varlık toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Bir hisse senedi için muhasebe ya da defter değeri, şirketin bilançosunda görülen öz kaynak rakamının toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Defter değeri, bilançoaya dayalı olduğu için tarihi maliyet esasına dayanır. Ayrıca, enflasyon ve yıpranma gibi bazı faktörleri dikkate almaz. Bu durum defter değerinin piyasa değerinden sapmasına neden olur. Defter değeri yöntemi; beklenen nakit girişlerini, ortaklığın geleceğe dönük performansını dikkate almaması nedeniyle iflas veya tasfiye halindeki ortaklıklarda önem taşımaktadır. Net varlıklar ise varlıkların toplamından yükümlülüklerin toplamı çıkarılarak bulunur. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda ise nominal değerden düşük olacaktır. Defter değeri, öz sermaye değeri olarak da adlandırılabilir.²¹

Defter değeri, birleşme ve firmanın blok şeklinde satın alınmasında önem kazanan bir yöntemdir. Defter değeri enflasyonu yüksek olan ülkelerde önemi olmayan, sadece firmanın en düşük değeri konusunda fikir veren bir değerdir. Hisse senedinin defter değeri tarihsel bir değerdir. Yatırımcılar ve ortaklık yönetimi için büyük bir anlam taşımamaktadır. Ancak kısa süreli finans analizlerinde, özvarlığın verimliliği ve firmanın borçlanma derecesinin ölçütü olarak sınırlı bir kullanım bulmaktadır. Defter değeri, hisse başına düşen net varlık tutarının ne olduğu konusunda yatırımcıya bir fikir verebilir; fakat bu değer, hisse senedinin fiyatının ne olması gerektiği konusunda pek belirleyici olduğu söylenemez.²²

1.4.3. Gerçek Değer

Olması gereken değer olarak ta adlandırılan bu değer etkin bir piyasada varlık hakkındaki tüm bilgilere dayalı olarak oluşur. Bir şirketin gerçek değeri, pazar değerine

²⁰ Bolak, s.103.

²¹ Ümit Ataman ve Halil Kibar, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitapevi, İstanbul 1999, s.70.

²² Gürel Konuralp, *Sermaye Piyasaları; Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, (2.Baskı), Alfa Yayınevi, İstanbul 2005, s.176.

oranla daha az değişen bir değerdir. Teoride pazar değeri ve gerçek değer aynı olması gerekir. Ama uygulamada piyasaların etkin olmaması nedeniyle aralarında farklar olmaktadır. Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği, bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.²³

1.4.4. İhraç (Emisyon) Değeri

Hisse senetlerinin, işletme tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye’de genelde, hisse senetleri nominal değerleri ile ihraç edilirler ama borsa değeri yüksek olan işletmelerde ihraç fiyatı nominal fiyattan daha yüksek belirlenebilir. Özellikle sermaye artırımlarında işletmeler, hisse senetlerini nominal fiyattan daha yüksek bir bedelle ihraç etmektedirler. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir.²⁴

1.4.5. İşleyen Teşebbüs Değeri

Şirketin bir bütün olarak, çalışır durumda satılması halinde bulacağı değer, işleyen teşebbüs değerini gösterir. Bu değer pazar değerinin gerçeği yansıtmaması konusunda yapılan araştırmalarda kullanılır. Firmanın bir bütün olarak satılması durumundaki değeri olup bu değer genelde firmanın varlıklarının parça parça satılması ile elde edilecek değerinden daha yüksek bir değerdir. Burada, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Tasfiye değeri,

²³ Murat Koçyiğit, *Şirketlerin Halka Açılması ve Türkiye’de Halka Açılan Şirketlerde Değerleme Yöntemleri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir 1997, s.121.

²⁴ Ataman ve Kibar, s.66.

piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.²⁵

1.4.6. Net Aktif Değeri

Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir. Özvarlık değeri, şirketin hisse sayısına bölündüğünde elde edilen değer, hisse senetlerinin net aktif değerini vermektedir. Net aktif değerinin bulunması usulü, şirketin tasfiyesi halinde, aktif kalemlerinin parça parça satılarak paraya çevrilmesine benzetilmektedir. Yani net aktif değeri, bir bakıma tasfiye değeri olmaktadır. Net aktif değerinin borsa fiyatından farklı olması, bu usulün işletmenin yalnız maddi varlığını parçalar halinde göz önüne almış olmasından kaynaklanmaktadır. Oysa para kazanan bir işletmenin, maddi varlığının üstünde ayrıca bir bütün olarak işletme değeri vardır. Özetle, net aktif değeri, firmanın aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir.²⁶

1.4.7. Pazar (Borsa) Değeri

Pay senedinin sermaye pazarında sahip olduğu fiyat o pay senedinin pazar değerini oluşturmaktadır. Pazar değeri, pazar koşullarında arz ve talebe göre oluşan bir fiyat olup, pay senedinin gerçek değerinden farklılık gösterebilir. Pay senedinin pazar değerinin, gerçek değere yaklaşması, kuramsal olarak beklenir. Ancak pazar koşullarının pazar değerini gerçek değerinin altına düşürdüğü veya üzerine çıkardığı gözlenebilmektedir. Pazar fiyatının pay senedinin gerçek değerinin altında olduğu zamanlarda, pay senedinin “pazarda değerini bulmadığından”, fiyatın gerçek değerin üzerinde olduğu zamanlarda, pay senedinin “değerinden fazlaya satıldığından” söz

²⁵ Ercan ve Ban, s.119.

²⁶ Aysu Kurtuldu, *Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007, s.68.

edilebilir.²⁷ İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa değerinde zaman içinde değişimler gözlenebilir. Kısacası piyasa koşulları bir pay senedinin pazar değerini gerçek değerinin üstüne çıkarabilir veya altına düşürebilir.

Firmalar, halka açılacakları zaman hisse senedi fiyatı belirleme de benzer firmaların piyasa değerinden faydalanmaktadırlar. Aynı zamanda firmalar halka açık olsun veya olmasın kontrol açısından sektördeki diğer firmaların piyasa değerlerini göz önünde bulundururlar.

1.4.8. Tasfiye Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm vergi ve 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 işletmeyi likidite etmek en akılcı yol olacaktır. Tasfiye değeri hesaplanırken, varlıkların pazarda bulabileceği değer belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkaracaktır. Özellikle, işletmedeki yarı mamullerin, arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde, uygulamada farklı bilirkişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar ortaya çıkabilmektedir. Firmanın faaliyetlerini sürdürürken tüm varlıklarının değeri, genellikle, bu değer üzerindedir. Eğer bunun tersi söz konusu ise, bir başka deyişle piyasa fiyatı tasfiye değerinin altına düşmüşse, bu hisse senetleri firmaları ele geçirmekle uğraşan yatırımcılar için cazip hale gelmektedir.²⁸ Teorik olarak bir şirketin en yüksek değeri sırasıyla işleyen teşebbüs değeri, defter değeri ve tasfiye değeridir.

1.4.9. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içerisinde, şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden, bir

²⁷ Mustafa Sağcan, *Menkul Kıymetler ve Pay Senetleri*, Cumhuriyet Matbaası, İzmir 1987, ss.65–66.

²⁸ Konuralp, s.178.

hisseye düşen gelir tutarını açıklamaktadır. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça, alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır. Hisse senedinin alternatif geliri şöyle hesaplanır:²⁹

$$\text{Alternatif Gelir Değeri} = \frac{\text{ÖS} + \text{FBD}}{\text{HSS}}$$

$$\text{FBD} = \text{FBG} / \text{BK}$$

$$\text{FBG} = \text{BK} - \text{AG}$$

$$\text{AG} = \text{ÖS} * \text{AGY}$$

AGD: Hisse Senedinin alternatif gelir değeri,

ÖS: Öz sermaye,

FBD: Firmanın peştemallık (katkı) değeri,

HSS: Hisse senedi sayısı,

BK: Bilanço kârı,

FBG: Firmanın peştemallık (katkı) geliri (Şirketin kârı ile alternatif gelir arasındaki olumlu fark),

AG: Alternatif Gelir,

AGY: Alternatif Gelir Yüzdesidir.

1.5. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA GETİRİ VE RİSK KAVRAMLARI

Hayatta her zaman karşılaşılan riski tanımlarken zorlanıldığı görülür. En genel anlamıyla risk, istenilmeyen durumları yaşama olasılığı, kayıp olasılığı veya olması gerekenin olmaması olasılığı olarak tanımlanabilir.³⁰ Finansal açıdan risk ise, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Yani, yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan sağladığı verimin, beklenen verimin altına düşme veya üstüne çıkma olasılığı söz konusudur. Geleceğin bu günden kesin olarak bilinmemesi nedeni ile gelecekle ilgili tüm kararlarda kararın istenilen sonucu vermemesi tehlikesi vardır. Bir

²⁹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Erişim Tarihi: 29 Kasım 2010, <http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx>.

³⁰ Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*, SPK Yayın No: 19, Ankara 2001, s.102.

finansal varlık yatırımcısının bekleyişi yatırımdan belirli bir getiri (verim) sağlamaktır. Ancak, beklediği getiriye sağlayıp sağlayamayacağını, yatırım yapmadan kesinlikle bilmesi olanaksızdır. Yapacağı her yatırımın beklediği getiriden farklı bir getiri vermesi veya yatırdığı sermayesini kısmen veya tamamen kaybetmesi olasılığı bulunmaktadır.³¹Bu olasılık risk kavramını oluşturmaktadır.

Getiri ise kısaca bir yatırımdan belirli bir dönem içinde yapılan yatırıma karşılık yatırımcısına sağlayacağı veya sağladığı kazanç ve kaybın oransal ifadesidir. Dönemler yıllık, aylık, haftalık veya günlük olabilir. Yatırımlar için hesaplanacak getiri tek dönemlik ya da çok dönemlik olmak üzere iki kısma ayrılabilir. Bir dönemlik getiri hesaplamaları yatırımcının bir dönem içinde servetini ne kadar arttırdığını bize vermektedir.³²

Hisse senetleri açısından bakıldığında; yatırımcının hisse senedinden elde ettiği getiri beklenen getiriden düşük olursa o hisse senedini portföyünden çıkararak fonlarını daha verimli yatırımlara kanalize etmeye çalışır. Bu durumda hisse senedi getirilerinin hesaplanması yatırımcı açısından önemli bir faktör olarak ön plana çıkmaktadır.

Hisse senedinin sahibine sağladığı 3 farklı getiri vardır. Bunlar;

-Kâr Payı (Temettü) Geliri

-Sermaye Kazancı

-Rüçhan Hakkı Karşılığında Sağlanan Gelir

Sadece sermaye kazancını dikkate alarak bir dönemlik hisse senedi getirisi şu şekilde gösterilebilir:

$$R = [P_t - P_{t-1}] / P_{t-1}$$

P_t = Hisse senedi dönem sonu fiyatı

P_{t-1} = Hisse senedi dönem başı fiyatı

Sermaye kazancını ve temettüyü dikkate alarak bir dönemlik hisse senedi getirisi şu şekilde gösterilebilir:

$$R = [(P_t - P_{t-1}) + D_t] / P_{t-1}$$

D_t = Temettü ödemesi

Türkiye’de seksenli yıllarda, anonim ortaklıkların sermaye artırımları maksadı ile mevcut ortaklarına rüçhan hakkı kullandırarak, hisse senedi satmaları ve yeniden değer artışına bağlı olarak bedelsiz hisse senedi dağıtmaları, getiri hesaplamalarında

³¹ Sarıkamış, s.163.

³² Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara 2004, s.136.

yukarıdaki formüllerde değişiklik yapma gereğini ortaya çıkarmıştır. Zira, rüçhan hakkı kullanarak pazar fiyatının altında bir fiyatla hisse senedi satın alan bir yatırımcı, diğer getirilere ek olarak, hisse senedinin piyasa fiyatı ile ödediği bedel arasındaki farkı da servetine katmaktadır. Ayrıca, rüçhan hakkının sağladığı gelir ile birlikte bedelsiz hisse senedini de dikkat almak getiri hesaplamak açısından daha doğrudur. Bu durumda hisse senedi getirisi aşağıdaki gibi gösterilebilir.³³

$$R = [(P_t - P_{t-1}) + n_1 P_t + n_2 (P_t - P_0) + D_t] / P_{t-1}$$

n_1 = Bedelsiz hisse senedi sayısı

n_2 = Rüçhan hakkı kullanarak satın alınan hisse senedi sayısı

P_0 = Rüçhan hakkı kullanarak satın alınan hisse senedine ödenen fiyat

Getiri oranı tek bir elde tutma dönemi için ölçülebileceği gibi birden çok dönem içinde ölçülebilir. Birden fazla dönem için tek bir ortalama getiri hesaplamak istendiğinde, her dönem için bulunan getiri oranlarının ortalaması alınması gerekmektedir. Bilinen en basit ortalama alma şekli, serideki değerlerin toplamının serideki eleman sayısına bölünmesidir. Ancak, ortalaması hesaplanacak dönemsel getiriler serisi aşırı uçlu değerler bulunduruyorsa, aritmetik ortalama ile geometrik ortalama arasındaki fark yatırımcının dikkate alması gereken farklı sonuçlar verebilir. Bilindiği gibi aritmetik ortalama her dönem için hesaplanan getiri oranlarının toplanıp dönem sayısına bölünmesi ile bulunur. Geometrik ortalama ise, dönem getirilerinin %100 ilave edilmiş değerlerinin çarpımları toplamının dönem sayısı kadar kökünün alınması ile bulunur.³⁴ Aritmetik ve geometrik ortalama aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{Aritmetik ortalama} = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n} = r_1 + r_2 + r_3 + \dots + r_n / n$$

R_i = Getiri oranı

n = Dönem sayısı

$$\text{Geometrik Ortalama} = n \sqrt{(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)} - 1$$

Geçmişte belli bir dönem için getirisinin hesaplanmasının yanında bir menkul kıymetin belli olasılıklar dahilinde geleceğe ilişkin getirisinin hesaplanması söz konusu olduğunda beklenen getiri kavramı ortaya çıkar. Bir yatırımın beklenen getirisi

³³ Sarıkamış, s.45.

³⁴ Konuralp, s.58.

muhtemel getirilerinin olasılık dağılımının beklenen değeridir. Olasılık dağılımları geçmiş verilere dayanarak göreceli sıklık dağılımı şeklinde verilebileceği gibi, tamamen yatırımcının veya finansal analizcinin geleceğe ait tahminleri şeklinde sübjektif olarak da verilebilir. Buna göre farklı durumlar için olasılıkların birbirinden farklı olması durumunda beklenen getirisi şu şekilde hesaplanır;³⁵

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n P_{ij} R_{ij}$$

$E r = i$ varlığının beklenen getirisi

P_{ij} = i varlığının j durumunda getirisinin gerçekleşmesi olasılığı

r_{ij} = i varlığının j durumunda verilen olasılık dahilinde gerçekleşmesi beklenen getirisi

M = Olasılık içeren durumların sayısı

Menkul kıymetin beklenen getirilerine ilişkin olasılık dağılımlarının eşit olması durumunda ise beklenen getiri şu şekilde hesaplanır;

$$E(R_i) = \frac{\sum_{j=1}^n R_{ij}}{n}$$

Genellikle yatırımcılar kazanç hakkında oldukça bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu sebeple risk türleri ve bu risklerin kaynaklarının neler olduğunun açıklanması, bilinçli yatırım kararlarının alınması yönünden çok büyük önem taşımaktadır. Geleneksel yatırım analizi, ortaya çıkış nedenlerine ve etkilerine bağlı olarak, farklı nitelikte risk çeşitleri ve farklı risk grupları üzerinde durmaktadır. Hisse senedi piyasalarında karşılaşılabilecek riskler aşağıdaki gibidir;

1.5.1. Sistemik Riskler

Sistemik risk, sistemden kaynaklanan risk olup sistemin içindeki tüm menkul kıymetleri etkileyebilen ve kontrol dışı olan risktir. Sistemik risk portföy çeşitlendirilmesi yoluyla azaltılabilir.³⁶ Sistemik risk, bütün katılımcıların, grup olarak

³⁵ J. Elton Edwin, Martin J. Gruber, Stephen J. Brown, ve William N. Goetzmann, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, (8. Ed.), John Wiley&Sons Inc., USA 2003, p. 46

³⁶ Frank Fabozzi ve Franco Modigliani, *Capital Markets Institutions and Instruments*, (2.Baskı), Prentice Hall, New Jersey 1995, s.194.

katlanmaları gereken, piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerden kaynaklanan risktir³⁷

Sistemik risk finansal varlığın dışında ortaya çıkan ekonomik, politik ve sosyal koşulların ortaya koyduğu ve finansal varlığın verimini etkileyen bir tehlikeyi işaret eder.³⁸

Sistemik risk, piyasada işlem gören tüm menkul kıymet fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir. Tahmini kazancın sistemik değişkenliği, hemen hemen bütün hisse senetlerinde değişen oranlarda mevcuttur.³⁹ Pazarın genel durumu ve ekonomik şartlardan dolayı ortaya çıkan bu sistemik riskleri sıralayalım;

1.5.1.1. Pazar Riski

Pazar riski, döviz piyasasında veya mal piyasasında fiyat/değer değişiklikleri, faiz oranlarında değişme ile sahip olunan hisse senedi, emtia ve finansal enstrümanların fiyatlarında meydana gelen değişimlerin yarattığı risk olarak tanımlanabilir. Ekonomide meydana gelen çeşitli etkenlerden dolayı hisse senetlerinin beklenenden az kazanç getirmesi riskidir. Yatırımcıları iyi veya kötü yönde etkileyebilecek birçok etken pazar riskini arttıracak veya azaltacaktır. Yatırımcılarda çeşitli spekülasyon olayları ise paniğe sebep olacak ve pazar fiyatlarında düşmeyle sonuçlanacaktır.⁴⁰

1.5.1.2. Enflasyon (satın alma gücü) Riski

Satın alma gücü riski, yatırım tahsis edilmiş paranın enflasyon etkisiyle satın alma gücünün azalması şeklinde kendini göstermektedir. Satın alma gücündeki azalma, dolaylı olarak sabit para birimi ile hesaplanan finansal varlık verimini azaltmaktadır. Sermaye pazarında her bireyin farklı enflasyon beklentileri olabilir. Ancak önemli olan geçmişte oluşan enflasyon değil yatırım süresince oluşacak enflasyondur. Yatırımlarda vade arttıkça enflasyon risk oranı da artacaktır. Bu sebeple enflasyonist dönemlerde pazara sunulan tahvil gibi menkul kıymetlerin tercih edilmesi için, vadelerinde kısaltma

³⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*, (Çeviren: Nurhan Erkan), Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:60, Ankara 1997, s.12.

³⁸ Sarıkamış, s.176.

³⁹ Hülya Kanalcı Akay, "Hisse Senetleri Piyasalarında Risk Türleri ve İMKB'de Bir Uygulama", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:213, 2003, s.116.

⁴⁰ Murat Atan, *Risk Yönetimi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2002, s.18.

yapma yoluna gidilecektir. Hemen hemen her yatırım alternatifinde enflasyon riski mevcuttur.⁴¹

1.5.1.3. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, faiz oranlarında meydana gelen değişimler sebebiyle finansal araçların değerlerinde ortaya çıkardığı değişimlerin firmaların nakit akımları, bilançolarının aktif ve pasif yapıları üzerinde yarattığı olumsuz etkiler olarak tanımlanabilir. Faiz oranları, piyasalar ve bu piyasalarda işlem gören finansal araçlar arasında dengeyi sağlayan önemli bir değişken durumundadır. Faiz oranlarında meydana gelen dalgalanma ve sürekli değişkenlik bir belirsizlik ortamı oluşturmakta ve bu durum da bankalar ve finansal kuruluşlarının uzun vadeli ve sabit faiz oranlı yükümlülüklerden kaçmalarına neden olmaktadır.⁴²

Yatırım yapılan menkul kıymetin pazar fiyatlarında ve bağlantılı olarak ta verimlerinde; pazar faiz oranında meydana gelen değişiklikler sonucu ortaya çıkan değişimdir. Faizdeki değişimler pazardaki her bir finansal varlığa etkisi olsa da, daha çok tahvil sahiplerinin karşı karşıya olduğu bir risk çeşididir. Artan faiz oranları büyük yatırım fırsatları sunar ve azalan faiz oranları da azalan yatırım fırsatlarını ima eder.⁴³

1.5.1.4. Kur Riski

Kur veya kambiyo riski, ülke parasının değerinin diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi veya bankanın döviz pozisyonunda mevcut yabancı paraların birbirleri arasındaki değerlerinde meydana gelen değişimler sonucu uğranılabilecek zarar olasılığıdır.⁴⁴ Kurlardaki farklılıklarla, değişik ülkelerdeki faizler arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Kurlardaki değişikliğe bağlı olarak yabancı ülkelerde yapılan yatırımların kârlılıkları da farklı olacaktır.

Döviz kurlarını açıklayan başlıca iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, uluslararası işlem yapan tarafların davranışlarını analiz ederek,

⁴¹ Sarıkamış, s.178.

⁴² Atan, s.19.

⁴³ Earl, M.Foster, *Common Stock Investment*, Heath and Company, California 1974, s.36.

⁴⁴ Atan, s.28.

dövizin arz ve talep gücünü araştırır. Diğer yaklaşım ise, faiz ve enflasyon oranı beklentilerini araştırır.⁴⁵

1.5.2. Sistemik Olmayan Riskler

Riskin diğer unsuru olan sistemik olmayan riskler, her işletmenin kendi özellikleriyle ilişkili olarak ortaya çıkan, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla ortadan kaldırılabilen, diğer pazarlardan ve menkul kıymetler pazarını etkileyen etkenlerden etkilenmeyen risklerdir.

Sistemik olmayan riskler daha çok işletmenin kendisiyle alakalı olduğu için işletme sistemik riskleri ve sistemik olmayan riskleri iyi belirlemeli ve sistemik olmayan risklere karşı tedbirlerini almalıdır. Şimdi bu sistemik olmayan riskleri sıralayalım;

1.5.2.1. Finansal Risk

Finansal risk; işletmenin borç ödeme gücünde meydana gelen negatif değişim olarak ortaya çıkar. Buradaki risk işletmenin faaliyetlerini yürütürken öz kaynakları mı, yoksa dışarıdan kaynakları mı tercih etmesiyle ilgilidir. Borçlanma, diğer bir deyimle kaldiraştan yararlanma firmanın öz varlık verimliliğine önemli etkide bulunur. Bu etki toplam borçların öz varlığa veya toplam borçların toplam aktiflere olan oranındaki artışa paralel olarak artar. Ancak, yüksek borçlanma sonucu, faiz giderleri nedeni ile sabit giderleri yükselen firmanın kârlılık başa baş noktası yukarıya doğru çekilir. Satış gelirinde, konjoktürel dalgalanmalar nedeniyle veya sektörün yahut firmanın kendi özel nedenleri ile ortaya çıkan düşmeler, firmanın kârını olumsuz yönde şiddetle etkileyerek, kâr payını ya ortadan kaldırır yada büyük oranda düşürür. Bu olumsuzluk faiz ve ana para ödemelerini de tehlikeye sokabilir.⁴⁶

1.5.2.2. Faaliyet Riski

Bu risk firmanın aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifleri içinde sabit aktiflerin payı büyük olan bir firmada faaliyet riski yüksektir. Zira yüksek sabit

⁴⁵ Saniye Gümüşeli, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara 1994, s.83.

⁴⁶ Sarıkamış, s.180.

aktif/toplam aktif oranı, maliyetlerin oluşumunda sabit maliyetlerin değişken maliyetlere göre payını artırır ve firmanın kârlılık başabaş noktasını yukarı çeker. Diğer bir ifadeyle sabit giderler ile toplam giderler arasındaki oranın, yani firmanın faaliyet kaldırıcının yüksek olmasına neden olur. Bu durum ise firma satışlarında küçük değişmelerden bile etkilenen hassas bir kârlılık yapısı oluşturur.⁴⁷

1.5.2.3. Yönetim Riski

Yönetim riski; işletme sahiplerinin veya yöneticilerinin aldığı kararların, uyguladığı politikaların sonucunda ortaya çıkan hataların finansal varlıklar üzerindeki etkisinden kaynaklanan risktir. Günümüzde işletmeler firma değerini arttırmak ve yönetim riskini minimize edebilmek etmek için profesyonel yöneticilerle çalışmaktadır. Hisse senedinin taşıdığı yönetim riskinin derecesini belirleyebilmek için ilgili ortaklığın yönetimini değerlendirmek gerekir. Ancak yönetimin değerlendirmesi için bir formül olmadığı gibi, herkes tarafından benimsenmiş bir yöntemde mevcut değildir.⁴⁸

1.5.2.4. Sektör Riski

Bir sektörde, ekonomik, sosyal ve davranışsal değişmeler sonucu o sektörde çalışan tüm firmalar olumsuz etkilenebilir. Bunun nedenleri arasında; yönetim hataları, mal üzerindeki yada hizmetindeki aksaklıklar, iş kolundaki grevler, hammadde sağlanmasındaki güçlükler, tüketiciye ulaşmasındaki istenmeyen durumlar, rekabet nedeniyle satışların azalması gibi etkenler sayılabilir. Bu değişmeler firmaların kârlarını dolayısıyla finansal varlıkların pazar fiyatlarını düşürücü rol oynayabilir. Bu tür olumsuz değişmelere açık bir sektörde verim değişkenliği ve dolayısıyla sektör riski yükselecektir. Sektör riski, o sektördeki firmalar için sistematik riski oluştururken tüm sektörler göz önüne alındığında sistematik olmayan bir risk türüdür.⁴⁹

⁴⁷ Sarıkamış, ss177–181.

⁴⁸ Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım, 7.Baskı, 1998, ss.867-868.

⁴⁹ Fatma Mumcu, *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2005, s.19.

1.5.3. Diğer Riskler

1.5.3.1. Kredi Riski

Finansal bir işleme taraf olan her kişi ya da kurum karşı tarafın yükümlü olduğu ödemeleri yerine getirememesi riski olarak tanımlanabilecek kredi riski, başta bankalar olmak üzere finansal şirketler ile endüstriyel şirketleri ve devletleri de kapsayan kredi sağlayıcıların karşı karşıya olduğu bir risktir.⁵⁰

Kredi, riski şirketin alacaklı olduğu taraflardan birinin ödeyemezlik durumuna düşmesi halinde karşılaşılan risktir. Risk yöneticisi kredi riski ölçüm yöntemlerini tam olarak belirlemelidir. Çoğu şirket, türev araçlardan ortaya çıkan kredi risklerini toplam cari pozisyon netleştirme maliyetine ek olarak piyasa hareketlerine göre şirketin potansiyel durumunu ve buna göre eklenen ek bir maliyeti hesaba alarak belirler.⁵¹

Oranlar ile ölçülebilen kredi riskini azaltabilmek amacıyla çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Örneğin; kredi kullanan veya taraf olan üçüncü bir kişiden teminatlar alınır. Bu teminatlar maddi teminatlar olabileceği gibi kefaletler şeklinde de olabilir. Risk tutarının küçültülmesi veya riskin çeşitlendirilmesi ikinci bir yoldur. Aynı miktar fonu tek veya birkaç kişi yerine çok daha fazla kişiye kullandırarak kredi müşteri üzerindeki risk azaltılır. Bankanın verebileceği kredilere bir üst sınır getirmek, yasal mevzuatlar ile izlenebilecek kredi politikalarının belirlenmesi de başka bir yoldur.⁵²

1.5.3.2. Likidite Riski

Likidite riski belli bir dönemde elde edilecek nakit giriş ve çıkışlarının dengeli götürülememesi riskidir. Likidite riski hem bireyler hem de işletmeler için çok önemlidir. Çünkü nakit giriş-çıkışların dengeli olmaması bazı yükümlülüklerin karşılanamamasını gündeme getirmektedir.⁵³

Likidite riski, eldeki menkul kıymetin istenildiğinde nakde çevrilememesini ya da nakde çevrilirken fiyat kırma, satış komisyonu ödeme gibi bazı zorluklarla

⁵⁰ Dilek Kavlak, *Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003, s.3.

⁵¹ Ali Çetin Dönmez, Yaman Başaran, Güzin Doğru, Mustafa Yılmaz, *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İMKB Yayınları, İstanbul 2002, s.13.

⁵² Atan, s.17

⁵³ İstanbul Ticaret Odası, *Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*, İTO Yayın No:2006–19, İstanbul 2006, s.16.

karşılaşılması nedeniyle cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade etmektedir. Kurumların türev enstrümanları kullanmaları halinde ortaya çıkabilecek iki tür likidite riski bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla, piyasa likidite riski ve faaliyetlere ilişkin fonlama riskidir. İlk risk türü yetersiz piyasa derinliği ya da piyasadaki aksama nedeniyle kurumun önceki veya yakın piyasa fiyatında belirli bir pozisyonu karşılayamadığı ya da kolay bir şekilde karşılayamadığı risk türüdür. Fonlamaya ilişkin likidite riski ise, kurumun takas günü yada marj talebi halinde ödeme yükümlülüğünü karşılayamayacağı riski ifade etmektedir.⁵⁴

1.5.3.3. Hukuki Risk

Hukuki risk, bir sözleşmenin yasal olarak uygulanamamasından kaynaklanan zarar riskidir. Bu risk belgelerle ispatın mümkün olmadığı ve karşı tarafın yetkisinin yetersiz olduğu veya mevzuatın yeterince açık ve yönlendirici olmadığı durumları da kapsamaktadır.⁵⁵

1.5.3.4. Operasyon Riski

Operasyon riski, iç kontrol sisteminde ya da bilgi sistemlerinde gözlenen yetersizliklerden kaynaklanan beklenmedik kayıpları ifade etmektedir. Bu riske insan hataları, sistem başarısızlıkları, yetersiz prosedürler ve kontroller neden olur. Türev enstrümanların ödeme yapılarının ve değerlerinin hesaplanmasının karmaşıklığı nedeniyle bu risk türünü arttırabileceği ileri sürülmektedir. Operasyon riskini insanların, sistemlerin ya da dış olayların iç süreçlerdeki başarısızlık veya yetersizliklerinin doğurduğu doğrudan ya da dolaylı kayıpları olarak tanımlamak da mümkündür. Bu risk türü zaman zaman yönetim hatalarından doğmaktadır.⁵⁶

Tüm bu riskler içinde operasyonel risk ölçümü ve yönetimi için geliştirilen teknikler açısından en gelişmemiş risk türüdür. Geniş anlamda bakıldığında operasyonel risk kurumun faaliyet sürecinde yaşanabilecek hemen hemen tüm aksaklıkları kapsamaktadır. Bu aksaklıklar sistem yetersizlikleri, sistem hataları, personelin hatalı işlemleri, personel yolsuzlukları, hatalı muhasebe kayıtları gibi kurum içi faktörlerin

⁵⁴ Yücel Ayriçay, “Finansal Türev Piyasalardaki Riskler”, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:17, 2002, s.62.

⁵⁵ Funda Uyar, *Türev Araçların İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasaların Düzenlenmesi*, SPK Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 2004, s.5.

⁵⁶ Ayriçay, s.56.

yanı sıra; terörist saldırılar, doğal afetler, yasal düzenleme değişiklikleri ve düzenleyici otoritelerin değişen uygulamaları gibi çok sayıda kurum dışı faktörden de kaynaklanabilmektedir. Operasyonel risklere neden olabilecek olaylarda görülen bu çeşitlilik riskin tanımlanmasını güçleştirmektedir.⁵⁷

1.6. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

1.6.1. Temel Analiz

Temel analiz kısaca, halka açıklanan bilgilerden yararlanılarak, bir işletmenin değerinin araştırılmasıdır. Yani firma ile ilgili halka açıklanan tüm bilgi, finansal tablo ve değerlendirmelere dayanmaktadır. Bireylerin ve kurumların hisse senedi alımındaki asıl amaçları gelecekte temettü ve sermaye kazancı elde etme beklentisidir. Zaman içerisinde dağıtılabilecek olan temettü miktarları ve hisse senetlerine ilişkin diğer bilgiler iyi tahmin edilebilirse, hangi hisse senedinin hangi zamanda alınması yada satılması gerektiği de belirlenebilir. Hisse senedi yatırımlarının performansını etkileyen ekonomik, sektörel ve firma ile ilgili unsurları dikkate alarak, hisse senedinin gerçek değerini bulmaya ve bulunan gerçek değeri piyasa fiyatları ile karşılaştırarak alım-satım kararını vermeye yarayan analiz yöntemi "Temel Analiz" olarak adlandırılır. Temel analiz, hisse senedinin gerçek değerini bulmak amacı ile yapılır. Temel analize göre, hisse senedinin piyasa fiyatı gerçek değerinin altında olduğunda alış, üstünde olduğunda ise satış kararı verilir.⁵⁸

Amerika'da yapılan bir araştırmaya göre temel analizde kullanılan veriler önem sırasına göre şu şekilde sıralanmıştır:⁵⁹

- Sektörde yaşanan son gelişmeler ve sektörel beklentiler
- İşletmenin yıllık kârı
- İşletmenin piyasadaki pazar payı
- İşletmenin maruz kaldığı riskler
- İşletmeyi etkileyen son gelişmeler
- İşletmenin mali tabloları ve finansal durumu

⁵⁷ Evrim Can, *Operasyonel Risk ve Yönetimi*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003, s.3.

⁵⁸ Karan, s.439.

⁵⁹ Aydın Uyar, *Hisse Senedi Yatırımcılar İçin Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri*, Beta Basım Yayın, İstanbul 2001, s.5

- İşletmenin amaçları ve politikaları
- İşletmenin borsadaki performansı hakkında tahminler
- Hisse senetlerinin borsadaki performansı
- Makroekonomik beklentiler
- Profesyonel analistlerin yorumu

Temel analiz ekonomi, endüstri ve firma analizi olarak üç aşamalı bir analizdir. Ekonominin farklı dönemlerde gösterdiği eğilimlerin belirlenmesi, çeşitli sektörlerin bu gelişmelerden nasıl etkilenecekleri ve buna bağlı olarak işletmelerin gelecekteki nakit akımlarının tahmini yapılır. Gerçek değer hesaplanmasında temel varsayım firmaların gelecekte sağlayacakları nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi esasına dayanmaktadır.

1.6.1.1. Ekonomik Analiz

Temel analizin ilk adımı, şirketin faaliyet gösterdiği ekonomik koşulların analizidir. Ekonomik analize makro baz da ele alınacak olan çerçevenin oluşturulması ile başlanır. Ülke ekonomisinde canlılığın olması şirketlerin kapasite kullanım oranlarını, kârlılığı ve verimliliği dolayısıyla, hisse senetlerinin de değerini arttırmaktadır. Bu durumda hisse senedine yapılan yatırımlar rasyoneldir. Aksi gelişmeler ise hisse senetlerinin değerlerini olumsuz etkilemektedir. Ekonomide durgunluk ve gerileme hisse senedi fiyatlarının düşmesine yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları menkul kıymetlerin azalmasına neden olmaktadır.⁶⁰

Ekonomi analizinde kullanılan göstergeler gayri safi milli hasıla, faiz ve enflasyon oranları, para arzı, döviz kurlarındaki değişim, altın fiyatları, kamu harcamaları, ödemeler dengesi, gecelik faiz oranları, işsizlik oranları, yatırımlar ve özelleştirme politikalarıdır. Bu göstergelerden bazıları öncü, bazıları eş zamanlı, bazıları ise gecikmeli olarak bilgiler verir. Öncü göstergeler, ekonomide canlanma yada durgunluk olmadan önce, bunların meydana geleceğine ilişkin ip uçları verir. Bu göstergelere, para arzı, ödemeler dengesi, kamu harcamaları ve yeni kurulan firma sayısı örnek olarak verilebilir. Eş zamanlı göstergeler, ekonomik canlanma ve durgunlukla aynı anda, değişime uğrayan göstergelerdir. Örneğin, gayri safi milli hasıla

⁶⁰ Sudi Apak ve Engin Demirel, *Finansal Yönetim: Sermaye Piyasaları*, Papatya Yayıncılık, İstanbul 2009, s.177.

ve toptan eşya fiyatları endeksi, eş zamanlı göstergelerdir. Gecikmeli göstergeler ise, dönemlik hareketlerden sonra değişime uğrayan, bankalarca uygulanan temel faiz oranları, ortalama istihdam süresi ve firmaların borçlanma oranları gibi göstergelerdir.⁶¹

1.6.1.2. Sektör Analizi

Genel ekonomik analizlerin ardından yatırım yapılması düşünülen sektörlerle ilişkin analizler yapılır. Bu analizlerin yapılmasından maksat, hangi sektörün veya sektörlerin kârlı olduğunun belirlenmesidir. Sektör seçiminde dikkate alınması gereken temel konular, özelleştirme, savaş tehdidi, konjonktürel dalgalanmalar yeniden yapılanma süreci, dış ticaret uygulamalarında beklenen değişimler gibi konulardır.

Endüstriler, genel ekonomik durumdan değişik biçimlerde etkilenirler. Bazı sektörler ekonomik büyüme oranı ile aynı hızda, bazıları ekonomik büyüme oranından daha hızlı ya da daha yavaş büyüme gösterirler. Bir işletmenin büyümesi de büyük ölçüde içinde bulunduğu endüstri kolunun büyümesine bağlı ve paraleldir. Endüstriler ekonomik dalgalanmalardan etkilenme derecelerine göre üç grupta incelenir:⁶²

-Büyüyen Endüstriler: Bilgisayar, elektronik, telekomünikasyon gibi teknolojik gelişme ve icatların yoğun olduğu endüstrilerdir. Bu tür endüstriler ekonomik konjonktürden etkilenmeksizin sürekli büyüyen iş kollarıdır.

-Dönemsellik Gösteren Sektörler: Ekonomik konjonktüre paralel olarak dalgalanma gösteren endüstrilerdir. Bu tip sektörlerle yatırım yapmak ekonomik gelişme dönemlerinde kârlı; durgunluk dönemlerinde ise riskli olabilir turizm sektörü gibi...

-Savunmacı Sektörler: Ekonomik konjonktürden etkilenmeyen ya da çok az etkilenen endüstrilerdir. Gıda, ilaç gibi sektörler bu gruba örnek olarak verilebilir. Bu gruba ait hisse senetlerine yatırım yapmanın riskinin az olduğu söylenebilir.

1.6.1.3. Firma Analizi

Şirket analizlerinin yapılmasındaki temel faktörler, şirketin geçmiş dönemlerdeki performansları ve mevcut döneme ait verileri incelenerek gelecek hakkında tahminlerde bulunmaktır. Böylece söz konusu şirketin hisse senetlerine yatırım yapılıp yapılmayacağı kararı daha sağlıklı bir şekilde verilecektir. İlk olarak

⁶¹ Ferhat Özçam, *Teknik Analiz ve İMKB*, SPK Yayın No:32, Ankara 1996, s.11.

⁶² Süleyman Yükçü, *Finansal Yönetim (Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğine Göre)*, Vizyon Yayıncılık, İzmir 1999.

şirketin zayıf ve güçlü yönleri ile rekabet gücünün belirlenmesi konusunda yatırımcılara bilgi sağlayan SWOT analizi yapılması gerekir. Bu analiz ile güçlü ve zayıf yönler detaylı olarak ortaya konularak sonuca ulaşılmaya çalışılmaktadır. Bu aşamada şirketle ilgili tüm bilgiler araştırılır. Firma analizinin ikinci aşamasında finansal analiz yapılır. Finansal analiz aşamasında işletmenin tüm finansal tabloları incelenir.⁶³

1.6.2. Teknik Analiz

Teknik analiz, tüm verilerin bir kenara bırakılarak, fiyat, hacim ve açık pozisyonlar gibi geçmiş piyasa verilerinin değerlendirilerek gelecek fiyat hareketlerinin önceden tahmin edilmesi tekniğidir. Teknik analiz açısından şirket bilançolarında neler olduğu, sektörel bazda neler değiştiği ya da ekonomik verilerin ne yöne gittiği önemli değildir. Teknik analistin tüm dikkati fiyatlara, daha doğru bir deyişle, senedin arz ve talebi üzerine odaklanmıştır. Firmanın değil, senedin performansı önemlidir. Her ne kadar algılanış biçimi falcılıkla karıştırılarak sonuçlarına bir çeşit kehanetmiş gibi bakılıyor olsa da, teknik analiz asla olacak olanı söyleme iddiasında olmamıştır. Doğrudan insan psikolojisi üzerine kurulu olan teknik analizin amacı, yatırımcıların hangi durumlar karşısında hangi hataları tekrarlama eğiliminde olduklarını bulabilmektir. Teknik analiz, daha çok, alımdan sonraki birkaç gün veya hafta içinde kazanmayı amaçlayan spekülörler tarafından tercih edilir. Bu kişiler dışında uzun vadeli yatırımcılar da teknik analizi, temel analize ek olarak zamanlama için kullanırlar. Spekülörler aslında borsanın denge unsurudur. Denge fiyatından sapan fiyat, aşırı yükselince satıp daha yükselmesini, aşırı düşünce de alıp daha da düşmesini önlerler. Teknik analiz için kullanılan en yaygın analiz aracı grafiklerdir. Teknik analizci, bu alanda geliştirilen birçok analitik ve matematiksel yöntemlerle bir hisse senedine ya da piyasaya ait bu grafikler vasıtasıyla fiyatların trendine ve bu trendin geleceğine ilişkin tahminlerde bulunur.⁶⁴

Teknik analiz yönteminin varsayımları şunlardır:⁶⁵

- Hisse senedi fiyatı arz ve talebe göre belirlenir.
- Psikolojik faktörler de hisse senedi fiyatlarında etkilidir.

⁶³ Karan, s.464.

⁶⁴ Karan, s.503.

⁶⁵ Kazım Kılınç, *200 Soruda A'dan Z'ye Borsa*, (3.Baskı), Alfa Basım Dağıtım, İstanbul 1995, s.257.

-Periyodik olarak gerçekleşen küçük dalgalanmalar dikkate alınmazsa hisse senetleri fiyatları uzun yıllar aynı trendleri izlerler.

-Fiyat hareketleri zaman içinde tekrarlanma eğilimi gösterirler.

Teknik analiz yaklaşımları arasında en çok bilinen Dow teorisi'dir. Charles Dow tarafından 19. yüzyılın sonlarında geliştirilen Dow teorisine göre piyasada üç temel trend vardır. Bunlar birincil (ana) trend, ikincil (tali) trend, kısa vadeli trenddir. Wall Street Journal'ın ilk editörü olan Charles Dow'un düşünceleri modern teknik analiz temellidir. Bu düşüncelerin temelinde 3 ana fikir yatmaktadır.⁶⁶

- 1) Fiyatlar piyasadaki güçlerin kapsamlı bir yansımasıdır. Verilen herhangi bir zamandaki tüm piyasa bilgileri ve piyasadaki güçler, fiyatlara yansır.
- 2) Fiyatlar bir trend izleyerek hareket ettiği için bu şekilde tanımlanabilirler ve kazanç fırsatlarına dönüştürülebilirler.
- 3) Fiyat hareketleri zaman içinde kendini tekrarlar.

Birincil trend, 1 yıldan daha uzun bir süre genelde 4-5 yıl piyasada fiyatların aynı yönde eğilim gösterdiğini varsaymaktadır. Fiyatların daha önceki tepe noktalarını geçerek yükselmeye devam etmeleri durumunda yükselen (boğa) piyasalar, fiyatların bir önceki tepe noktasının altında kalması durumunda ise düşen (ayı) piyasalar oluşur. İkincil trendlerin süreleri ise 3 hafta ve 3 ay arasında değişmektedir. İkincil trendler birleşerek birincil trendleri oluşturan orta vadeli dalgalanmalardır. Kısa vadeli trendler ise spekülörlerin davranışları sonucu oluşan, birincil ve ikincil trendleri oluşturan günlük dalgalanmalardır ve tahminlerde kullanılmazlar. Teknik analizde, piyasadaki çeşitli kesimlerin fiyatları belirlemesi sebebiyle, beklentilere de önem verilir.⁶⁷

Hisse senedi piyasasında sıkça duyulan "boğa" ve "ayı" piyasası terimleri, piyasadaki çeşitli kesimlerin gelecek hakkındaki beklentilerinin yönünü belirtir. Bu iki terim, Londra Borsası'nda 18. yüzyıl başlarında da kullanılıyordu. "Boğa piyasası" (bull market) terimi, gelecek hakkındaki iyimserliği belirtir. "Ayı piyasası" (bear market) terimi ise, piyasanın genel olarak gelecek hakkında karamsar olduğunu ve düşüş beklendiğini belirtir.

⁶⁶ Çetin Başarı, *Fiyat / Kazanç Oranı: İMKB'de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu 2005, s.35.

⁶⁷ Gacar, s.63.

1.6.3. Etkin Piyasa Hipotezi

Etkin Piyasa Hipotezi (EPH) kısaca piyasalarda var olan fiyatların her türlü bilgiyi içerdiğini, dolayısıyla bu bilgileri kullanarak normal üstü bir getiri sağlamanın olanaksız olduğunu söyler. EPH, fiyatı belirleyenlerden hiçbirinin bireysel olarak fiyatları etkileyemeyeceği çoklukta alıcı ve satıcı olduğu varsayımı ile işlemcilerin tüm ulaşılabilir bilgilere aynı anda ve simetrik olarak benzer maliyetlerle ulaşabildiğini ve işlem maliyetlerinin de son derece düşük olduğunu varsayar.⁶⁸

Yapılan teorik çalışmalarda, hisse senedi fiyatlarının geçmişteki fiyatlarla ilişkisi olmadığı, hisse senedi fiyatlarının ekonomi, sektör ve ortaklıklarla ilgili bütün bilgileri yansıttığı, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının rassal olarak hareket ettiği ileri sürülmüştür. Bundan dolayı, başlangıçta rassal yürüyüş teorisi olarak adlandırılmış, fakat daha sonradan bu teori geliştirilerek Etkin Piyasalar Hipotezi olarak ifade edilmiştir.

EPH, temel ve teknik yaklaşımların geçersiz olduğunu ileri sürmektedir. Başka bir deyişle, piyasadaki hisse senetlerinin fiyatları tesadüfen oluşmakta olup, geçmiş fiyat hareketleri, bir sonraki fiyat hareketlerini etkilememektedir. Hisse senedi fiyatları gerçek değeri yansıtacağından, piyasada yanlış fiyatlanmış hisse senedi bulunmayacaktır. Ayrıca, etkin piyasalar teorisine göre piyasaya yeni bilgiler geldikçe, fiyatlar bu yeni bilgiler ışığında değişecektir.⁶⁹

Etkin Pazar Teorisinin varsayımları şunlardır;⁷⁰

1. Pazarda, tüm katılımcılar elde edilebilir tüm bilgilere maliyetsiz olarak erişebilirler.
2. Pazarda herhangi bir işlem maliyeti yoktur ve vergi sistemi (pazarla ilgili olan) herkese tarafsızdır, yansızdır.
3. Pazarda pek çok alıcı ve satıcı vardır ve bunlardan hiçbirisi piyasayı etkileyebilecek bir paya sahip değildir.
4. Katılımcılar rasyonel kişilerdir ve seçimlerindeki temel güdü, yüksek getiri düşük risktir.

⁶⁸ Tankut Taner Çelik ve Oktay Taş, “Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları”, *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 2007, s.13

⁶⁹ Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, p.387.

⁷⁰ Murat Kıyılar, *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi*, SPK Yayınları No:86, Ankara1997, ss.9-10.

5. Tüm finansal varlıklar bölünebilir niteliktedir.

Fama (1970)⁷¹, sermaye piyasalarının etkinliği hakkındaki yazısında fiyatların piyasada yansımaları derecesinin ölçülmesi bakımından piyasa etkinliği testlerini 3 gruba ayırmaktadır.

Zayıf etkinlik: Piyasada geçmiş fiyat hareketleri kullanılarak normalüstü bir getiri elde edilemiyorsa, zayıf formda etkin bir piyasa söz konusudur.

Yarı güçlü etkinlik: Piyasalarda geçmiş fiyat bilgilerine ek olarak mali tablolar, temettü ödemeleri ve şirketlerin birleşme, devir, F/K (fiyat/ kazanç) oranlarına ilişkin bilgilerin yanında, politik ve makro ekonomik olaylara yönelik bilgilerin tümü piyasaya yansiyorsa, o piyasa yarı güçlü formda etkin piyasa olarak adlandırılır.

Güçlü etkinlik: Tüm bilgilerin fiyatlara yansımış olduğu piyasalar güçlü formda etkin piyasalar olarak ele alınmaktadır.

1.6.4. Davranışsal Modeller

Etkin piyasalar hipotezi 1970’lerde akademik çevrelerde finansal piyasaları açıklamada genel kabul görse de beklenen fayda ve rasyonel birey varsayımları nedeniyle eleştiriler almaya başlamıştır. 1980’lere gelindiğinde ise hipotez bir bütün halinde sorgulanır oldu. Etkin piyasalar hipotezinin eleştirilmeye başlanması davranışsal finansın başlangıcı olarak kabul edilebilmektedir. Davranışsal finans modelleri, diğer hisse senedi fiyat tespit yöntem yada modellerinden farklı olarak, hisse senedi fiyatlarının oluşumunda insanların içinde bulunduğu psikolojik yapının etkili olduğu üzerine kuruludur. Yapılan araştırmalar sonucu elde edilen bulgular varlık fiyatlarında psikolojik ve duygusal faktörlerin etkili olduğunu göstermiştir. Hisse senedi piyasasında rasyonel hareket etmeyen yatırımcıların bulunması, psikolojik ve duygusal faktörlerin rasyonel karar alma sürecinde etkili oluşu hisse piyasalarını etkin olmaktan uzaklaştırmaktadır.⁷²

Davranışsal finans modelleri, piyasaların etkin olmadığı, etkin piyasalar hipotezinin geçerliliğini yitirdiği üzerine kuruludur. Yani davranışsal finans modellerine göre finans piyasaları etkin değildir ve bilgisel piyasa etkinliğinden sapmalar mevcuttur.

⁷¹ Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, pp.383-417.

⁷² Osman Barak, *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, , Ankara 2006, s.64

Bunun en bariz örneği geçmiş yıllarda finans literatüründe gözlemlenen anomalilerdir. Bu anormallikler, rasyonel davranışın, etkin piyasalar hipotezinin altını çizen önemli prensiplerinin tamamen doğru olmadığını ve diğer sosyal bilimlerde olduğu gibi insan davranışlarına ilişkin her bir olayın birden fazla açıklamasının mümkün olabileceği üzerine kuruludur.⁷³

Barak (2008)⁷⁴ çalışmasında, literatürde, yaygın iki anomali üzerinde durmaktadır. Bunlar, hisse senetlerindeki, bazı haberlere karşı, eksik-yetersiz reaksiyon durumu ve birbirini takip eden iyi ya da kötü haberler sonucu oluşan aşırı reaksiyon durumu anomalisidir. Eksik-yetersiz reaksiyon bulguları, yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi yada haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durumda, yeni haberler, fiyatlara yavaş etki ederek olumlu bir otokorelasyon oluşturmaktadırlar. Aşırı tepki-reaksiyon anomalisinde ise hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye neden olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip senetlerin, yüksek değerlenmesine neden olmakta, takip eden yıllarda ise ortalama kârın düşmesine yol açmaktadır.⁷⁵

1.7. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ

1.7.1. Dönemsel Gelir Yöntemi⁷⁶

Bu yöntemle hisse senedi değerlendirme, gelecekte ortaya çıkacak dönemsel gelirlerin belirli bir iskonto oranıyla iskontolama işlemidir. Fakat kullanılan gelir, dönemsel toplam net gelir olmayıp, ortaklığın kazanç gücünü devam ettirmek için gerekli yenileme yatırımlarına yeter fon düşüldükten sonra kalan gelir dilimidir. Ortaklığın faizlerden önce ve bütün giderlerden sonraki toplam beklenen gelirini (E_t), yenileme yatırımları toplamını (I_t) ile iskonto oranına da (r) ile gösterirsek, ortaklığın toplam değeri (V_t):

⁷³ Robert J. Shiller, "Human Behavior and the Efficiency of Financial System", *NBER Working Paper*, No: 6375, 1998, p.1-3

⁷⁴ Barak, 2006.

⁷⁵ Osman Barak, "İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 2008, s.209.

⁷⁶ Sarıkamış, s.230.

$$V_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+r)^t}$$

(V_t) ortaklığın toplam değeri olduğuna göre, bu değerden toplam borçlar (L_t) düşülerek toplam özvarlık değeri bulunur. Ortaklığın pay senedi sayısı (N) ise hisse senedinin gerçek değeri (v_t)

$$v_t = \frac{V_t - L_t}{N}$$

1.7.2. Fiyat / Kazanç Oranı Modeli

Hisse senedi değerlemesinde basitliği nedeniyle en çok kullanılan yöntemlerden bir tanesidir. Bu yöntem hisse senedi değeri ile hisse başına düşen net kâr değeri arasındaki ilişkiyi inceler. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı yaklaşımında kâr paylarının olağan kalacağı veya olağan aralıklarda artacağı varsayımına dayanılır. F/K oranı, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır. Fiyat/Kazanç oranı bir şirket hissesinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına elde edilen net kâr miktarına (veya şirket piyasa kapitalizasyon değerinin şirketin vergi sonrası net kârına) oranıdır. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin kendi oranı ve/veya benzer şirketlerin ortalaması ile şirket hisselerinin nominal değeri çarpılarak şirket değerine ulaşılır. Fiyat kazanç oranı, hisse senedi fiyatının hisse başına kazanç oranlanmasıyla bulunur, F/K yönteminde hisse senedi değeri şöyle hesaplanmaktadır:⁷⁷

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kâr}$$

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı} * \text{Şirket Net Kârı}$$

F/K oranının yatırımcılar tarafından çok kullanılan bir değerlendirme yöntemi olmasının temel sebepleri aşağıdaki gibidir:⁷⁸

- Bu yöntem kullanıldığında, geleneksel yöntemlerde varsayımı ya da hesabı yapılan risk, büyüme oranı ve temettü ödeme oranı gibi bir takım verileri kullanmaya gerek kalmamaktadır.

- Çok basit bir istatistiki veridir.

⁷⁷ Ceylan ve Korkmaz, 2000, s.156.

⁷⁸ Karan, s.362.

- Mukayese yapmak basittir.
- Risk ve büyüme gibi verileri yansıtır.

1.7.3. Kâr Kapitalizasyonu Yoluyla Değerleme⁷⁹

Şirketler genellikle kârın hepsini temettü olarak dağıtmazlar. Dağıtılmayan karlar işletme içinde birikerek, hissedarlara ait olan şirket öz varlığını artırmaktadır. Başka bir ifade ile belirli bir dönemdeki net firma kârı, yapılan temettü dağıtımı ile firma mal varlığına eklenen kısmın toplamını ifade etmektedir. Hisse senetlerinde temettü üzerinden yapılan değerlendirme yerine, hisse başına kâr üzerinden değerlendirme yapıldığı takdirde, daha doğru sonuca ulaşılabacaktır.

$$BD = \sum \frac{d(1+b)^n k_0}{r}$$

Burada;

n = Zaman,

k₀ = Dönem başındaki firma net kârını,

b = Firma net kârındaki beklenen artışı,

d = Temettü dağıtım oranını,

r = Piyasa iskonto faiz oranını, ifade etmektedir.

Yukarıda verilen bugünkü değer formülü, hisse senedinin gerçek değerinin ya da olması gereken piyasa fiyatının hesaplanmasında kullanılabilecek en uygun yöntemi ifade etmekle birlikte, ona bir özelliğin daha eklenmesi yararlı olacaktır. Bu özellik, firmaların ortaklara dağıtmayarak firma bünyesinde alıkoydukları fonları, daha kârlı yatırımlarda kullanacakları varsayımına dayanır. Dolayısıyla net kârdaki büyüme oranı, yukarıdaki formülde varsayıldığı gibi sabit değil, dağıtılmayan kâr miktarına bağlı olarak artan oranlı olacaktır

$$BD = \frac{d(1+b)k_0}{f - v(1-d)}$$

burada;

v = Net firma kârındaki büyümenin artış oranını ifade etmektedir

⁷⁹ Didem Halabak, *Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2006, s.63.

1.7.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Modeli

Piyasa değeri / defter değeri oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespiti amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Bu katsayının özellikle yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin nedeni, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırarak hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirildiği veya ucuz kaldığını ortaya koymasıdır. Bu yöntemin uygulanışında, hisse senedinin gerçek değeri hesaplanırken önce işletme ile aynı sektörde aynı risk düzeyi ile çalışan ve hisse senetleri ikincil piyasada alınıp satılan işletmelerden bir portföy oluşturulur. Bu işletmelerin ortalama piyasa değeri ile defter değerleri arasında katsayı ile ifade edilen oran hesaplanır. Son aşamada ilgili hisse senedinin hesaplama dönemindeki defter değeri ile daha önce bulunmuş uygun piyasa değeri / defter değeri oranı çarpılarak gerçek değer bulunur.⁸⁰

1.7.5. Fiyat/Satış Oranı

Fiyat/Satış oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının son oniki aylık hisse başına net satışı değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu oran da F/K oranı gibi muhasebe verilerinden kolayca elde edilebilmektedir. Firmanın bilanço ve gelir tablosundaki diğer verilere göre satış hasılatı verisinin, manipülasyona daha az uğradığı düşünülebilir. Bunun yanı sıra, satışlar üzerinden hesaplanan çarpan; dividend, gelir ya da kâr üzerinden hesaplanan çarpanlara göre daha volaliteye sahiptir. Dolayısıyla devamlı bir satış artışı firmanın büyüdüğünün iyi bir göstergesidir. Ancak değerlemede satışların temel alınmasının dezavantajlarından birisi, satışlarında önemli artışlar olmasına rağmen önemli miktarlarda zarar eden firma için yüksek firma değeri hesaplanabilmesidir. Bu yöntemin diğer bir sakıncası ise, firmaların yalnızca satışlarına göre karşılaştırılması firmaların maliyet yapıları ve kâr marjları gibi diğer bazı önemli değişkenlerin ihmal edilmesi sonucunu doğurmasıdır.⁸¹

⁸⁰ Ercan ve Ban, s.125.

⁸¹ Konuralp, s.222.

1.7.6. Regresyon Modeli

İstatistiksel tahmin teknikleri ile, hisse senetlerinin değeri üzerinde etkili olan faktörleri özellikle bağımlı-bağımsız değişken ilişkiler içinde bağlantı kurarak veri sağlamaya yönelik biçimde kullanılmaktadır. Bu yöntemde hisse senedi fiyatı ya da fiyat/hisse başına net kâr oranı bağımlı değişken; bu fiyatı etkileyen kârlar, bir önceki dönem fiyatları, cari faiz oranı para arzı gibi değişkenler bağımsız değişken olarak ele alınıp bunların beklenen değerleri karşısında hisse senetlerinin gerçek değeri hesaplanır. Bu yöntemde kullanılan regresyon modeli aşağıdaki gibi oluşturulabilir:⁸²

$$Y = C + \hat{a}_1X_1 + \hat{a}_2X_2 + \dots + \hat{a}_nX_n$$

Denklem'de Y bağımlı değişken olan hisse senedi fiyatını, $X_1, X_2, \dots, X_n$ şeklinde gösterilen N adet bağımsız değişken ise hisse başına kâr, hisse başına temettü, bir önceki dönemin hisse senedi fiyatı, piyasa faiz oranı, para arzı ve diğer yatırım araçlarının getirileri gibi hisse senedi fiyatını etkileyebilecek çeşitli faktörleri ifade etmektedir.

1.7.7. Temettü Kapitalizasyonu Yoluyla Değerleme

Gordon tarafından geliştirilen bu modele göre bir yatırımcı için hisse senedinin gerçek değeri, bu hisse senedine sahip olmakla, her yıl eline geçecek nakit miktarının diğer deyişle kâr payı gelirlerinin bugünkü değerine eşittir. Kâr payı iskonto modeline göre bir hisse senedi değeri, o hisse senedinin gelecekteki temettülerinin şimdiki değerine eşittir. Kâr payı iskonto modelini aşağıdaki gibi yazabiliriz.⁸³

$$P_0 = \frac{Do(1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{Do(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Do(1+g)^\infty}{(1+r)^\infty}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty} \quad (1.1)$$

Yukarıdaki formül bir hisse senedinin sonsuza kadar elde tutulacağı varsayımıyla elde edilmiştir. Ancak hisse senedinin birkaç yıllık bir dönem için elde

⁸² Bolak, s.165-166.

⁸³ John M. Samuels, Michael F. Wilkes ve Robin E. Brayshaw, *Financial Management and Decision Making*, Thomson Business Press, Vicenza 1999, pp.147-148.

tutmak isteyenler açısından hisse senedinin değeri yine aynı şekilde hesaplanır, fakat hisse senedinin satış fiyatının şimdiki değeri eklenir. Hisse senedi değerini hisse senedinin fiyatı olarak ele alırsak ve hisse senedinin cari fiyatını P_0 ile, gelecek yılki fiyatını da P_1 ile ve hisse senedinin gelecek yıl vereceği temettü miktarını ise D_1 ile gösterirsek o zaman hisse senedinin şu anki fiyatını aşağıdaki gibi yazabiliriz:⁸⁴

$$P_0 = (D_1 + P_1) / (1 + r) \quad (1.2)$$

Aynı şekilde hisse senedinin gelecek yıl ki fiyatı ise aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$P_1 = (D_2 + P_2) / (1 + r) \quad (1.3)$$

Denklem 1.3'ü denklem 1.2'de yerine yerleştirirsek aşağıda gösterilen denklem 1.4'ü elde ederiz:

$$P_0 = \frac{D_1 + \frac{D_2 + P_2}{1+r}}{1+r} = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2} \quad (1.4)$$

Eğer hisse senedinin 2. yıldaki fiyatını bulmak istiyorsak denklem 1.2 ve 1.3'ten hareket ederek şöyle bulabiliriz:

$$P_2 = (D_3 + P_3) / (1 + r) \quad (1.5)$$

Denklem 1.5, denklem 1.4'te yerine koyarsak aşağıdaki denklem 1.6 elde edilir:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2} = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{\frac{D_3 + P_3}{1+r}}{(1+r)^2} \\ &= \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{P_3}{(1+r)^3} \end{aligned} \quad (1.6)$$

Bu işlemi aynen yukarıdaki şekilde devam ettirirsek bir hisse senedinin şimdiki fiyatı şöyle gösterilebilir:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty} \quad (1.7)$$

Denklem 1.7'de verilen formül kâr payı iskonto modelinin genel bir gösterimidir, çünkü bu denklemlerde D_t 'nin yani temettü miktarının nasıl bir seyir gösterdiği belirtilmemiştir. Verilen temettü miktarları yıllar itibariyle bazen artmakta,

⁸⁴ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D. Jordan, *Essentials of Corporate Finance*, (2. Edition), McGraw Hill, Boston 1999, p.180.

bazen düşmekte bazen de sabit kalabilmektedir. İşte bu durumları göz önüne alındığında;

1.7.7.1. Sabit Büyümeli Temettü Değerleme Modeli⁸⁵

Eğer bir firmanın hisse senedi başına temettüleri gelecekte, g , gibi sabit bir oranda büyüyorsa, n yıl sonraki bir temettü şöyle hesaplanır:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

Ortaklığın kâr payı dağıtımının ve kâr payındaki yıllık büyüme oranının (g) sonsuza kadar devam edeceği varsayımı altında pay senedin cari değerini veren eşitlik aşağıdaki gibi olacaktır.

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

1.7.7.2. Sıfır Büyümeli Temettü Değerleme Modeli⁸⁶

Eğer Firma hisse senetleri için sonsuz süre aynı miktarda temettü dağıtıyorsa formül şu şekilde yazılır:

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

1.7.7.3. Normalin Üzerinde Büyümeli Temettü Değerleme Modeli⁸⁷

Birçok firma incelendiğinde satışlarının, kârlarının temettülerinin sabit olmadığı görülür. Mesela bir firmanın elindeki yeni teknolojiler, yeni pazarlar sebebiyle satışları, kârları ve temettüleri, bir süre normalin üzerinde seyreder, sonra bu büyüme normal hale gelir veya sektöre uyumlu bir büyümeye dönüşür. Bunun terside geçerli olabilir. Bir firma önceleri normal büyürken, yeni pazarlara girmesi veya yeni teknolojilere sahip olması ya da her ikisinin birlikte gerçekleşmesi sebebiyle önce yavaş büyüyen bu firma sonra süratle büyümeye başlar. Firmanın hayat çizgisi içerisinde bu inişler ve çıkışlar her zaman görülebilir. Bu durumda temettü değerleme modeli şu şekilde yazılır:

⁸⁵ Osman Okka, *Finansal Yönetim: Teori ve Çözümlü Problemler*, Nobel Yayın, 2009, s.355

⁸⁶ Okka, *Finansal Yönetim*, s.357.

⁸⁷ Okka, *Finansal Yönetim*, s.358

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_t (1+g)^t}{(1+r)^t} + \frac{D_{m+1}}{(r-g)((1+r)^m)}$$

1.7.8. Soldofsky - Murphy Modeli⁸⁸

Bu modelin temettü modelinden pek bir farkı yoktur.

$$GD = \left[\sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t} \right] + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Gerçek değerin yukarıdaki eşitlikle belirlendiği modelin sonucunda bulunacak değer sabit oranlı büyüme modelinin sonucunda bulunacak değerle aynı gibi gözükse de, bu model de hisse senedi piyasa fiyatı büyüme oranı ile temettülerin büyüme oranı arasında fark olabileceği varsayımı bulunmaktadır.

1.7.9. Solomon Modeli⁸⁹

Solomon tarafından geliştirilen modele göre bir firmanın hisse senedi değerini o firmanın kâr miktarı belirler. Firmanın değerini belirleyen iki faktör söz konusudur: mevcut aktiflerin gelecekteki büyüme fırsatları gelecekteki yarımların sağlayacağı kârlılık, yatırımcıların bekledikleri verim oranından büyükse bu durum ortaklığın hisse senedinin değerini arttıracaktır. Mevcut varlıklarının değeri, söz konusu varlıkların yaratacağı beklenen gelirlerin bugünkü değeridir. Gelecekteki yatırım fırsatlarının değeri, kısmen yapılacak yatırımların tutarına kısmen de bu yeni yatırımların faydalı ömürleri boyunca sağlayacakları kârlılığın, firma sahiplerinin (ortakların) geleceğin belirsizliğini de karşılayacak şekilde yatırımlarından istedikleri verime eşit olup olmadığına bağlıdır. Yatırım fırsatları yaklaşımına göre bir ortaklığın hisse senetlerinin değerini şöyle formüle edebiliriz:

$$P = V1 + V2$$

V1: Ortaklığın mevcut varlıklarının gelecekte sağlayacağı kârların (gelirin) hisse başına bugünkü değeri,

V2: Birikim sahiplerince istenen verimden daha yüksek kârlılık sağlayan yeni

⁸⁸ Ataman ve Kibar, s.105

⁸⁹ Akgüç, ss.852-855.

yatırımların hisse başına bugünkü değeri.

$$P = \frac{HBK}{k} + \frac{bHBK \left(\frac{1}{k} - \frac{1}{k - br} \right)}{(k - br)k}$$

HBK/k oranı mevcut varlıkların sağlayacağı kârların hisse başına bugünkü değerini göstermektedir.

1.8. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ TAHMİN ETMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

1.8.1. Ortalama Varyans Modeli

1956 yılında Markowitz tarafından geliştirilen ortalama varyans modeli ve ardından 1956'da Wolfe tarafından bulunan etkin çözüm, modern portföy teorisinin temelini oluşturmakla birlikte farklı yatırım alternatiflerinde yapılacak etkin varlık dağılımı için de etkili bir araçtır.⁹⁰ Markowitz, portföy getirisinin ortalama varyans seçimine göre iyi tanımlanan portföy seçim probleminden elde edilen, beklenen kazancı ifade eden bir model geliştirmiştir. Ortalama-Varyans Modelinde menkul kıymetler tekil olarak değil, oluşturulan portföy içinde yer alan diğer menkul kıymetlerle olan ilişkileri göz önüne alınarak portföye dahil edilir. Menkul kıymetlerin arasındaki ilişkilerin göz önüne alınmasıyla kurulan portföy, menkul kıymetler arasındaki ilişkinin göz önüne alınmadığı durumda kurulan portföye göre aynı beklenen getiri seviyesinde daha az riskli bir portföy olabilir.⁹¹

Markowitz'e göre portföy analizi, bireysel menkul kıymetlerle ilgili bilgiyle başlar ve portföyün bütünüyle ilgili sonuçlarla son bulur. Bu analizin amacı yatırımcının amacıyla en iyi uyuşan portföyleri bulmaktır. Menkul kıymetlerin bireysel olarak geçmiş performansları önemli bir bilgi kaynağıdır. Ancak portföy seçimi yalnız geçmiş performanslara değil, gelecek hakkında makul inançlara da dayanmalıdır. Geçmiş performanslara dayanan seçimlerde, geçmiş getirilerin ortalamalarının gelecekteki

⁹⁰ Philippe Jorion, "Portfolio Optimization in Practice", *Financial Analysts Journal*, 48(1), 1992, p. 68

⁹¹ Edwin J. Elton ve Martin J. Gruber, "Modern Portfolio Theory, 1950 to Date", *Journal of Banking and Finance*, Vol:21, 1997, pp. 1744 -1745

muhtemel getiri için iyi tahminler olduğu ve getirinin geçmişteki değişkenliğinin gelecekteki belirsizliği için iyi bir ölçü olduğu varsayılır.⁹²

Markowitz'in ele aldığı önemli bir nokta da, menkul kıymetlerin göze çarpan bir özelliği olan getiriler arasındaki ilişkidir. Bu teorinin önemli mesajı, varlıkların yalnızca menkul kıymetlerin kendi özelliklerine göre seçilmemeleri gerektiğidir. Bunun yerine, bir yatırımcı her menkul kıymetin diğer menkul kıymetlerle olan karşılıklı hareketlerini de dikkate almalıdır. Birçok ekonomik nicelik gibi, menkul kıymetlerin getirileri de birlikte artıp, azalma eğilimindedir. Bu korelasyon mükemmel değildir. Eğer menkul kıymet getirileri ilişkili değilse, çeşitlendirme riski elimine edebilir. Tüm menkul kıymetlerin getirileri mükemmel bir uyum içinde artıp, azaldığı durumda ise çeşitlendirme riski elimine etmek için bir şey yapamaz.⁹³

Çeşitlendirme etkisinin doğabilmesi için aşağıdaki koşulların bulunması gerekmektedir.⁹⁴

- İşlem maliyetlerinin (örneğin menkul değer alım ve satımındaki ücretlerin ve vergilerin) dikkate alınmaması,
- Bütün yatırım araçlarının istenildiği ölçüde bölünebilmesi,
- Portföy oluşturma bir döneme, örneğin bir yıla dayanması,
- Yatırımcıların minimum risk ile maksimum getiri elde etmeye çalışması.

Markowitz ortalama varyans modelinde, n sayıda finansal varlıktan oluşan bir portföyün beklenen getirisi şu formülle belirtilmiştir:⁹⁵

$$E(R_p) = \sum_{j=1}^N w_j R_j$$

E (Rp): portföyün beklenen getirisi,

N: portföydeki finansal varlıkların sayısı,

W_i: i finansal varlığın portföydeki ağırlığı,

R_j: finansal varlığın beklenen getirisini göstermektedir.

⁹² Filiz Kardiye, "Portföy Optimizasyonunda Ortalama Mutlak Sapma Modeli ve Markowitz Modelinin Kullanımı ve İMKB Verilerine Uygulanması", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 2008, s.338.

⁹³ Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Wiley, New York 1959, pp.3-5.

⁹⁴ Abdurrahman Fettahoğlu, *Menkul Değerler Yönetimi*, 1. Baskı, Çizgi Kitabevi, İstanbul 2003, s.2.

⁹⁵ Norton Edgar A. ve Frank K. Reilly, *Investments*, 4. Press, The Dryden Press, USA 1995, p.148.

1.8.2. Finansal Varlık Fiyatlamaya Modeli (FVFM)

FVFM, ilk kez William Sharpe (1964)⁹⁶ tarafından ortaya konmuş, daha sonra Lintner (1965)⁹⁷ ve Mossin (1966)⁹⁸ tarafından geliştirilmiştir⁹⁹. Modele, “FVFM’nin Sharpe-Lintner-Mossin şekli” olarak da sıkça değinilmektedir¹⁰⁰.

Markowitz’in modern portföy teorisi üzerine kurulan FVFM’nde, risk ve getiri kavramları Etkin Piyasa Hipotezi’nin varsayımları altında geliştirilmiştir. Model, sözkonusu hipotezin varsayımlarının yanısıra, tüm yatırımcıların aynı yatırım dönemine sahip olmaları, aynı risksiz faiz oranı ile borç alıp verebilmeleri, bilgiye serbestçe ve anında ulaşabilmeleri ve homojen beklentileri taşımaları gibi ek varsayımları da temel almaktadır. FVFM’ne getirilen eleştirilerin bir kısmı, varsayımlardan çoğunun gerçek hayata uymadığı yönünde olmuştur.¹⁰¹

Varlık fiyatlamaya modellerinin ilki olarak kabul edilen ve $[R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)]$; (R_i : i Finansal varlığının beklenen getirisi, R_f : Risksiz faiz oranı, R_m : Pazarın beklenen getirisi, β_i : Finansal varlığın tüm pazarın hareketine olan duyarlılığı)] şeklinde tanımlanan FVFM, pazar portföyünü tek değişken olarak kabul eder ve tüm riskli finansal varlıkların getirilerini pazar portföyünün getirileri ile açıklamaya çalışır. Model beta katsayısı olarak ifade edilen sistematik riskin getirileri etkileyen tek faktör olduğunu belirtir¹⁰².

FVFM üzerine yapılan birçok eleştiriye rağmen finansal varlıkları fiyatlamada ve menkul kıymet yönetiminde çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Sistematik riskin; yani beta katsayısının tahmini finans alanında birçok çalışma için önem taşımaktadır. Sermaye maliyeti tahmininde, riskli varlıkları değerlemede, finansal varlıkları fiyatlandırmada ve buna bağlı olarak da getirisini hesaplamada, risk yönetimi gibi konularda FVFM’deki beta katsayısı büyük önem taşır.

⁹⁶ William F. Sharpe, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk,” *Journal of Finance*, 19(3), 1964, pp. 425–442.

⁹⁷ John Lintner, “Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification,” *Journal of Finance*, 20(4), 1965, pp.587–615.

⁹⁸ Jan Mossin, “Equilibrium in a Capital Asset Market”, *Econometrica*, 34(4), 1966, pp. 768–783.

⁹⁹ Nevin Yörük, *Finansal Varlık Fiyatlamaya Modelleri ve Arbitraj Fiyatlamaya Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul 2000, s.29,

¹⁰⁰ Mustafa Özçam, *An Analysis of The Macroeconomic Factors That Determine Stock Returns In Turkey*, Capital Market Board, Publication Number:75, Ankara 1997, p.3.

¹⁰¹ Merton Robert C., “An Intertemporal Capital Asset Pricing Model”, *Econometrica*, 41(5), 1973, p.867.

¹⁰² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, *İşletme Finansının Temelleri*, (Beşinci Basım), (Çevirenler:Ünal Bozkurt, Tükan Arıkan, Hatice Doğanlı), Literatür Yayıncılık, 2007, s.272

Her modelde olduğu gibi finansal varlık fiyatlama modelinde de belirli varsayımlardan hareket edilmiştir. Bu model için geçerli olan varsayımlar şunlardır:¹⁰³

-Menkul kıymet piyasası büyük olduğundan yatırımcılar tek başına fiyatı etkileyememektedir.

- Risk ve beklenen getiri arasında sistematik bir ilişki vardır.

-Yatırımcılar homojen beklentilere sahiptir. Yatırımcılar, beklenen getiriler, standart sapmalar ve finansal varlıkların kovaryansları ile ilgili aynı anlayışa sahiptirler.

-Bütün yatırımcılar Markowitz'in etkin portföy modelini kullanırlar. Yatırımcının etkin set üzerinde nerede yer alacağını o kişinin kayıtsızlık eğrisi; yani fayda fonksiyonu belirler.

-Tüm varlıklar sonsuz bölünebilirliğe sahiptirler. Tam likidite söz konusudur. Yatırımcılar servetlerinin etkisi olmaksızın yatırımlarında istedikleri pozisyonları alabilirler ve Markowitz'in geliştirdiği etkin çeşitlendirmeyi sağlamaya çalışırlar.

-Yatırımcılar pazarda her miktardaki parayı, risksiz faiz haddi üzerinden borç alıp verebilmektedir. Pazar faiz oranı dışında bir faiz oranı kullanılmamaktadır.

-Finansal varlık getirileri ile ilgili vergiler alım-satım komisyonları ve transfer maliyetleri yoktur veya sıfırdır.

-Tüm yatırımcılar aynı yatırım dönemine sahiptirler.

-Tüm yatırımcıların risksiz faiz oranı aynıdır.

-Bilgiye serbestçe ulaşılabilir ve bilgi anında tüm yatırımcılar için mevcuttur.

1.8.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Ross tarafından 1970'lerde geliştirilen ve yine ilk kez 1976 yılında Stephen A. Ross¹⁰⁴ tarafından formüle edilip yayınlanan Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), alternatif modeller içinde en çok tartışılanıdır. Ross'un formülasyonu FVFM'ne göre daha az sınırlayıcı özellik taşımaktadır. Hem tek dönemli hem de çok dönemli örneklemelere uygulanabilir.

AFT'nin 3 temel varsayımı vardır. Bunlar:¹⁰⁵

i. Sermaye piyasaları tam rekabet altındadır.

¹⁰³ Merton, pp.868-869.

¹⁰⁴ S. A. Ross, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, 13, 1976, pp.341-360.

¹⁰⁵ Ross, p.342

ii. Yatırımcılar her zaman belirlilik koşulları altında daha fazla getiriye, daha az getiriye tercih ederler.

iii. Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik süreç, (k) faktör modeli ile gösterilebilir. Hisse senetleri getirileri bilinmeyen sayıda faktöre bağlıdır. Bu faktörlerin neler olduğu tam olarak bilinmese de, bu faktörlerle menkul değerlerin getirileri arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur.

Gerek FVFM gerekse Arbitraj Fiyatlandırma Teorisi, piyasalarda kısa süreli olarak ortaya çıkabilecek arbitraj olanaklarının, piyasa oyuncuları tarafından kısa sürede kullanılacağını ve piyasanın yeniden dengeye kavuşacağını savunmaktadır. FVFM’de, denge olayının gerçekleşebilmesi için, yatırımcıların yatırım tercihlerini, menkul kıymetlerin sadece getirilerine ve varyanslarına bakarak yaptıkları varsayılmaktayken, Ross, bu faktörlerin yatırımcıların tercihlerinde daha az önemli olduğunu, seçim kararını belirleyen asıl faktörün fayda fonksiyonu olması gerektiğini ve yatırımcının fayda fonksiyonuna FVFM’deki kadar olmamakla birlikte bir sınır getirebileceğini savunmakta ve kendisinin ortaya attığı AFT’nin ampirik olarak test edilebileceğini ifade etmektedir.¹⁰⁶

Ross’un Arbitraj Fiyatlandırma Modeli, doğrusal bir modele dayanmakta ve bir yatırımın getirisinin birden fazla birden çok faktöre dayandığını varsaymaktadır. FVFM’de doğrusal bir model olmasına karşın bir varlığın getirisini sadece pazar portföyünün getirisi ile ilişkilendirmektedir. FVFM’nden daha genel bir model olan ve daha az varsayıma dayanan AFT, pazarın dengede olması ve yatırımcıların tercihleri konularında bir kısıtlama içermemekte ve “Tek Fiyat Yasası”na dayanmaktadır. Yani, arbitraj olanakları doğduğu takdirde, arbitrajcılar bu durumdan yararlanmak için süratle müdahale edecekler, bunun sonucunda piyasada paranın ve riskin bedelleri tek fiyat olarak oluşacaktır. Buna “Tek Fiyat Yasası” adı verilmektedir ki, yasanın gerekçesi aynı malın iki ayrı fiyattan satılamayacağı gerçeğidir. Bu noktada AFT, piyasa dengesinin kurulmasının kolay olacağını iddia etmekte, arbitrajcıların arbitraj olanağının doğduğunu fark ettiklerinde büyük çapta işlem yapmayı tercih edeceklerini, bunun sonucundaysa piyasanın kısa sürede dengeye kavuşacağını öngörmektedir. İletişim olanaklarının artmış olması ise, dengenin kolaylıkla oluşmasına fırsat sağlamaktadır. Arbitraj olanakları yalnızca varlık fiyatlarının değil aynı zamanda “Tek Risk Fiyatı”nın

¹⁰⁶ Nevin Yörük, “Arbitraj Fiyatlandırma Modelinde Risk Unsurları”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(1), 2000, s.90.

oluşmasına da neden olacaktır. Ayrıca, AFT beklenen getiri ve risk arasındaki bilinen ilişki nedeniyle finansal yatırımcının servetini sınırsız olarak artıramayacağını öne sürmektedir.¹⁰⁷

AFT’de belirli varsayımlar altında, menkul kıymetin beklenen getirisini çok sayıda faktörün etkileyebileceği savunulmaktadır. Bunun sonucu, dengede bir menkul kıymetin beklenen getirisi, getiriye etkileyen faktörlerin duyarlılığının bir fonksiyonu olur. AFT içerisinde bir tek beta değeri yerine her faktör dikkate alınacak şekilde her faktörden oluşan bir beta seti yer almaktadır.¹⁰⁸

AFT çok faktörlü bir finansal varlık fiyatlama modeli olarak tanımlanabilecek olmakla birlikte, AFT’nin faktörlerinin tüm finansal varlıkları etkileyen faktörler olduğu vurgulanmalıdır. Arbitraj Fiyatlama Modeli aşağıdaki şekilde gösterilebilir.¹⁰⁹

$$E(R_i) = R_f + \beta_{i1}(F_1 - R_f) + \beta_{i2}(F_2 - R_f) + \dots + \beta_{im}(F_m - R_f)$$

$E(R_i)$: i finansal varlığının gerekli getiri oranı

R_f : risksiz faiz oranı (“0” betalı portföy getiri oranı)

β_{ij} : i finansal varlığının j faktörüne olan duyarlılığı

F_j : j numaralı faktör getiri oranı (dönemlik değişim oranı)

$(F_j - R_f)$: j nolu faktör risk primi

m: faktör sayısı

1.8.4. Fama French Üç Faktör Modeli

Literatürdeki temel tartışma konularından bir tanesi de sermaye maliyetinin tahmin edilmesinde hangi finansal varlık fiyatlandırma modelinin kullanılması gerektiğidir. Diğer bir ifadeyle, literatürde halen hangi fiyatlandırma modelinin, sermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılması gerektiği konusunda bir fikir birliği sağlanamamıştır. FVFM modeli çoğu araştırmacı tarafından halen sermaye maliyetinin tayininde kullanım alanı bulmaktadır. Ancak, FVFM modelinin gelişen piyasa şartlarına

¹⁰⁷ Mehmet Cihangir ve Tuğrul Kandemir, “Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 2010, s.262.

¹⁰⁸ A. Kemal Kavurmacı, *Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ile Arbitraj Fiyatlama Teorisinin İMKB’de Karşılaştırılması*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2009, s.56.

¹⁰⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, *Finansal Yönetim*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi, 2009, s.92.

karşı beklenen getirileri açıklamada bazı eksiklikleri olduğu bildirilmektedir. Bu nedenle, Fama-French tarafından FVFM modeline alternatif olarak “Üç Faktörlü Model” önerilmiştir. FVFM’de pazar risk faktörüne ilave olarak hacim ve değer faktörlerini de içine alan FVFM’yi genişleten bir modeldir. Bu yeni model ile getirilen iki yeni risk faktörü sayesinde, FVFM modelinin amprik uygulamalarında karşılaşılan sorunlara bir anlamda çözüm getirilmiş, yeni model ile hisse senedinin beklenen getirileri daha yüksek anlamlılık düzeyinde açıklanabilmektedir.¹¹⁰

Üç Faktörlü Modelde hisse senedi beklenen getirileri;¹¹¹

-Piyasanın risksiz faiz oranı üzerindeki fazla getirisine,

-Piyasa kapitalizasyonu küçük hisselerden oluşan portföyün getirisi ile büyük hisselerden oluşan portföyün getirisi arasındaki farka (SMB),

-PD/DD oranı yüksek hisselerden oluşan portföyün getirisi ile düşük hisselerden oluşan portföyün getirisi arasındaki farka (HML) ilişkin duyarlılık katsayılarından etkilenebilmektedir. Bu model 3 risk faktörünü (pazar riski, hacim riski ve değer riski) ilişkilendirmenin bir sonucu olarak varlığın beklenen getirisini aşağıdaki gibi göstermektedir.¹¹²

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im} [E(R_m) - R_f] + \beta_{is} E(SMB) + \beta_{ih} E(HML)$$

$E(R_i) - R_f$: İncelenen portföyün (varlık) risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi,

$E(R_m) - R_f$: Piyasa portföyünün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi,

SMB: Küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisselerin getirileri arasındaki fark,

HML: Yüksek ve düşük PD/DD oranına sahip hisselerin getirileri arasındaki fark,

β_{im} : Portföyün fazla getirilerinin, piyasanın fazla getirilerine karşı duyarlılığı,

β_{is} : Portföyün fazla getirilerinin, SMB getirilerine karşı duyarlılığı,

β_{ih} : Portföyün fazla getirilerinin, HML getirilerine karşı duyarlılığı.

¹¹⁰Fazıl Gökgöz, “Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 63(2), 2008, s.45-46.

¹¹¹Gökgöz, s.45.

¹¹²Nopbhanon Homsud, Jatuphon Wasunsakul, Sirina Phuangnark ve Jitwatthana Joongpong, “A Study of Fama and French Three Factors Model and Capital Asset Pricing Model in the Stock Exchange of Thailand”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, 2009, p.33.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. FİRMA İÇİ FAKTÖRLER

2.1.1. Entelektüel Sermaye

İşletmelerde piyasa değeri ile defter değeri arasında fark oluşması, entelektüel sermaye adı verilen yeni kavramın tartışılmasına sebep olmuştur. Oluşan bu fark çeşitli değişkenlerden etkilenmekle beraber, aynı zamanda entellektüel sermayenin değeri hakkında da bilgi verir. Oluşan farkın entelektüel sermayenin değeri olarak görülmesi gerek araştırmacılar gerekse akademisyenler tarafından genel kabul görmüştür. İşletmelerin değeri sadece maddi varlıklardan etkilenmediği bunun dışında işletmenin sahip olduğu bilgi, teknoloji ve entelektüel varlıklarında önemli bir yere sahip olduğu kabul edilmiştir. İşletmelerin sahip olduğu entelektüel varlıkların belirlenmesinin ve ölçülmesinin işletmenin kârlılığı ve performansını açıklamada büyük katkılar sağladığı yapılan çalışmalar sonucu ortaya konmuştur. Ancak bugün gelinen noktada entelektüel sermayenin tanımı ve entellektüel sermayeyi oluşturan bileşenler konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır.¹¹³ Stewart (1997)'a göre entelektüel sermaye, elde edilmiş kullanışlı bilgidir. Örgütün süreçlerini, teknolojilerini, patentlerini, işgörenlerinin becerilerini ve müşteriler, tedarikçiler ve diğer ilişkili taraflar hakkındaki bilgileri içerdiğini belirtmektedir. Stewart, entelektüel sermayeyi bir işletmenin görünmez değerleri olarak ifade etmiştir.¹¹⁴

Geleneksel muhasebe görüşüne göre, entelektüel sermaye olarak ifade edilen şerefiyenin tanımına bakıldığında, bir işletmenin ticari ilişkileri, saygınlığı ve piyasada yaptığı ismin avantaj ve faydaları olarak ifade edilmektedir. Piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark olarak ifade edilebilen şerefiye kavramı ifade etmiş olduğu bu dar görüş sebebiyle maddi olmayan varlıkların tamamını temsil edebilecek bir kavram olarak yeterli değildir. Bu yetersizlik entellektüel sermaye kavramını ortaya

¹¹³ Halil Akmeşe, *Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Konya 2006, s.7.

¹¹⁴ A. Thomas Stewart, *Entellektüel Sermaye, Örgütlerin Yeni Zenginliği*, (Çeviren: Nurettin Elhüseyni), MESS Yayınları, İstanbul 1997, p.20.

çıkarmıştır.¹¹⁵ Geleneksel muhasebe alanında maddi olmayan varlıkları ifade etmek için kullanılan şerefiye kavramı, bilgi temelli şirketlerin ön plana çıkması sonucu ortaya çıkan yeni maddi olmayan varlıkların tanımlanması ve ölçülmesinde hiçbir anlam ifade etmemektedir. Çalışanların yetenekleri, müşteri ilişkileri, modeller, bilgisayar ve yönetim sistemleri gibi yeni maddi olmayan varlıklara geleneksel finansman ve yönetim raporlarında hiçbir şekilde yer verilmemektedir. Satın alındığı tarihte hesaplanan şerefiye değeri işletmenin entelektüel varlık değerini ortaya koymuş olsa dahi, faaliyetlerle birlikte işletme tarafından üretilen bilgiyi, geliştirilen süreci, yönetici başarısını ve maddi olmayan varlıklar cinsinden yaratılan diğer katma değerleri göstermekten uzak kalmaktadır.¹¹⁶ Yani geleneksel muhasebenin şerefiye kavramı, entellektüel sermayenin ağırlığını taşımaktan ve onu ifade etmekten oldukça uzaktır. Ayrıca, geleneksel muhasebede maddi olmayan varlıklar ve şerefiye amortismanına tabidir ve belirli bir zaman periyodu içersinde değerlerini kaybederler. Oysa günümüzde trend değişmiştir ve maddi olmayan varlıklar, özellikle ticari ünvanlar ve markalar değer kazanmaktadır.¹¹⁷

Entelektüel sermayeyi anlayabilmek, bulabilmek ve kullanabilmek için bu sermayeyi yaratan unsurları tanımlamak gerekir. Ancak entelektüel sermayenin unsurları ile ilgili olarak henüz evrensel bir sınıflama bulunmamaktadır. Literatüre bakıldığında genel olarak ortak üç bileşenden bahsedilebilir. Bunlar; insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesidir.¹¹⁸

İnsan sermayesi; işyerinde çalışanların kabiliyeti, becerisi, bilgisi ve iç ilişkiler değeri toplamından oluşmaktadır. İnsan sermayesi yeniliklerin kaynağı olduğu için son derece önemlidir ve işletmelerin limitsiz yenilenme potansiyelini ifade etmektedir. İnsan sermayesi kavramı, işletmedeki bireyler tarafından sahip olunan bilgi, hüner ve yeteneklere işaret eder. Şayet birey örgütten ayrılacak olursa sahip olduğu beşeri sermaye de onunla birlikte gitme özelliğini taşır. İnsan sermayesi bizzat insanın kendisi olup, işletmeler bu sermayeye sahip olamazlar sadece onu kiralayabilirler. Bir örgüt ne

¹¹⁵ Metin Kamil Ercan, vd., *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara 2003, s.97.

¹¹⁶ Neslihan Özlem Bozdemir, *Entellektüel Sermayenin Örgüt Üzerindeki Etkileri ve Uygulamadan Örnekler*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı, İstanbul 2009, s.35.

¹¹⁷ Özcan Demir, “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değerine Olan Etkisi”, *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*, Elazığ 2005, s.78.

¹¹⁸ Rudes Helena Nemec ve Mihalic Tanja, “Intellectual Capital in The Hotel Industry: A Case Study from Slovenia”, *The International Journal of Hospitality Management*, 26, 2007, p.189.

kadar kaliteli insan sermayesine sahipse o kadar iyi rekabet edebilmekte, rakiplerine karşı üstünlük sağlayabilmekte ve hizmet sunumunda fark yaratabilmektedir.¹¹⁹

Yapısal sermaye; şirket dışına çıkmayıp, şirkette kalan bilgi ve entellektüel varlıklardır. İşletme çalışanlarının verimliliğini destekleyen donanım, yazılım, veritabanları, organizasyonel yapı, patentler, markalar ve diğer benzer şeylerdir; başka bir ifadeyle çalışanlar mesailerini bırakıp eve gittiklerinde işletmede kalan ve değere dönüşebilen herşeydir.¹²⁰

Müşteri sermayesi ise müşterisi olan her firmanın sahip olduğu ve işletme ile müşterileri arasında kurulan ilişkilerden kaynaklanmaktadır. Müşteri ilişkilerinin değerinin işletmeye yönelik katkısı olarak da tanımlanabilmekte, müşteri sayısının artırılmasını amaçlayan süreçleri, araçları ve teknikleri içerisine almaktadır. Müşteri sermayesinin ana unsurlarını müşteri memnuniyeti, müşteri ilişkileri, müşteri bağlama, imaj, marka ve doğrudan dağıtım kanalları oluşturmaktadır. Müşteri sermayesi, iş ortakları, promosyon organizasyonları, yerel halk, rakipler, kredi verenler, devlet, halk ve medya ile olan ilişkilere bağlı olarak ilişki sermayesine dönüştürülebilir.¹²¹

Son yıllarda hisse senedi fiyatları ile entellektüel sermaye arasındaki ilişki tanımlanmaya çalışılmaktadır. Yatırımcılar, her zaman, sermayelerini en fazla getiriyi sağlayacak alanlara yatırmak ve yatırım yapacakları alanların ekonomik performanslarının ve değerlerinin doğru olarak ölçülmesini istemektedirler. Yaşadığımız ekonomik dönemde piyasa en yüksek primi entellektüel sermayeye vermektedir. Bu durumda entellektüel sermayeye sahip olmak ve onu ortaya çıkarmak işletmelere önemli bir rekabet avantajı sağladığı gibi piyasa değerinin oluşmasına da etki etmektedir. Entellektüel sermayenin önemini en çarpıcı şekilde ortaya koyan durum, Microsoft gibi bilgi ve teknoloji ağırlıklı bir firmanın cirosu 17-18 milyar dolar iken piyasa değerinin 350-500 milyar doları bulmasıdır. Öte yandan 180 milyar dolarlık cirosu olan General Motors'un ise piyasa değeri 100 milyar dolar civarındadır. Bu iki firma arasındaki fark ise tamamıyla Microsoft'un sahip olduğu bilgisinin, entellektüel sermayesinin sonucu olmasıdır. Dünyada özellikle gelişmiş ülkelerde firmaların sahip olduğu entellektüel sermaye unsurları, firmanın piyasa değerinin defter değerinin çok

¹¹⁹ Hüseyin Kanıbir, "Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entellektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları", *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(3), 2004, s.81.

¹²⁰ Çetin Ayten, "Entellektüel Sermaye ve Ölçülmesi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 20(1), 2005, s.362.

¹²¹ Rudes ve Mihalic, s.190.

daha üzerinde bir değere çıkmasını sağlamaktadır. Bunun en iyi örneğini Microsoft, Intel, Dell gibi bilişim şirketleri ile facebook, twitter gibi sosyal paylaşım siteleri ve güvenilir alışveriş siteleri göstermektedir.¹²²

Entelektüel sermaye unsurlarının ölçüm ve raporlanmasının işletmeye sağlayacağı avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir.¹²³

Entelektüel sermayenin ölçüm ve raporlanmasının temel amaçlarından birisi, işletmedeki sorumluluk merkezlerinin temel taşları olan çalışanlardan başlayarak tüm işletmenin performansını arttırmak ve yönetsel kontrol sistemini güvenilir kılmaktır. Böylece işletmeler, diğer işletmelerden daha başarılı ya da başarısız kaldıkları alanları belirleyebilirler.

Entelektüel sermaye kalemlerinin ölçülmesi ve raporlanması işletmenin uzun dönemli amaçlarının karşılanmasına yardımcı olacaktır.

Entelektüel sermaye unsurlarına yatırım ve bu unsurların işletme bazında ölçülmesi işletmenin piyasa değerini arttıracaktır. Bilgisayar sistemine geçişin potansiyel yararlarının farkına varılması için çalışana, organizasyona ve müşteriye ek yatırım yapılması ve bunun işletmeye getirisinin ölçülmesi gerekir.

Entelektüel sermaye raporlarından işletme içi ve işletme dışı tüm bilgi kullanıcıları yararlanabilecektir. Özellikle işletme dışı muhasebe bilgi kullanıcılarından biri olan yatırımcıların, hisse sahibi olmak için işletmenin entelektüel sermaye verilerine ihtiyaçları olacaktır. Aynı zamanda işletmenin maddi değerlerinin yanında entelektüel sermaye unsurlarını ölçüp, raporlaması; işletmenin bankalar gibi kredi kuruluşları karşısında kredi değerini arttıracak ve hatta işletme kredi alma durumunda maddi olmayan değerlerini teminat olarak gösterebilecektir.

2.1.2. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon

İçerden öğrenenlerin ticareti, halka açık bir anonim şirket ile ilgili halka açıklanmamış önemli bir bilgiyi şirket ile özel bir ilişki nedeniyle veya herhangi bir nedenle elde eden bir kişinin, özel menfaat sağlamak amacıyla bu bilgiyi kullanarak şirketin menkul kıymetleri üzerinde ticaret yapmasıdır. Önceleri içerden öğrenenlerin

¹²² Cevdet A. Kayalı, Ayşe N. Yereli ve Şebnem Ada, “Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 14(1), 2007, s.69.

¹²³ Ayşe N. Yereli ve Gülşen Gerşil, “Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 12(2), 2005, s.21.

ticareti; sadece şirket çalışanları tarafından gerçekleştirilen bir faaliyet olarak değerlendirilmekte ve şirket çalışanının şirkete karşı olan sadakat sorumluluğunun ihlali olarak görülmektedir. Ancak ticaretin gelişmesi ile içeriden öğrenenler kavramı değişmiştir. Bundan sonra, içeriden öğrenenlerden doğrudan yada dolaylı yollarla gizli bilgi öğrenen ve bu bilgiyi kendi menfaatine kullanıp kazanç elde eden üçüncü kişiler de içeriden öğrenen sayılmıştır.¹²⁴

Türk hukukunda içeriden, öğrenenlerin ticareti konusunda doğrudan yapılan ilk düzenleme, 1992 yılında, 3794 sayılı Kanunla 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47'nci maddesinde yapılan değişiklikle getirilmiştir. Bu değişiklikle, fiilin tanımı, "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine ve üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içeriden öğrenenlerin ticaretidir" şeklinde yapılmıştır. Bu kanun yürürlüğünü korumaktadır. Ancak özellikle kamuyu aydınlatma adı altında sonraki yıllarda yapılan değişikliklerle yeni eklemeler yapılmıştır. Kanun kapsamında;¹²⁵

-Bu fiili işleyen ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler,

- Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,

- Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan, yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,

¹²⁴ Dilara Temizsoy, *Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2008, s.14.

¹²⁵ Sermaye Piyasası Kanunu, Madde:47/A.

- Sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunan veya yetki belgeleri iptal olunduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde ticaret unvanlarında, ilan veya reklamlarında sermaye piyasasında faaliyette bulundukları intibasını yaratacak kelime veya ibare kullanan veya faaliyetlerine devam eden gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri,

- Fon kuruluna; sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle, emanetçi sıfatıyla, idare etmek için veya teminat olarak veyahut her ne nam altında olursa olsun, kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçları, nakit ve diğer her türlü kıymeti kendisinin veya başkasının menfaatine satan veya rehnedenden veya her ne şekilde olursa olsun kullanan, gizleyen yahut inkâr eyleyen veyahut bu amaca ulaşmak ya da bu fiillerini gizlemek için bilgisayar ortamında tutulanlar dahil kayıtları tahvil ve tağyir eden ilgili gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri,

- Karşılıksız olarak sermaye piyasası araçlarının geri alım taahhüdü ile satımını yapan ilgili gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri,

- Her bir alt bent kapsamına giren fiillerden dolayı iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adlî para cezası ile cezalandırılır. Bu Kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket ettiği tespit edilen gerçek kişiler ve tüzel kişilere, gerekçesi belirtilmek suretiyle kurul tarafından onbeş bin Türk Lirasından yüz bin Türk Lirasına kadar idarî para cezası verilir.

Maddenin lafzından içerden öğrenenlerin ticareti suçunun gerçekleşmesi için;

1) Kullanılan bilgilerin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgiler olması,

2) Kullanılan bilgilerin henüz kamuya açıklanmamış olması,

3) Söz konusu bilgilerin kullanılması suretiyle sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde bir mameleki yarar elde edilmiş olması veya bir zararın bertaraf edilmiş olması, gerekmektedir.

Bilgi asimetrisi piyasa etkileşiminin genel bir özelliğidir. Taraflar arasında bilginin simetrik bir şekilde dağılmaması hem reel hem de finansal piyasaları derinden etkilemektedir. Asimetrik bilgi kavramı, geleneksel ekonomi ve finans teorileriyle tam olarak açıklanamayan piyasa aksaklıklarının anlaşılmasına yardımcı olmuştur. Ekonomi literatüründe üç temel bilgi sorunundan bahsedilmektedir. Bunlar ters seçim, ahlaki

tehlike ve temsilcilik sorunlarıdır. Ters seçim taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir bilgi sorunudur ve saklı bilgiden kaynaklanmaktadır. Saklı bilgi, işlemi gerçekleştiren taraflardan birinin sahip olduğu diğerinin ulaşamadığı bilgidir. Ahlaki tehlike sorunu, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan saklı faaliyetten kaynaklanmaktadır.¹²⁶ Dünyada içeriden öğrenenlerin davranışlarını incelemek için, veri siteleri oluşturulmakta ve içeriden yapılan hisse senedi alım ve satımları incelenmektedir. Bu alım ve satımlardan spekülative kazançların elde edilip, edilmediği ise hem kamu otoritesi ve yatırımcıların hem de akademisyenlerin ilgi odağı olmuştur. Çünkü bu şekilde oluşacak spekülative kazançlar piyasanın güvenilirliğini azaltacaktır.

2.1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikası

Finansal yönetimin temel politikaları yatırım, finanslama ve kâr payı (temettü) olarak ifade edilebilir. Kâr payı genel anlamda, şirketlerin bir yıllık faaliyet dönemi içinde elde ettikleri kârdan mevcut ortakların pay alma hakkıdır. Kâr payı dağıtım politikası ise dönem sonunda elde edilen işletme kârlarının ortaklara dağıtılması veya yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararları içermektedir. Kâr dağıtım kararı işletmenin büyüme hızını, firmanın piyasa değerini, ortakların servetini etkilediğinden kâr dağıtım kararı işletmeler ve yatırımcılar için önemlidir. Kâr payı dağıtım politikasındaki hedef firma değerini artırmaktır.. Ortaklar açısından hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kâr payı dağıtım politikası önemli bir araçtır. İşletme yönetimi bir taraftan ortaklara yeterli ve istikrarlı kâr payı dağıtımını amaçlarken öte yandan işletmenin büyümesi ve gelişmesi açısından gerekli olan kaynağın oto finansmanla karşılanmasını amaçlayabilir. Birbirleriyle zıt bu iki amacın aynı anda gerçekleştirilmesi optimal bir kâr dağıtım politikasını zorunlu kılmaktadır.¹²⁷

Firmalar kâr payı ödemelerini farklı yollardan yapabilirler. Bunlar;

- 1- Kâr payının nakit olarak ödenmesi,
- 2- Kâr payının hisse senedi verilmesi yoluyla ödenmesi
- 3-Hisse senetlerinin nominal değerinin azaltılması ve sayısının artırılması yoluyla kâr payı ödenmesi

¹²⁶ Bahar Eyüpoğlu, *Bilgi Asimetrisinin Hisse Senedi Fiyatı ve Firma Performansına Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze 2007, s.5.

¹²⁷ Fettah Kaba, *Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya 2009, s. 27.

- 4- Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın almaları yoluyla kâr payı ödemesi
- 5- Melez kâr payı dağıtımı
- 6- Seçmeli kâr payı dağıtımı
- 7- Bono kâr payı dağıtımı
- 8- Ayni olarak kâr payı dağıtımı
- 9- Tasfiyeden kâr payı
- 10- Kâr payı olarak intifa senedi verilmesi

İşletmelerin faaliyetleri sonucu elde edilen ve ortaklara dağıtılmayan kârlarla uzun vadede büyümeyi ve gelecekteki kârlılığın yükseltmeyi böylece de işletmenin öz sermaye tabanını genişletmeyi hedeflemektedir. Ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimizasyonu açısından kâr paylarının önemi büyüktür. Düzenli ve yüksek kâr payı ödemesi yapan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı da yüksek olmaktadır. Doğal olarak yatırımcılar hem hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olması hem de yüksek kâr payı almaları nedeniyle yüksek kâr payı dağıtan işletmelerin hisse senetlerini talep edecekler, ellerinde bulunan düşük kâr payı ödemeli hisse senetlerini ellerinden çıkartacaklardır.¹²⁸

Kâr payı dağıtım politikası, firma değerini etkilemesi bakımından büyük öneme sahiptir. Dağıtılmayan kârlar firma büyüme finansmanını sağlayan temel kaynaklardan birisi olduğundan, kâr dağıtım politikası işletmenin büyüme hızını, piyasa değerini, ortakların servetlerini etkileyen bir nitelik taşımaktadır. Ayrıca, kâr payları yatırımcı durumundaki üçüncü kişilere firmanın karakteristik özellikleri hakkında bilgi niteliği taşımaktadır. Yatırımcılar kâr paylarını, firma yönetiminin firmanın geleceğinin nasıl gördüğüne ilişkin bir işaret olarak yorumlarlar ve bu işaretleri firmanın tarihsel verileri ile karşılaştırarak, hisse senetlerinin değerinin ne olacağı konusunda bir karar vermeye çalışırlar. İstikrarlı kâr payları yatırımcılara, firmanın gelecekteki finansal koşullarının daha olumlu olacağı izlenimini verir. Bunun yanında kâr paylarının istikrarlı olması, firma ile ilgili bazı olumsuz bilgilerin olası negatif etkilerini azaltmaya yardımcı olabilir.¹²⁹

¹²⁸ Metin Saban ve Yasemin Köse, “Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar”, *Mali Çözüm Dergisi*, 60, 2002, s.145.

¹²⁹ Selim Özenalp, *Kar Dağıtım Politikası ve Kar Paylarının İstikrarlılığının İMKB’ De İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya 2000, s.1.

Firmanın kâr payı dağıtım politikasını benimsemesi ve kâr payı dağıtımına gitmesi, yatırımcılar nezdinde firmanın kârlılığı yönünde bir referans niteliği taşır. Yatırımcılar hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım ilanına tepkisiz kalmaktadır. Melez kâr payı dağıtımını getirileri olumlu yönde etkilerken, nakit hisse senedi şeklinde kâr payı, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını getirileri olumsuz etkilemektedir. Firmaların uyguladıkları kâr payı dağıtım politikaları ve bu tür politikalarda yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar, firmanın gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda kâr payı dağıttıklarına inanırlar. Bu nedenle, dağıtılacak kâr oranındaki artışlar yatırımcılar tarafından firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğunu dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal olarak, dağıtılacak kâr oranındaki düşüşlerde de yatırımcılar tarafından olumsuz bir mesaj çıkarılmaktadır. Kâr payı politikaları ile yakından ilgilenen bir diğer grup da kredi verenlerdir. Kredi verenler genellikle kendilerine borçlu durumda olan firmaların likit varlıklarının borçlarını karşılayabilecek miktarda olmasına dikkat ederler. Bu nedenle firmaların nakit kâr payı ödemeleri nedeniyle likit varlıklarını azaltmaları kredi verenlerce hoş karşılanmayacaktır. Buna karşılık bir firma kâr payı ödememe kararı almışsa ya da dağıttığı kâr payları firmanın piyasa değerini artma yönünde etkilemişse, bu takdirde firma kredi verenlerle daha rahat müzakereye girebilecek, kredi verenlerde daha uygun şartlarda kredi vermeyi düşünebileceklerdir.¹³⁰

Özellikle finans literatüründe, kâr dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusunda birçok araştırma olmasına rağmen geçerliliğini koruyan üç temel görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, Myron Gordon ve John Lintner tarafından ortaya atılan, “kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisinin olduğunu” belirten görüştür. İkincisi, Merton Miller ve Franco Modigliani tarafında ortaya atılan, “kâr dağıtım politikasının firma değerine etkisinin olmadığı” görüşüdür. Üçüncüsü ise, Litzenberger-Ramaswamy tarafından ortaya atılan “vergi tercih teorisi”dir.¹³¹

¹³⁰ Süleyman Serdar Karaca, *Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İMKB’ de Bir İnceleme*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İnönü Üniversitesi, Malatya 2007, s.121-122.

¹³¹ Ali Mohammad, Bayezid Chowdhury ve Tanbir Ahmed, “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), 2010, p.53-54.

Miller ve Modigliani (MM)'in çalışmalarında, firmanın kâr dağıtım politikasının, firmanın hisse senetlerinin pazar fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmuşlardır. Hisse senetlerinin değerinin kâr payı politikasından bağımsız olduğu yönündeki ilk çalışmadır. İkiliye göre, kâr payı dağıtımı bir detay olup, hisse senetlerinin değeri firmanın kâr payı dağıtım kararından bağımsızdır. Hisse senedinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir.¹³² MM teorisinin varsayımları şunlardır.¹³³

-Kusursuz sermaye piyasalarında hiçbir menkul kıymet alıcısı ya da satıcısı işlemleriyle menkul kıymetin cari fiyatına hissedilir bir etki yapabilecek güçte değildir. Bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgileri eksiksiz ve masrafsız olarak kullanabilirler. Menkul kıymetler alınırken, satılırken veya piyasaya sürülürken hiçbir komisyon ücreti, intikal vergisi ya da diğer işlem masrafları söz konusu değildir ve gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, gerekse kâr payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.

-Rasyonel davranışlar, yatırımcıların her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ettikleri ve elde ettikleri kıymet artısını nakit ya da ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsız olmaları anlamındadır.

- Mükemmel belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki kârlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Gordon ve Lintner; MM'in kâr payı ödemelerinin sermaye maliyetini etkilemediği görüşüne karşı çıkararak, kâr payı ödemesi azaldıkça sermaye maliyetinin arttığını öne sürmüşlerdir. Gordon ABD' de yaptığı araştırmada kâr payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatları arasında yüksek oranda bir ilişkinin olduğunu regresyon yöntemi ile bulmuştur. Gordon Modelinde, hissedarlar kısa sürede almak istedikleri kâr payını uzun süredeki kâr payına tercih etmektedirler. Değerleme açısından “daldaki kuştansa eldeki kuş” deyimine yer veren Gordon bunu açıkça ortaya koymaktadır. Hissedarların, risklerden uzak kalmak için gelecekte ortaya çıkacak kâr paylarını almak yerine mevcut veya yakın gelecekteki kâr paylarını almayı tercih edeceği kabul

¹³² Merton H. Miller ve Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34(4), 1961, pp.411-433.

¹³³ Miller ve Modigliani, p.412.

edilmektedir. Mesela, kazançları aynı fakat ödedikleri kâr payları farklı iki şirketten, kâr payı ödemesi daha fazla olan şirketin hisse senetlerinin fiyatı daha yüksek olacaktır. Hissedarlar yukarıda bahsedilen “eldeki kuş” prensibini dikkate alarak bugünkü değeri gelecekte oluşacak değere tercih edeceklerdir.¹³⁴

Vergi etkileri üzerine dayanan teori ise Litzenberger ve Ramaswamy tarafından ortaya atılmıştır. Kâr payı dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan üçüncü görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok vergi sonrası eline geçecek gelirle ilgilenir. Bazı ülkelerde uygulanan vergi yasalarına göre, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kâr payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermekten kaçınmak amacı ile, kârın işletmede alıkonarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kâr payı karşılığında ödenecek vergi kâr payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de kişilerin daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir.¹³⁵

2.1.4. Kurumsal Yönetim

Birbirinden farklı tanımlamalarla ele alınan kurumsal yönetim kavramı; en geniş anlamda, modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi anlamına gelmektedir. Bir kurumun amaç ve hedefleri doğrultusunda faaliyetlerini sürdürmesini, beşeri ve mali sermayeyi çekmesini, etkin çalışmasını ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan sağlayan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları takip etmesini ifade etmektedir. Kurumsal yönetimin esas amacı, tarafların karşılıklı hak ve sorumluluklarının belirlenmesi ve yatırımcı

¹³⁴ M. J. Gordon, “The Savings, Investment and Valuation of the Corporation”, *Review of Economics and Statistics*, 45, 1962, pp.37-51; J. Lintner, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations”, *The Review of Economics and Statistics*, 44, 1962, pp. 243-269.

¹³⁵ R. Litzenberger ve K. Ramaswamy, “The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence.”, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, pp. 163-195.

güveninin sağlanmasıdır. Bu kavramın evrensel kabul ve geçerliliği olan ilkeleri adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluktur.¹³⁶

Eşitlik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder. Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır. Hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu, sorumluluk ise; şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder.¹³⁷

Kurumsal yönetim, bir şirketin, kendi çıkarlarını gözeten kontrol edenlerin (bunlar şirketin nasıl yönetileceğine ilişkin karar alırlar), şirketin sahipleri (sermaye sağlayanlar) için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden hem kurumsal hem de piyasa tabanlı mekanizmalar seti olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal yönetim, işletme yönetiminin ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını içerir. Bütün bu ilkelerin uygulanması, aslında işletmelerin performanslarının sürekliliğinin sağlanmasının temel koşullarıdır. Zira bu ilkelerin uygulanması ile birlikte elde edilen finansal başarı sürdürülebilir değer yaratmanın bir göstergesidir. Bu nedenle, kurumsal yönetim aynı zamanda firma değerinin maksimum kılınmasını hedefleyen, başka bir ifade ile firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışıdır.¹³⁸

Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, kurumsal ve düzenleyici ortam tarafından belirlenir. Ek olarak, iş ahlakı ve ait oldukları toplumun çevre ve toplumsal değerlerinin

¹³⁶ Davut Tamer Keküllüoğlu, *Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2008,s.3.

¹³⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005, s.3.

¹³⁸ Diane K. Denis ve John J. McConnell, “International Corporate Governance”, *Journal of Financial and Quantative Finance*, 38(1), p.1-2.

bilincinde olmak gibi etmenler, şirketin imajı ve uzun vadeli başarısı üzerinde etkide bulunabilir. Şirketlerin iyi kurumsal yönetim ilkelerini benimsemeleri yatırım kararları için de önemi gitgide artan bir etmendir. Burada özellikle söz konusu olan, kurumsal yönetim uygulamaları ile yatırımın gittikçe artan uluslararası niteliği arasındaki ilişkidir. Uluslararası sermaye akışkanlığı, şirketlerin çok daha büyük bir yatırım havuzu içinden finansmana ulaşmalarını mümkün kılmaktadır. Eğer ülkeler küresel sermaye piyasasının bütün olanaklarından yararlanma ve uzun vadeli sermayeyi çekme durumunda iseler, kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler tüm ülkelerde güven telkin etmeli ve iyice anlaşılmalıdır. Şirketler esas olarak yabancı sermaye kaynaklarına dayanmıyor olsalar bile, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına bağlılık yerli yatırımcıların güvenlerinin gelişmesine yardımcı olacak, sermaye maliyetini düşürebilecek, son olarak daha istikrarlı finansman kaynaklarını harekete geçirebilecektir.¹³⁹

İyi kurumsal yönetimin tek bir modeli yoktur. Öte yandan, üye ülkelerde ve OECD içinde yapılan çalışmalar iyi kurumsal yönetimin temelini oluşturan bazı ortak öğeleri ortaya koymuştur. Bu ilkeler bağlayıcı nitelikte değildir ve ulusal yasama sistemine ayrıntılı reçeteler sunmayı amaçlamamaktadır. İlkelerin amacı bir referans noktası işlevi görmektir. İlkeler beş alanı kapsamaktadır: I) Hissedarların hakları; II) Hissedarların adil muamele görmesi; III) Doğrudan çıkar sahibi olan kesimlerin rolü; IV) Kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık; ve V) Yönetim kurulunun sorumlulukları.¹⁴⁰

Yaşanan uluslararası finansal krizlerin ve şirket skandallarının arkasında yatan önemli nedenlerden biri olarak gösterilen kurumsal yönetim, dünyada son yıllarda oldukça önem kazanan bir kavram haline gelmiştir. Bu konuda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü olarak faaliyet göstermektedir. Gelişmiş ülkeler, uluslararası finans kuruluşları ve ilişkili organizasyonlar, bu konuya çok dikkat etmeye başlamışlar, yatırım yapmadan veya kredi tahsis etmeden önce kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini gözetir hale gelmişlerdir. Ülkemiz sermaye piyasalarının, ekonomik kalkınmaya olan katkısının artırılması ve uluslararası finans sisteminin bir parçası olarak yapılandırılması hedefine yönelik olarak, SPK tarafından kurumsal yönetim

¹³⁹ TÜSİAD, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Yayın No: Tusiad-T/2000-06-285, İstanbul 2000, s.16.

¹⁴⁰ TÜSİAD, s.17.

ilkeleri belirlenmiştir. Dünyadaki uygulamalara paralel olarak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, kurumsal yönetim ilkeleri (İlkeler) oluşturulmuştur. Bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kurulan komiteye Sermaye Piyasası Kurulu'nun, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu'nun değerli uzmanları ve temsilcileri iştirak etmiş; ayrıca bir çok değerli akademisyenin, özel sektör temsilcisinin, kamu kuruluşları ile çeşitli meslek örgütlerinin görüş ve önerileri dikkate alınmış, değerlendirilerek İlkelere dahil edilmiş ve İlkelerin en üst seviyede tüm kesimlerin katkısı olan ortak bir ürün olarak ortaya çıkmasına özen gösterilmiştir. İlkelerin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayınlanan "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır. İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. Ancak bu İlkelerde yer alan prensiplerin kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren diğer anonim şirketler ve kuruluşlar tarafından da uygulama alanı bulabileceği düşünülmektedir.¹⁴¹

Kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkinin varlığını Türkiye uygulamasında araştıran çalışmalar değerlendirildiğinde; kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bunları yeterince uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının genelde daha yüksek çıktığı, halka açıklık oranı görece yüksek olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini daha ileri derecede uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere daha çok güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonuçlarına ulaşılmıştır.¹⁴²

2.1.5. Sermaye Yapıları

Firma yöneticilerinin firma değerini yükseltmek amacıyla işletme varlıklarının kullanımında izlediği finansal politikalar firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Fakat, sadece firma varlıklarının optimum kullanılması firma değeri maksimizasyonunda yeterli bir çözüm olmamakta, aynı zamanda kaynak temininde

¹⁴¹ Sermaye Piyasası Kurulu, ss.3-4.

¹⁴² Cüneyt Kahraman, *Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2008, ss.113-114.

izlenen finansal politikalarda firma değerini etkilemektedir. Firmalar finansman ihtiyaçlarını ya özsermaye kullanarak ya da borçlanarak gidermektedirler. Dolayısıyla sermaye yapısı, özsermaye ile borç arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Sermaye yapısını bir firmanın finansmanında kullandığı kısa vadeli yabancı kaynakların süreklilik gösteren kısmı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermayenin oluşturduğu yapı olarak tanımlamak mümkündür. Finansal yapı veya bir başka deyişle finansman yapısı ise, firma bilançosunun pasif tarafında yer alan toplam kısa süreli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar, imtiyazlı hisse senetleri ve özsermaye kalemlerinden oluşur. Dolayısıyla sermaye yapısı, finansal yapının parçasıdır ve firmanın finansmanında kullanılan ve süreklilik gösteren finansman kaynaklarını ifade etmektedir.¹⁴³

Firmalar faaliyetlerini sürdürmek üzere yeterli sermayeye sahip olmanın yanında faaliyetlerine uygun bir sermaye yapısına da sahip olmak zorundadırlar. Firmaların sermaye yapısı kararları finans literatürünün en tartışmalı konularından biridir. Bu tartışmalar firmaların sermaye yapısı değişikliklerinin ortalama sermaye maliyetine ve firma değerine etki edip etmediği üzerinde yoğunlaşmıştır. Finans literatüründe 1950’li yıllardan bu yana sermaye yapısı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Çeşitli varsayımlara dayanılarak geliştirilen bu yaklaşımlar temel olarak bir firmanın sermaye yapısının, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkilemediği ile ilgilidir. Bir tarafta sermaye yapısı değişikliklerinin firmaların riskini, beklenen kazançlarını, ortalama sermaye maliyetlerini ve buna bağlı olarak da firma değerini etkilediğini savunan görüş ve yaklaşımlar yer alırken diğer tarafta, sermaye yapısı değişikliklerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve firma değerinden bağımsız olduğunu savunan görüş ve yaklaşımlar yer almaktadır.

Firmaların sermaye yapısı kararlarını açıklamaya yönelik klasik sermaye yapısı yaklaşımları net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımlarıdır. Bu yaklaşımlarda piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı varsayılmıştır.

Modigliani ve Miller’in görüşleri modern sermaye yapısı araştırmalarının başlangıcı olmuştur. Modigliani ve Miller’in 1958 yılında başlayan çalışmaları tam rekabetin egemen olacağı piyasada, verginin dikkate alınmadığı koşullarda ve ilişkisizlik vurgusuyla; finansal kaldıraç şirketin firma değerini etkileyemez görüşü

¹⁴³ H. Ali Ata ve Yusuf Ağ, “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 2010, s.46.

savunulmuştur. Modigliani ve Miller'in 1963'te varsayımsal olarak biraz değiştirilen görüşlerine önce kurumlar vergisi daha sonraki yıllarda da gelir vergisi eklenmiş ve işletmeler bir bütün olarak değerlendirilmiştir. Modigliani ve Miller'in dayandığı temel varsayım arbitrajdır. Arbitraj, menkul değerlerin değişik piyasalardaki fiyat farkından yararlanılarak piyasalar arası satışı ifade eder. Bu işlem piyasalar arasındaki fiyat farklarını dengeleyen bir olgudur. Modigliani ve Miller'in yaklaşımlarında vurguladıkları önemli bir konu da sermaye piyasasındaki tüm bilgilerin bedelsiz olarak taraflara iletilebileceğidir.¹⁴⁴

Net faaliyet geliri yaklaşımında da finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun işletmenin değerinin değişmeyeceği görüşü Modigliani ve Miller'in görüşünü destekleyen bir tezi savunur. Alan yazınında bu görüş ve tezden, farklı bir görüşü savunan net gelir yaklaşımı ve geleneksel yaklaşım, işletmelerin yabancı kaynaklarının makul bir düzeye kadar arttırılarak piyasa değerinin yükseltilebileceğini savunan bir yaklaşımdır.¹⁴⁵

Modigliani ve Miller'in (1958)¹⁴⁶, ilk çalışmalarına, Modigliani ve Miller (1963)¹⁴⁷, ile vergi değişkenini dikkate alarak yeni bir yaklaşım getirmişlerdir. Bundan esinlenerek yapılan diğer çalışmalar; Miller (1977)¹⁴⁸, Pozdena (1987)¹⁴⁹, Titman ve Wessels (1988)¹⁵⁰ tarafından ileri sürülen görüşe göre, işletmeler borçlanma yoluna gittiklerinde, yapılan faiz ödemelerinin gider olarak yazılıp vergiden düşülebilmesi fakat kâr payı ödemelerinin böyle bir avantaj sağlamıyor olması nedeniyle, borçlanmayı tercih etmektedirler. Verginin olmadığı bir dünyada işletmenin sermaye maliyetinin ve piyasa değerinin onun sermaye yapısından etkilenmediği söylenebilmektedir. Kurumlar vergisinin varlığı göz önüne alındığında ise işletmenin değerinin borçlanmadan pozitif yönde etkilendiği görülmektedir.

¹⁴⁴ Yurdağül Kabakçı, "Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, (8)1, 2008, s.169.

¹⁴⁵ Oğuzhan Özeltin, *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2006, s.9.

¹⁴⁶ F. Modigliani ve M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 1958, pp. 261-97.

¹⁴⁷ F. Modigliani ve M. H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, 1963, pp. 433-43.

¹⁴⁸ M. H. Miller, "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 32, 1977, pp.261-75.

¹⁴⁹ Randall Johnston Pozdena, "Tax Policy and Corporate Capital Structure", *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, 4, 1987, pp. 37-50.

¹⁵⁰ Titman Sheridan ve Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 43, 1988, pp.1-19.

Modigliani ve Miller'ın (1958)¹⁵¹ yaptıkları çalışmadan günümüze sermaye yapısı ve kârlılık üzerine çok sayıda çalışma gerçekleştirilmiştir. Yapılan çalışmalarda firmaların faaliyette bulundukları sermaye piyasalarının tam rekabetçi piyasalar olduğu varsayılır. Fakat gerçek hayatta firmalar faaliyette bulundukları piyasalarda bir takım aksaklıklarla karşılaşır. Bunlar finansal sıkıntı maliyetleri, temsil maliyetleri ve asimetrik bilgi problemi gibi piyasa aksaklıklarıdır.

Finansal sıkıntı maliyetleri kuramı; Haugen ve Senbet (1978)¹⁵², DeAngelo ve Masulis (1980)¹⁵³, Stiglitz (1988)¹⁵⁴, tarafından geliştirilen yaklaşıma göre, işletmelerin borçlanmadan sağladıkları vergi avantajı bir süre sonra işletmenin borç/özsermaye oranının artmasına paralel olarak sabit yükümlülüklerini (faiz ve anapara ödemeleri) yerine getirememesi olasılığının artmasıyla yerini iflas olasılığına bırakmaktadır.

Temsilci maliyetleri kuramı; Jensen ve Meckling (1976)¹⁵⁵, Fama (1980)¹⁵⁶, Harris ve Raviv (1991)¹⁵⁷, tarafından ele alınan temsilci maliyetleri yaklaşımı, işletme yöneticileri ile hissedarlar ve hissedarlar ile işletmeye borç verenler arasında yaşanan çıkar çatışmalarından oluşmaktadır.

Bilgi çarpıklığı (Asimetrik bilgi) kuramı; Modigliani ve Miller'ın varsayımlarından bir diğeri de piyasadaki tüm yatırımcıların, alıcı ve satıcıların piyasa hakkında tam bilgiye sahip olduğu düşünülmektedir. Fakat gerçek hayatta bu tarafların eşit bilgiye sahip olmadıkları açıkça görülmektedir. Piyasalar asimetrik bilgi ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Ross (1977)¹⁵⁸, Myers ve Majluf (1984)¹⁵⁹, Noe (1988)¹⁶⁰,

¹⁵¹ Modigliani ve Miller, 1958, pp. 261-97.

¹⁵² Robert A. Haugen ve Lemma W. Senbet "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure," *The Journal of Finance*, 33(2), 1978, pp.383-393.

¹⁵³ Ronald W. Masulis, "The Effects Of Capital Structure Change On Security Prices", *The Journal of Financial Economics*, 1980, pp.139-178.

¹⁵⁴ Joseph E. Stiglitz, "Why Financial Structure Matters," *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 1988, pp.121-126.

¹⁵⁵ M. C. Jensen ve W H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp.305-360.

¹⁵⁶ E. F. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 1980, pp. 288-307.

¹⁵⁷ Harris Milton ve Artur Raviv, "The Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, 48, 1991, pp.297-356.

¹⁵⁸ Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 1977, pp.23-40.

¹⁵⁹ Stewart C. Myers ve Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 1984, pp.187-221.

¹⁶⁰ Thomas H. Noe, "Capital Structure and Signaling Game Equilibria," *Review of Financial Studies*, 1(4), 1988, pp.331-355.

Harris ve Raviv (1991)¹⁶¹ tarafından ileri sürülen bilgi çarpıklığı kuramı, işletme yöneticileri ile işletme dışındaki çıkar gruplarının işletme hakkında sahip oldukları bilgilerin farklılığına dayanmaktadır. Bu durumda, işletme dışı çıkar grupları, işletme yöneticilerinin borçlanma yoluna gitme veya hisse senedi ihraç etme gibi davranışlarından işletmenin gidişatı ile ilgili çıkarımlarda bulunarak, işletme yöneticileri ile aralarındaki bilgi eksikliğini en aza indirmeye çalışmaktadırlar.

Modigliani ve Miller'in (1958 ve 1963)¹⁶² çalışmalarının dayandığı varsayımlardan ikisinin gerçeğe uygun olmamasından yola çıkarak iki yeni teori daha ortaya çıkmıştır. Bu teorilerden birincisi sermaye piyasalarında işlem yapan tüm yatırımcıların firma hakkında aynı bilgi düzeyine sahip olmadığını yani asimetrik bilginin varlığını kabul eden *finansal hiyerarşi teorisidir*. Myers (1984)¹⁶³, Myers ve Majluf (1984)¹⁶⁴ yapmış oldukları çalışmalarında finansman hiyerarşisi kuramını geliştirmişlerdir. Bu kurama göre, yatırımlarını finanse etmek isteyen işletmeler öncelikle işletme içi fonlara (otofinansman), daha sonra dış fonlara (borçlanma) ve en son olarak da hisse senedi ihracına yönelmektedirler. İkincisi ise vergilerin varlığını kabul eden *denge teorisidir*. Finansal hiyerarşi teorisinde, asimetrik bilgi gibi piyasa aksaklarının firmaya ek maliyetler yüklemesi ve fon kaynakları seçiminde sıralama yapılması gözlemlenmektedir. Oysaki denge teorisi borç kullanmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı arasında bir denge olması gerektiğini savunmaktadır.

Bu görüşlerden sonra genel kabul gören görüş; finansal yapıdaki değişikliğin hisse senedi fiyatını da değiştireceği yönündedir. Yatırım projeleri ve faaliyet riskinin veri olduğu durumda finansal yapıda meydana gelen değişimler finansal risk nedeniyle işletmenin piyasa değerini etkilemektedir. İşletmeler yabancı kaynak kullanımını artırarak öz kaynaklarının kârlılığını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Başka bir deyişle, işletmeler, finansal kaldıraçtan yararlanarak piyasa değerlerini artırabilmektedir. Dolayısıyla ancak belirli bir noktaya kadar kaldıraç faktörünün olumlu etkisinden faydalanmak mümkündür. İşte bu nokta en uygun yabancı kaynak ve öz kaynak bileşimini yani “işletmenin optimal finansal yapısını” vermektedir. Optimal finansal yapı, yabancı kaynak ve öz kaynak bileşiminin hisse senedinin piyasa fiyatını

¹⁶¹ Harris ve Raviv, pp.297-356.

¹⁶² Modigliani ve Miller, 1958, pp. 261-97; Modigliani ve Miller, 1963, pp.433-43.

¹⁶³ Stewart C. Myers, “The Capital Structure Puzzle,” *The Journal of Finance*, 39(3), 1984, pp. 575-592.

¹⁶⁴ Myers ve Majluf, pp.187-221.

maksimum yaptığı durumda elde edilmektedir. Bu noktaya ulaştıktan sonra işletmenin yabancı kaynak kullanmaya devam etmesi, artan risk nedeniyle sermaye maliyetini yükseltmekte ve piyasa değerini düşürmektedir.¹⁶⁵ Şirketlerin sermaye yapılarının piyasa değerleri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu büyük ölçüde kabul edilmiş bir olgudur. Bu konuda yapılan pek çok çalışma, kaldıraç etkisinden yararlanan şirketler ile kaldıraç etkisinden yararlanmayan şirketlerin piyasa değerlerinin ve hisse senedi getirilerinin aynı olmadığını ortaya koymuştur. Her firma, piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini minimum yapacak olan optimal sermaye yapısını bulmaya çalışır.¹⁶⁶

2.1.6. Finansal Oranlar

Malî tablolarda birçok kalemin bulunduğu göz önüne alındığında, bu kalemlerin birbirleriyle karşılaştırılması suretiyle, oldukça fazla sayıda oran elde edilebileceği açıktır. Ancak, önemli olan elde edilecek oranların fazlalığı değil, bunların bir anlam ifade etmesidir. Hesaplanan oran sayısı ne olursa olsun, mali analizde kullanılacak oran sayısı yapılacak mali analizin amacına göre değişir.¹⁶⁷

Oranlar işletme faaliyet sonuçları ile mali durumunu değerlemedeki kullanış amaçları dikkate alınmak suretiyle sınıflandırılır. Buna göre oranlar aşağıdaki gibi gruplara ayrılır.¹⁶⁸

- A. Likidite Oranları
- B. Mali Yapı Oranları
- C. Faaliyet Oranları
- D. Kârlılık Oranları
- E. Borsa Performans Oranları

¹⁶⁵ Fatma Mumcu, *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2005, s.42.

¹⁶⁶ Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır ve Ahmet Erişmiş, “Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(512), 2007, s.18.

¹⁶⁷ Adem Çabuk ve İbrahim Lazol, *Mali Tablolar Analizi*, (7.Baskı), Nobel Yayınları, Ankara 2009, s.175.

¹⁶⁸ Nalân Akdoğan, ve Nejat Tenker, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, (12.Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara 2007, ss.643-682; Okka, *Finansal Yönetim: Teori ve Çözümlü Problemler*, ss.109-127; Akgüç, ss.23-87.

A. Likidite Oranları

Likidite durumunun analizinde kullanılan oranlar, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkilerin analiz edilmesinde kullanılırlar. Temel likidite oranları, cari oran, asit-test oranı ve nakit oranıdır.

a. Cari Oran: Dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösteren bir orandır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

b. Asit-Test Oranı (Likidite Oranı) : Bu oranlar stoklar olmaksızın dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranını göstermektedir.

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar-Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Fiili bilançolarda nakde dönme potansiyeli stokların nakde dönme potansiyelinden daha zayıf olan “gelecek aylara ait giderler ve gelir tahakkukları” ile “diğer dönen varlıklar” kalemleri yer alır. Bu nedenle asit-test oranının fiili bir bilançodan hareketle hesaplanması için aşağıdaki formülün kullanılması da uygundur:

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Serbest Menkul Kıymetler} + \text{Kısa Vadeli Alacaklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

c. Nakit Oranı (Disponibilite Oranı): Nakit oranı işletmenin hazır değerlerinin, kısa vadeli borçlarının ne kadarını karşılayabileceğini gösteren bir orandır.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler (Kasa + Bankalar ve Nakde Eşdeğer Varlıklar)}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

B. Mali Yapı Analizinde Kullanılan Oranlar

İşletmenin kaynak yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde kullanılan oranlar bu grupta toplanmaktadır.

a. Borçların Toplam Kaynaklara Oranı (Finansal Kaldıraç Oranı) : Bu oran kısa ve uzun vadedeki yabancı kaynakların, kaynaklar bölünmesi ile elde edilir.

Yabancı Kaynaklar Toplamı

Finansal Kaldıraç Oranı = -----

Kaynaklar Toplamı

Bu oran varlıkların ne kadarlık bir kısmının yabancı kaynaklar ile ne kadarlık bir düzeyinin ise öz kaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir.

b. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı, Bu oran özkaynakların aktif toplamına (veya pasif toplamına) bölünmesi ile elde edilir.

Özkaynaklar Özkaynaklar
----- veya -----

Aktif Toplamı Yabancı Kaynaklar + Özkaynaklar

Bu oran varlıkların yüzde kaçının işletme sahip ve ortakları tarafından finanse edildiğini ortaya koyar.

c. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların, Toplam Kaynaklara Oranı: Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, işletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Oran = -----

Toplam Kaynaklar (Pasif Toplamı)

d. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı: Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, işletmenin varlıklarının yüzde kaçının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Oran = -----

Toplam Kaynaklar (Pasif Toplamı)

e. Borçların Maddi Öz Varlığa Oranı: Yabancı kaynaklar ile özsermaye arasındaki bileşim hakkında bilgi verir. Maddi öz varlık, özkaynaklardan maddi olmayan duran varlıkların çıkarılmasıyla bulunur. Maddi olmayan duran varlıklar haklar ve aktifleştirilmiş giderlerden oluşan ve nakde dönüşmesi mümkün olmayan varlıklardır.

Yabancı Kaynaklar Toplamı

Oran = -----

Maddi Öz Varlık

f. Otofinsanman Oranı: İşletmelerin oto finansman yoluyla yaratmış oldukları kaynakların ölçülmesinde bu orandan yararlanılır. Normal şartlar altında bu oran ne kadar büyük çıkarsa işletmenin durumu o kadar iyi sayılır. İşletmeler için oto finansmanın kaynağı işletmenin kendi yarattığı kâr ile ilgilidir.

Kâr Yedekleri - Birikmiş Zararlar

Oran = -----

Ödenmiş Sermaye

g. Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı: Duran varlıkların özkaynaklara oranı, aktifteki duran varlıkların ne kadarlık kısmının özkaynaklara finanse edildiğini gösterir.

Duran Varlıklar

Oran= -----

Özkaynaklar

h. Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı: Duran varlıkların devamlı sermayeye (Özkaynaklar + Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar) oranı, işletmenin duran varlıklarının ne kadarlık kısmının uzun vadeli borçlarla ve özkaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

Duran Varlıklar

Oran= -----

Devamlı Sermaye (Özkaynaklar + Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar)

i. Maddi Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı (Yatırım Oranı) : Maddi duran varlıkların özkaynaklara oranı, işletmenin maddi duran varlıklarının ne kadarlık kısmının özkaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Orandaki maddi duran varlıklar birikmiş amortismanlar çıktıktan sonra kalan net değerleri ifade eder.

Maddi Duran Varlıklar (Net)

Oran= -----

Özkaynaklar

C.Çalışma Durumunun Analizinde Kullanılan Oranlar (Faaliyet Oranları)

Faaliyet oranları; işletmenin varlıklarını verimli kullanıp kullanmadığını ölçmede kullanılan oranlardır.

a. Stok Devir Hızı Oranı: Stok devir hızı oranı, işletmenin stoklarını ne kadarlık bir süre içinde sattığını gösterir. Başka bir anlatımla, işletmenin stoklarının bir dönemde kaç defa yenilendiğini gösterir.

$$\text{Stok Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Satılan Ticari Malların Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Mal Stok}}$$

Ortalama stok rakamı ise aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{Ortalama Stok} = \frac{\text{Dönembaşı Stok} + \text{Dönemsonu Stok}}{2}$$

Oranın sonucu, stokların bir dönemde kaç defa yenilendiğini gösterir. Eğer sonuç 360'a bölünürse, stokların bir yılda kaç günde bir yenilendiği bulunabilir (360 yerine 365 gün alınması da yaygın kullanım görüyor).

$$\text{Stokta Kalma Süresi} = \frac{360}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Stok devir hızının saptanmasında bazen satılan malların maliyeti yerine net satışlar alındığı ve net satışlara ortalama stokun bölündüğünü görülmektedir.

b. Alacakların Devir Hızı Oranı: Alacakların devir hızı oranı, işletmenin alacaklarını ne kadarlık bir süre içinde tahsil ettiğini gösterir. Bu oran, alacakların bir dönemde kaç defa tahsil edildiğini ifade eder.

$$\text{Alacakların Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Kredili Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacak}}$$

Oranın sonucu 360'a bölündüğünde, alacakların bir yılda kaç günde bir tahsil edildiği bulunabilir (360 yerine 365 gün alınması da yaygın kullanım görüyor).

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

c. Hazır Değerler Devir Hızı Oranı: Hazır değerler devir hızı oranı, işletmenin kasa, banka vb. hazır değerlerinin satışlar ile kaç ayda karşılandığını gösterir.

Net Satışlar

Hazır Değerler Devir Hızı Oranı = -----

Ortalama Hazır Değerler

d. Net Çalışma (İşletme) Sermayesi Devir Hızı Oranı: Net çalışma sermayesi devir hızı oranı, işletmenin net çalışma sermayesinin bir dönemde kaç defa devrettiğini, net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını gösterir.

Net Satışlar

Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı = -----

Ortalama Net İşletme Sermayesi

(Net İşletme Sermayesi = Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

e. Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı: Dönen varlıklar devir hızı oranı, işletmenin dönen varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılır. Oranın her işletme açısından geçerli olabilecek standart bir sonucu yoktur. Bu sebeple her işletmenin özelliğine göre oranın sonucu değişik yorumlanabilir.

Net Satışlar

Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı = -----

Ortalama Dönen Varlıklar

f. Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı: Duran varlıklar devir hızı oranı, işletmenin duran varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılır. Oranın sonucu, her işletmenin özelliğine göre farklı yorumlanabilir. Bu nedenle oranın standart bir sonucu yoktur.

Net Satışlar

Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı = -----

Ortalama Duran Varlıklar

g. Toplam Aktifler Devir Hızı Oranı: Toplam aktifler devir hızı oranı, işletmenin tüm aktiflerinin verimliliğini ölçmede kullanılır.

Net Satışlar

Toplam Aktifler Devir Hızı Oranı = -----

Ortalama Toplam Aktif

Oranın düşük olması işletmenin tam kapasite ile çalışmadığını göstermektedir.

h. Özkaynaklar Devir Hızı Oranı: Özkaynaklar devir hızı oranı, işletmenin özkaynaklarının verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren bir orandır.

$$\text{Özkaynaklar Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Özkaynaklar}}$$

D. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, işletmenin kârlı bir şekilde çalışıp çalışmadığını ölçmede kullanılan oranlardır.

a. Kâr ile Satışlar Arasındaki İlişkiyi Gösteren Oranlar

1- Brüt Satış Kârı / Net Satışlar (Brüt Kâr Marjı) Oranı

İşletmenin net satışlarının yüzde kaçının brüt satış kârı olduğunu gösteren orandır. Başka bir anlatımla, her yüz liralık satışın içindeki brüt satış kârı tutarını veren orandır.

2- Faaliyet Kârı / Net Satışlar Oranı

İşletmenin net satışlarının yüzde kaçının faaliyet kârı olduğunu yani esas faaliyetlerinden ne ölçüde kâr elde edildiğini gösterir.

3- Olağan Kâr / Net Satışlar Oranı

İşletmenin olağan kârının, net satışlarının yüzde kaçını oluşturduğunu gösteren orandır. Oran, işletmenin olağan faaliyetleri sonucunda elde edilen kârın yeterli olup olmadığını gösterir.

4- Dönem Kârı / Net Satışlar Oranı

İşletmenin net satışlarının yüzde kaçının dönem kârı olduğunu gösteren orandır.

5- Dönem Net Kârı / Net Satışlar (Net Kâr Marjı) Oranı

İşletmenin dönem net kârının yeterli olup olmadığını ölçmede kullanılan orandır.

b. Mali Rantabilite Oranı (Özsermaye Getiri Oranı)

Mali rantabilite oranı, işletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynaklarının verimli kullanılıp kullanılmadığının ölçülmesinde kullanılır. Oran, işletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını gösterir.

$$\text{Mali Rantabilite Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynak Toplamı}}$$

c. Ekonomik Rantabilite Oranı (Yatırım Verim Oranı): Ekonomik rantabilite oranı, işletmenin toplam kaynaklarının ne ölçüde kârlı kullanıldığını gösterir. Oran, işletmeye yatırılan toplam sermayenin getirisini ölçmede kullanılır. Toplam sermayenin, aktif toplama denk olması itibarıyla, bu oran yatırımların getiri oranını da ölçmüş olur.

Vergiden Önceki Kâr + Faiz Gid.

Ekonomik Rantabilite Oranı = -----

Toplam Kaynaklar (Pasif)

Ekonomik rantabilite oranının payına, özkaynağın getirisi olan “vergiden önceki kâr” ile yabancı kaynağın götürüsü olan “faiz giderleri” toplanarak yazılmakta ve bu toplam işletmenin toplam varlıklarına bölünmektedir.

d. Aktif Getiri Oranı

Aktiflerde yapılan yatırımın net kârlılığını göstermektedir. Bu oranın yüksek olması şirketler için iyidir. Fakat şirketlerin aktif kârlılık oranı kadar yapılan yatırımların finansmanından öz kaynak ya da yabancı kaynak kullanıldığı da önemlidir. Bu oran aşağıdaki formülle hesaplanır:

Net Kâr

Mali Rantabilite Oranı = -----

Toplam Aktifler

e. Faizleri Karşılama Oranı: Faizleri karşılama oranı, işletmenin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerini bir dönemde kaç kere kazandığını gösterir. İşletmenin ödemesi gereken faizleri, kolaylıkla ödeyip ödeyemeyeceğini gösteren orandır.

Vergiden Önceki Kâr + Faiz Giderleri

Faizleri Karşılama Oranı = -----

Faiz Giderleri

f. Başa Baş Noktası (Kâra Geçiş Noktası) : Başa baş noktası, işletmenin gelirleri ile işletmenin giderlerinin birbirine eşit olduğu noktadır. Başabaş noktası hem miktar cinsinden hem de tutar cinsinden hesaplanabilir.

Toplam Sabit Giderler

Başa Baş Noktası (Miktar) = -----

Birim Katkı Payı (Satış Fiyatı – Birim Değişken Gider)

Toplam Sabit Giderler

Başa Baş Noktası (Tutar) = -----

Katkı Oranı

Katkı oranı, birim katkı payının satış fiyatına veya toplam katkı payının, toplam satış gelirlerine bölünmesiyle bulunur.

E.Borsa Performans Oranları

a) Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır. Fiyat/Kazanç oranı bir şirket hissesinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına elde edilen net kâr miktarına oranıdır;

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kâr}$$

b) Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Bir şirketin piyasa değerinin, şirketin özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir;

$$\text{Piyasa Değeri} / \text{Defter Değeri} = \text{Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye}$$

c) Tobin q Oranı

Bir şirketin borç ve özkaynaklarının piyasa değerinin varlıklarının cari yerine koyma maliyetlerine oranına, ekonomist James Tobin'in ortaya atmış olması nedeniyle, çoğu kez Tobin q'su denir. Finansal göstergelerden olan Tobin q şirket yönetimi tarafından oluşturulan gerçek değer bir ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Daha yüksek Q değeri, daha yüksek şirket değerini ifade etmektedir. Tobin q oranı işletmenin maddi varlıklarının maliyet değerinde daha fazla değer ifade ettiğini göstermektedir. Teoriye göre eğer Tobin q oranı 1 den büyük ise ve aynı zamanda rakip şirketlerin Q'larından da daha büyük ise şirketin benzer şirketlere göre daha fazla kâr elde etme yeteneği bulunmaktadır. Q değeri olağan dışı yüksek kârlar elde etme gücünün bir ölçümüdür.¹⁶⁹ Şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Tobin q Oranı} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Tahmin Edilen Yerine Koyma Maliyeti}}$$

d) Temettü (Kârpayı) Ödeme Oranı

Bir şirketin elde ettiği kârın yüzde kaçını ortaklara dağıttığını gösteren bu oran pay başına dağıtılan kâr payının, pay başına düşen kâra bölünmesi ile bulunur.

¹⁶⁹ T. A. Stewart, *Intellectual Capital: The New Wealth of Nations*, Doubleday Dell Publishing Group, New York 1997, p.253.

$$\text{Temettü Ödeme Oranı} = \frac{\text{Hisse Başına Kâr Payı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

e) Fiyat/Nakit Akım Oranı

Firmanın piyasa değeriyle nakit akımları arasındaki ilişkiye dayandırılır. Uygulamada nakit akım oranı net kâra amortismanların eklenmesiyle hesaplanır

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı (Net Kâr + Amortisman)}$$

f) Fiyat / Satış Oranı

Firmanın borsadaki değerinin iş hacminin kaç katı olduğunu gösterir ve aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Fiyat / Satış Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Net Satışlar}$$

2.1.7. Birleşme Politikaları

Literatürde iki çeşit şirket büyüme stratejisi vardır. Bunlar; içsel ve dışsal büyümedir. Şirketlerin mevcut kapasitelerini arttırmak için, şirket içinden veya dışından kendi imkânlarıyla sağladıkları fonlarla, yeni projelere yatırarak gerçekleştirdikleri büyüme türüne içsel büyüme denir. Bir şirketin, diğer şirket veya şirketlerin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümesine ise dışsal büyüme denir. Dışsal büyüme yollarından birisi olarak kabul edilen şirket birleşmelerinin farklı şekillerde gerçekleştikleri görülmektedir. En yaygın birleşme türleri üç sınıfa ayrılmaktadır. Bunlar;

- a) Yatay Birleşmeler
- b) Dikey Birleşmeler
- c) Küme (Çapraz) Birleşmeler

Yatay birleşmeler; üretim veya dağıtım zincirinin aynı seviyesinde bulunan şirketlerin diğer bir ifadeyle aynı mal ya da hizmet piyasasında ve piyasanın aynı seviyesinde faaliyet gösteren şirketler arasında yapılan birleşmedir. Dikey birleşme, üretim veya dağıtım zincirinin farklı halkalarında bulunan iki veya daha fazla işletmelerin birleşmesine başka bir deyişle bir mal veya hizmet üretiminin farklı aşamalarındaki firmaların birleşmesidir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların birleşmesi küme birleşmesidir.

İşletmeleri birleşmelere iten temel neden büyüme olmakla birlikte literatürde başka pek çok nedenlerle de birleşmelerin gerçekleştirildiği ifade edilmektedir. Bu nedenlerin sayısı ve önem dereceleri de birleşmelerin gerçekleştirildiği ülkelerin sosyoekonomik şartlarına işletmelerin özelliklerine ve zamanın şartlarına göre farklılık gösterebilmektedir. Literatürde en fazla üzerinde durulan birleşme nedenlerini; sinerjiden yararlanmak, yönetim becerilerinin yükseltmek ve etkinliği sağlamak, ölçek ekonomisinden yararlanmak, faaliyet çeşitlendirmek, global değişimler, vergi avantajlarından yararlanmak yatay ve dikey bütünleşmenin sağlanması şirketlerdeki serbest nakit akımları, teknoloji, psikolojik nedenler gibi nedenler olduğu görülmektedir.¹⁷⁰ Birleşme ve satın alma sonucu işletmelerin piyasa fiyatlarındaki hareketin daha iyi anlaşılabilmesi için borsa endeksinin hareketi de göz önüne alınmalıdır. Aksi takdirde değerlendirme sağlıklı olmayacaktır.

Birleşmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri ile ilgili olarak, çalışmalarda genel olarak ulaşılan üç yaygın sonuçtan bahsedilebilir: 1- Hedef firma hissedarlarının satın alma sonrası pozitif anormal getiriler elde etmesi, 2- Satın alan firma hissedarlarının aleni alım teklifi sonrası çok az anormal getiri elde etmesi veya hiç anormal getiri elde edememesi, 3- Satın alan firmanın hissedarlarının birleşme sonrası negatif anormal getiri elde etmesi. Yapılan çalışmaların çoğunda hisse senediyle finanse edilen birleşmelerde negatif anormal getiri elde edildiği, nakitle finanse edilen birleşmelerde ise pozitif anormal getiri elde edildiği ortaya çıkmaktadır. Satın alma işleminin birleşme şeklinde yapılması halinde getirilerin negatif olduğu, aleni alım teklifi şeklinde yapılması halinde ise pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁷¹

Birleşme ve satın alma sonrası elde edilen kârlılık ve satış hacmi başarının ölçüsü olarak ele alındığında, birleşmelerin etkisi dört şekilde yorumlanabilir.¹⁷² Bunlar;

- Birleşmeler hem satışları hem de kârlılığı arttırıyorsa, birleşen işletmelerin piyasa etkinliği artar.

¹⁷⁰ Mustafa Çolak, *Şirket Birleşmeleri ve Rekabete Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilimdalı, Kahramanmaraş 2006, s.31.

¹⁷¹ Levent Çıtak ve Fatma Kaplan Yıldız, “Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 2007, s.275.

¹⁷² Bahadır Gülmez, *Şirketlerde Birleşme Devralma ve Devralan Şirketin Hisse Senedi Performansı Açısından İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı, İstanbul 2006, s.23.

- Birleşmeler hem kârları azaltıp, hem de satışları azaltıyorsa birleşen işletmelerin piyasa etkinliği azalır.

- Birleşmeler kârları azaltıp satışları arttırıyorsa, birleşen işletmelerin pazar payı artmasına rağmen pazar gücü azalmıştır.

- Birleşmeler kârları artırıp satışları azaltıyorsa, birleşme sonrası işletmenin pazar payı azalmasına rağmen pazar gücü artmıştır.

Literatürde, araştırmacılar tarafından farklı ülkeler, farklı dönemler ve çeşitli sektörlerden şirketlerin tarafı olduğu birleşme ve devralma işlemlerinde, işlemin açıklanması üzerine hedef ve alıcı şirket ortaklarınca sağlanan getirilerin sonucunda ortaya çıkan bulgular aşağıda özetlenmiştir.¹⁷³

- Farklı ülkelerde yapılan çalışmalar genel olarak birleşme ve devralmalarda hedef firma hissedarlarınca alıcı firmaya göre çoğunlukla daha yüksek getiri sağlandığına işaret etmektedir.

- Genellikle hedef firma hisse senetlerinden olay penceresinde açıklamaya bağlı olarak pozitif aşırı getiri elde edildiği belirlenmiştir. Öte yandan alıcı firma hissedarlarınca aşırı getiri sağlanıp sağlanamadığı konusundaki bulgular çelişkili olup, bulgular genel olarak sağlanamadığı yönündedir.

- Ödemenin nakden yapıldığı birleşme ve devralmalarda, hedef şirket hisselerinde, hisse senedi değişimi ile ödeme yönteminin yeğlendiği işlemlere göre olay penceresinde daha yüksek düzeyde pozitif aşırı getiri sağlanmaktadır.

- Ana faaliyet konusuyla ilgili birleşme ve devralmaların değer yaratma olasılığı daha güçlüdür.

- Halka açık hedef şirketlerde, pay alım teklifi şeklinde yapılandırılan birleşme ve devralmalarda anlaşmalı işlemlere göre genellikle daha yüksek getiri sağlanmaktadır.

- Göreli olarak küçük ölçekli alıcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde olay penceresinde daha iyi hisse performansı gözlenmektedir.

- Finans sektöründeki birleşme ve devralmalar genellikle hisse senedi performansını olumlu etkilemektedir.

- ABD’de beşinci dalga döneminde yapılan banka birleşmeleri 1980’li yıllarda yapılanlara göre daha iyi performans göstermiştir.

¹⁷³ Metin Yılmaz, *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2010, s.201.

- Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde finansal hizmetler sektöründe beşinci dalga döneminde yaşanan konsolidasyon eğilimi sırasında gerçekleşen birleşme ve devralmalarda hedef şirket ortaklarınca pozitif aşırı getiri sağlanmış, aynı ülke sınırları içindeki işlemler sınır ötesi işlemlere göre daha iyi performans sergilemiştir.

2.1.8. Finansal Performans

Firmalardaki performans değerlemeye yönelik anlayış ve yaklaşımlar geçmişten günümüze sürekli gelişen ve değişen dinamik bir süreç olarak gerçekleşmektedir. Finansal performans ölçütleri, geçmişten beri kullanılmakta olan, geleneksel olarak bilinen muhasebe tabanlı performans ölçütleri ile modern finansal yönetimin bir ürünü olan değere dayalı performans ölçütlerinden oluşan ve işletme stratejilerinin ne kadar doğru olduğunu, yönetimlerce başarılı uygulanıp uygulanmadığını ölçen sistemlerdir. Finansal ölçütler, geçmişin ve bugünün ölçülebilen ekonomik sonuçlarını özetlemede kullanılan ve hissedar değerini ön planda tutan yaklaşımlardır. Günümüzde sadece finansal göstergelere dayalı performans ölçümleri, işletmelerin performansını değerlendirmede yeterli görülmemektedir. Geleneksel performans değerlendirme yöntemleri tek boyutlu olup finansal göstergeler ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Finansal ölçümlerin sağladığı katkılar da dinamik çevre koşullarında yetersiz kalmaktadır.¹⁷⁴

Şirket performansının başarılı veya başarısız olduğunun değerlendirilmesi için en yaygın şekilde kullanılan metotlar birkaç on yıldır kullanımda olan geleneksel finansal ölçüm araçlarıdır. Geleneksel finansal ölçüm araçlarından en çok bilinen ve işletmelerce tercih edilenleri; Hisse Başına Kazanç, Nakit Akımları, Aktif Kârlılığı, Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kâr ve Özsermaye Kârlılığıdır. Geleneksel performans ölçütleri olarak adlandırılan bu oranlar, hissedar değeri odaklı bir anlayıştan daha ziyade muhasebe kârlılıklarından hareketle firma performansını açıklamaya çalışırlar. Günümüzdeki dinamik çevre koşulları düşünüldüğünde ise işletmelerin hızlı geri bildirim alabilmeleri önem kazandığı için geçmiş hakkında bilgi sağlayan finansal performans ölçütlerinin sağladığı katkılar sınırlı kalmaktadır. Endüstrilerin gelişmesi ve daha kompleks bir yapıya bürünmeleriyle birlikte, organizasyonlar bu geleneksel finansal ölçüm araçlarının bir takım kritik mevzulara cevap bulmakta yetersiz kaldığı

¹⁷⁴ Hatice Sarıaltın, *Örgüt Performansının Ölçülmesi ve Geliştirilmesinde Kıyaslama Yöntemi ve İmalat Şirketlerinde Kıyaslama Uygulamaları*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Sakarya 2003, s.20.

sonucuna varmıştır. Bu durum, performans değerlendirmesi için yeni ölçütler bulunması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır.¹⁷⁵

Aslında dikkatle incelendiğinde yukarıda bahsedilen tüm geleneksel performans ölçülerinin birbirine paralel sonuçlar ürettiği görülecektir. Geleneksel ölçüler daha çok spesifik amaçlarla kullanıldığında işletme açısından faydalı sonuçlar üretirken, tüm işletme ve birim performansını ölçmek söz konusu olduğunda içerdikleri bilgi bakımından yetersiz kalabilmektedir. Bu yetersizlik, geleneksel ölçütlerin firmanın finansal performansı ile ilgilenen içsel ya da dışsal çıkar gruplarının farklı ihtiyaçlarını aynı anda karşılayamamalarından kaynaklanmaktadır. Değer temelli modern performans ölçülerinin yapmaya çalıştığı ise, bu geleneksel performans ölçülerini, işletmenin gerçek ekonomik performansını göstermeleri için düzenlemekten ve onlara gerekli yeni bilgileri ilave etmekten başka bir şey değildir. Değere Dayalı Yönetim yaklaşımının işletmelerde etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, gerek firma değerinin belirlenmesinde, gerekse firma değerinin yönetimi ve performansının ölçülmesinde de kullanılan birçok değere dayalı performans ölçütü finans literatüründe yerini almıştır. Bunların en önemlileri; Ekonomik Katma Değer (EVA), Nakit Katma Değer (CVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA)'dır.

Ekonomik katma değer (EVA), işletmelerin bir dönem içerisinde yarattığı gerçek değer belirlenmesinde kullanılan bir ölçüttür. EVA ile ortakların yatırdıkları sermayenin karşılığında elde ettikleri değer hesaplanmaktadır. EVA'nın bu niteliğinin yanı sıra, günümüzde daha fazla işletme bir performans ölçütü olarak EVA'yi kullanır hale gelmiştir. EVA, şirketin ekonomik kâr yaratma yeteneğini ölçmeye yarayan finansal bir göstergedir. Bir başka deyişle EVA sermayenin maliyetini aşan kazançtır ki, bu pay sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren bir ölçüdür. EVA, kâr hesaplanmasında sermayenin maliyetini de dikkate alarak, diğer ölçüm sistemlerinden farklılaşır. Bu yüzden EVA ile diğer değerlendirme yöntemlerin, örneğin muhasebe tabanlı kâr yönteminin önemli farkı sermaye maliyetinin dikkate alınmasıdır, hâlbuki kâr modelinde tüm kaynakların maliyeti dikkate alınmamaktadır. Bu durum, organizasyonda bulunan herkesin daha başarılı olması ile daha iyi bir iş yaşantısı sağlayan bir firma kültürünü oluşturur. Sonuç olarak EVA sayesinde hissedarların,

¹⁷⁵ A.M. Ghalayini ve J.S. Noble, "The Changing Basis of Performance Measurement", *International Journal of Operations & Production Management*, 16(8), 1996, p.63.

müşterilerin ve de çalışanların varlık düzeyi artmaktadır.¹⁷⁶ MVA, firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkı göstermektedir. Şöyle ki; eğer bir şirketin toplam piyasa değeri ona yatırılan sermayeden büyükse şirketin hissedar değeri artmıştır. Eğer şirketin piyasa değeri yatırılan sermayeden daha düşük ise firmanın değeri azalmıştır. MVA, hissedarın yatırımına firmanın ne kadar değer eklediğini ya da değer azalmasına neden olduğunu gösterir. Bir şirketin pozitif veya negatif MVA' ya sahip olması o şirketin sermaye maliyeti ile kıyaslandığında getiri oranının seviyesine bağlıdır. Cari yıla ait pazar katma değeri ise, gelecekte elde edilecek EVA değerlerinin bugünkü değere indirgenmiş biçimi olarak ifade edilmektedir. CVA, sadece nakit kalemleri içermesi dışında EVA ile benzer özellikler taşımaktadır. Ancak CVA ilgili dönem içerisinde sermaye maliyetlerinin sabit olduğu varsayımına dayanır. EVA getiriye dayalı bir yöntem iken, CVA kontrol ve karar sürecinde baştan sona ana girdi olarak nakit akımların kullanılmaktadır.¹⁷⁷

EVA, sermayeden elde edilen kazanç oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın, sermaye (borç ve öz sermaye toplamı) ile çarpılması ile elde edilir.¹⁷⁸

EVA= Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı- (Yatırılan Sermaye*Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

MVA, genelde firmanın piyasa değeri ile firmaya yatırılan sermaye arasındaki fark olarak bilinmekte olup, sadece halka açık: ve hisse senetlerinin piyasa fiyat) belli olan firmalarda hesaplanabilmektedir ve şu şekilde formüle edilmektedir;¹⁷⁹

MVA=Firmanın Piyasa Değeri – Firmanın Defter Değeri

CVA ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir;¹⁸⁰

CVA = Vergi Sonrası Net faaliyet Kârı + Amortismanlar – Batık Fonların Amortismanı -Yatırılan Brüt Sermayenin Sermaye Maliyeti Tutarı.

Gelenkesel performans ölçütlerinin eksiklerini tamaladığı iddia edilen değer temelli modern performans ölçülerinin kabul edilmesiyle birlikte, bu modern ölçütlerle

¹⁷⁶ Saeid Babapour, *Sermaye Yapısı ile Ekonomik Katma Değer İlişkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansman Bilim Dalı, Ankara 2008, s.49.

¹⁷⁷ M.Başaran Öztürk, "Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem-Ekonomik Katma Değer-", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(3-4), 2004, s.355-356.

¹⁷⁸ M.R. Pourali ve M. Taghavi, "The Study and Analysis of Value Creating Criteria of Performance Assessment in Identification of Different Levels of Financial Health: Evidence From Iran", *Indian Journal of Science and Technology*, 4(10), 2011, p.1378.

¹⁷⁹ Pourali ve Taghavi, p.1378.

¹⁸⁰ Öztürk, s.356.

hem işletme performansının belirlenmesi hem de hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin belirlenmesi finans literatürünün ilgi odağı olmuştur.

2.1.9. Beta Katsayısı

Bir hisse senedinin riski piyasa riski ve firmaya özgü risk olmak üzere iki kısımdan oluşur. Genel piyasa ve ekonomik koşullardan kaynaklanan piyasa riski çeşitlendirme ile elimine edilemez. Bir hisse senedinin piyasa riski onun beta katsayısı ile ölçülür. Beta katsayısı, bir işletmenin hisse senetlerine ait getirilerin pazar endeksinin getirilerine olan duyarlılığını ölçmede kullanılan bir risk ölçüsüdür. Pazar endeksinin duyarlılığı yüksek olan hisse senetleri, duyarlılığı düşük olanlara göre daha risklidir. Bir menkul varlığın ya da bir yatırımın betası bire eşitse o menkul varlık veya yatırımın verimi, pazar verim oranlarındaki değişmeler ölçüsünde ve de direkt olarak değişme gösterecektir. Şayet beta birden küçükse, menkul varlığın pazar verim değişmelerinin nazaran değişimi daha az oranda olacaktır. Menkul varlığın betası birden büyükse, pazardaki verim değişmelerinin söz konusu menkul varlık veya yatırımın veriminde büyük ölçülerde değişmeler sağlayacağı anlaşılmalıdır.¹⁸¹

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline göre, regresyon modeli kullanılarak beta katsayısı aşağıdaki gibi ifade edilir;¹⁸²

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Burada;

R_{it} : i firmasının t dönemindeki getirisi,

R_{mt} : aynı dönemde i firmasının içinde bulunduğu piyasanın getirisi.

Bu katsayı aynı zamanda hisse senedi getirisinin pazar getirisine göre kovaryansı ile pazarın varyansının bölümü ile de bulunabilir.

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / R_m$$

2.1.10. Uluslararasılaşma

Genellikle bu süreç direkt yada dolaylı olarak yani bir aracı yardımıyla ihracat yapmak ile başlar ve bu süreç şirketlerin imkanları dahilinde yabancı bir ülkede ortaklık yada doğrudan yatırım yapmaya kadar devam eder ve bu olgu günümüzde

¹⁸¹ Mustafa Kırılı, "Halka Açık Olmayan Şirketlerde Sistemik Risk Ölçütü Beta Katsayısının Tahmin Edilmesi", *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 13(1), 2006, s.123.

¹⁸² Brealey vd., s.272.

uluslararasılaşma olarak adlandırılır. Liteatürde, ihracat aşamasında olmak uluslararasılaşma olarak kabul edilmektedir.¹⁸³

Uluslararası işletmelerin temel unsurları şöyle sıralanabilir:¹⁸⁴

1. Birden çok ülkede faaliyet gösterirler.
2. Asıl faaliyet alanları, bir yada birden çok mal ve hizmetin uluslararası düzeyde üretimi, dağıtım ve pazarlaması olup, bununla birlikte doğrudan yatırım ve teknoloji, yönetim ve organizasyon transferi gerçekleştirirler.
3. Kendilerine bağlı tüm kuruluş ve uzantıların faaliyet ve yönetimlerini merkezi kararlarla etkiler ve / veya kontrol ederler.
4. Güçlü bir finans yapıları vardır.
5. Modern ve üstün bir teknolojiye sahiptirler.
6. Uzmanlaşılmal ve hizmetlerle ilgili olarak merkezi plân ve programlar şirket bütünlüğü açısından uluslararası düzeyde yapılır.
7. Şirketlerle çoğu kere anavatan devletleri arasında organik bir ilişki bulunur.
8. Uluslararası işletmeler temelde özel sermayeye dayanır.
9. İşletme bütünlüğü, ana ülke kâr/kazanç ve ekonomik çıkarların küresel ölçüde maksimumlaştırılması ana ilkedir.
10. Faaliyet alanlarıyla ilgili aksak rekabet şartlarını oluşum sürecinde bizzat yada aralarında anlaşma yoluyla oluşturmuşlardır.
11. Uluslararası işletmeler, ulusal ve uluslararası ekonomik, siyasal, sosyal vb. güçlükleri etkisizleştirerek gelişir ve yaygınlaşırlar.
12. Uluslararası işletmelerin ulusal ve uluslararası istikrarsızlıklardan uzun dönemde etkilenme olasılıkları nispi olarak düşüktür.
13. Uluslararası işletmeler, üretim faktörlerinin ve imkânlarının uluslararası dağılımında rasyonellik ve optimalliğe ulaşarak maliyetlerde tasarruf yapabilirler.

¹⁸³ Seda Avcı, *İşletmelerin Uluslararasılaşması ve Küresel Markalaşma: Dyo Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilimdalı, İzmir 2007, s.36.

¹⁸⁴ Hamit Dayanır, *Konaklama İşletmeleri İçin Uluslararasılaşma Yolları ve Uluslararasılaşma Yolu Olarak Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye'deki Gelişimine Yönelik Bir İnceleme*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü Turizm İşletmeciliği Eğitimi Anabilim Dalı, Ankara 2006, ss.4-5; Şatiroğlu, Kadir D., *Çok Uluslu Şirketler*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 536, Ankara 1984, ss.25-26.

14. Uluslararası işletmeler sonuç olarak, esnek ve dinamik yapıda firma yada firmalar grubundan müteşekkil olup sadece çok uluslu değil, bununla birlikte ve bundan daha çok boyutlu niteliktedir.

Yerel bir işletme, uluslararası bir işletmeye dönüşürken bir birlerinden farklı ama birbirleriyle bütünleşen bir takım aşamalardan geçmektedir. Bu aşamalar, süre açısından her bir işletme için farklılıklar göstermektedir. Bazı işletmeler bu aşamaları kısa bir sürede tamamlarken bazıları ise, yıllarca süren bir süreç yaşamaktadırlar. Bu aşamalar şunlardır:¹⁸⁵

1.İhracat Aşaması: İhracat aşaması, çoğu zaman bir işletmenin dış piyasalarla tanıştığı ilk adım olarak sayılmaktadır.

2.Doğrudan Satış ve Pazarlama Aşaması: İhracat yoluyla dış pazarlara girebilen firmalar, ikinci aşama olarak yabancı ülkelerde satış veya pazarlama birimleri açmak ya da ürettiklerini pazarlayacak işletmelerle araştırmalar yapmak yoluna giderler.

3. Dışarıda Ortak Üretim Aşaması: Dış bir ülkede ortak üretime başlamakla firmalar uluslar arasılaşma sürecinde etkili bir adım atmış olacaklardır. Böylelikle üretim sürecinin bir kısmı ev sahibi ülkeden yabancı bir ülkeye transfer edilmiş olmaktadır. Dışarıda ortak üretime başlayan işletme, çoğunlukla teknoloji ve bilgi transferini de gerçekleştirmek zorunda kalmaktadır.

4. Ortak Yatırım: Uluslararasılaşmanın en önemli adımı olan bu safhada bir çok değişken işletmenin kararlarını etkileyecektir. Tecrübe faktörü, ölçek ekonomisi, firmanın arz kapasitesi, üretim sürecinin esnekliği veya transfer edilebilirliği, yatırım yapılacak ülkedeki yasal düzenlemeler ve teşvikler, rakiplerin hareketleri, bilgiyi ya da know-how'ı dış ülkeye taşıma maliyetleri, kültürel ve politik faktörler, dış yatırımın niteliğini etkilemektedir.

5. Dışarıda Doğrudan Üretim Aşaması: Dışarıda doğrudan üretim, daha önceden ortak yatırımlara girişmiş olan çokuluslu işletmelerin şartlar oluştuğunda tercih ettikleri bir aşamadır. Bu safhada çokuluslu işletme, dış ülkede kendi tesislerini tamamen kendi kurmakta, ülkenin kendine has özelliklerine göre yeni ürün üretmek veya kendi ürünlerinde küçük değişiklikler yaparak ürünlerin pazarlamasını kendisi yapmak yolunu tercih etmektedir.

¹⁸⁵ Avcı, ss.50-52.

6. Küresel Entegrasyon Aşaması: Çokuluslu işletmelerin küresel işletmeye dönüşmesi olarak adlandırılabilir bu aşamada dış ve iç faaliyetler tamamen entegre hale gelmekte, başka deyişle bütünleşmektedir.

Şirketleri uluslararasılaşması ile firma performansı ve hisse senedi getirileri üzerinden bir çok çalışma yapılmasına rağmen ortak bir karardan söz etmek mümkün değildir. Yapılan çalışmalarda uluslararasılaşmanın pozitif etkisinin olduğunu, hiçbir etkisinin olmadığını veya negatif etkisinin olduğunu ileri süren görüşler ortaya çıkmıştır. Ayrıca, bu etkinin doğrusal olmadığını zaman içinde değiştiğini bu değişiminde ‘U’ şeklinde veya ters ‘U’ şeklinde olduğunu ileri süren görüşlerde ortaya çıkmıştır.

2.1.11. Firma Büyüklüğü

Firmada büyüme kavramı, firmanın satışlarının artması veya mevcut üretim kapasitesinin artırılması anlamına gelmektedir. Benzer şekilde büyüme, personel sayısı ile ilişkilendirilmekte ve personel sayısındaki artış büyümenin bir işareti olarak kabul edilmektedir. Muhasebe ve finans açısından bakıldığında da büyüme, firmanın bilançosundaki aktif toplamı ve sermaye artışı ile ilgili bir olay niteliğine bürünmektedir. Genel olarak bakıldığında; “büyüme belli bir zaman süreci içinde firmanın belli bir ölçekten başlayarak yapısını oluşturan maddi ve beşeri unsurlarda meydana gelen niteliksel ve niceliksel bir dizi değişim ve gelişim faaliyetidir” denilebilir.¹⁸⁶

Finansal literatürde, firma büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir. Çalışmaların bir kısmında küçük firmaların hisse senedi getirilerinin büyük firmaların hisse senedi getirilerine oranla yatırımcısına daha yüksek getiri kazandırdığı görülmüş, yani hisse senedi getirileri ile firma büyüklüğü arasında negatif ilişkiler bulunmuştur. Buna büyüme anomalisi adı verilmiştir. Banz (1981)¹⁸⁷ ve Reinganum (1981)¹⁸⁸ tarafından Amerikan menkul kıymet piyasaları için ilk ortaya konduğundan bu yana, küçük firmaların hisse senetlerinin büyük firmaların hisse

¹⁸⁶ Tamer Koçel, *Büyüyen İşletmelerde Karşılaşılan Yönetim ve Organizasyon Sorunları*, İstanbul İTO Yayınları, Yayın No:32, 1993, ss.2-3,9.

¹⁸⁷ Rolf W. Banz, “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, pp.3-18.

¹⁸⁸ Mark R. Reinganum, “Misspecification Of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based On Earnings Yields And Market Values”, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, pp.19-46.

senetlerine oranla normalin üzerinde getiri sağladığını gösteren çok sayıda akademik çalışma yayınlanmıştır. Ancak yapılan bazı çalışmalar ise büyüklük etkisinin zaman içinde değişebileceğini ortaya koymuştur.

2.1.12. Momentum ve Zıtlık

Basit alım satım stratejileri hisse senedi alım satımlarının başladığı ilk günden beri çok fazla ilgi çekmeyi başarmışlardır. En kolay alım satım stratejileri, önceki dönemlerdeki hisse senedi getirilerini ele alan modelleri baz almaktadırlar. Zıtlık ve momentum stratejileri bu basit alım satım stratejisi modellerinin iki zıt örnekleridir. Geçmişte daha fazla kazanan hisse senetlerinin izleyen üç ay ile on iki aylık dönemde de daha fazla kazanma olgusu, 'momentum' olarak adlandırılmaktadır. Momentum yatırım stratejisi, geçmişte iyi performans gösteren hisse senetlerinin alınmasını veya tutulmasını, geçmişte kötü performans gösteren hisse senetlerinin ise satılmasını öngörmektedir. Zıtlık stratejileri ise geçmişte kaybeden hisse senetlerinin satın alınmasını ve geçmişte kazanan hisse senetlerinin satılmasını içermektedir.¹⁸⁹ Burada hisse senedi getirilerinin, geçmişte oluşan getirilerinden etkilenebileceği savunulmaktadır.

2.2. FİRMA DIŞI FAKTÖRLER

2.2.1. Faiz Oranı

Faiz, üretim faktörlerinden sermayenin elde ettiği getiridir, diğer bir ifade ile paranın kullanım bedelidir. Ödünç alınmış para kullanımın bedelidir veya yatırılmış fonla kazanılan paradır. Faiz oranı, para ve sermaye piyasası arasında dengeyi sağlayan araçlardandır. Fon akışı faiz oranlarına göre belirlenmektedir. Faiz oranları yükseldikçe yatırımcılar genellikle düşük riskli ve yüksek kazanç sağlayan yatırımları tercih etmektedirler. Hisse senedi piyasasının faiz oranlarına karşı duyarlılığı yüksektir. Faiz oranında bir artış beklenen getiri oranını artıracak ve hisse senedi fiyatı faiz oranındaki artışla birlikte düşecektir. Faiz oranındaki bir artış nakit bulundurmanın alternatif maliyetini artıracak ve elde tutmak yerine sermayenin özellikle faiz getiren diğer

¹⁸⁹ Turan Öndeş ve Selçuk Balı, "Zıtlık ve Momentum Stratejilerinin Hibrid Bir Şekilde İMKB'de Kullanımı Üzerine", *ODÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 2010, ss.98-99.

menkul kıymetlere yönelmesi hisse senedi fiyatlarında bir azalışa neden olacaktır. Hisse senedi fiyatları, işletmenin gelecekteki tahmini kazançlarının, piyasa faiz haddi ile bu güne indirgenmesi şeklinde tespit ediliyordu. Dolayısıyla faiz haddindeki bir değişme hisse senedinin fiyatının değişmesine yol açar. Bunun nedeni hisse senedi değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto haddinin piyasada kullanılan faiz oranı olmasıdır.¹⁹⁰

Faiz oranı değişikliklerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemek için, bir firmanın nominal hisse senedi getirilerinde şu iki bileşeni dikkate almak yararlı olur: 1) nominal varlıkların getirisi 2) gerçek veya fiziksel varlıklarla ilgili getiri. Gerçek varlıklardan oluşan nakit akımları fiyat seviyeleri ile birlikte dalgalanırken, nominal varlıklar nakit akışlarına sahip para ile değerleri sabit basit varlıklardır. Nominal sözleşme hipotezi (Nominal contracting hypothesis) firmanın sahip olduğu nominal varlıkların tahmin edilemeyen enflasyon ve beklenen enflasyondaki tahmin edilemeyen değişikliklerin yeniden etkileşimi vasıtasıyla hisse senedi getiri davranışlarında önemli rol oynadığını varsayar. Beklenmeyen enflasyon diğer şartlar sabitken nominal fakat gerçek olmayan varlıkların gerçek değerini etkiler, nominal borçların nominal varlıklardan az olduğunda beklenmeyen enflasyonla birlikte hisse senedi değerlerinin düşmesi beklenirken, nominal borçlardan daha az nominal varlıklara sahip hissedarlar beklenmeyen enflasyondan yarar sağlamalıdır. Beklenen enflasyondaki beklenmedik değişiklikler, beklenen enflasyondaki değişikliklerin nakit akışlarını iskonto etmede kullanılan nominal faiz oranlarını etkilemesiyle nominal sözleşmelerin nominal değerlerini etkiler. Beklenen enflasyondaki değişikliklerin nominal varlık ve borçlardaki etkisi nominal sözleşmelerin vade yapısına bağlı olarak doğrudan değişecektir. Beklenen enflasyondaki beklenmedik değişikliklerin hisse senedi değeri üzerindeki etkisi artabilir, bu yüzden firmanın nominal varlıkların vade yapısının uzunluğu, nominal borçların vade yapısıyla ilişkilidir. Fama (1975-1976)¹⁹¹, Fama ve Gibbons (1982)¹⁹², Nelson ve Schwert (1977)¹⁹³,nin iddia ettiği gibi ise, faiz

¹⁹⁰ Gan, C., Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong ve Jun Zhang, “Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence”, *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 2006, p.91.

¹⁹¹ Eugene F. Fama, “Short-term Interest Rates as Predictors of Inflation.”, *American Economic Review*, June 1975, p.269-282; Eugene F. Fama, “Inflation Uncertainty and the Expected Return on Treasury Bills.”, *Journal of Political Economy*, 1976, pp.427-448.

¹⁹² Eugene F. Fama, ve M. Gibbons, “Inflation, Real Returns and Capital Investment”, *Journal of Monetary Economics*, 1982, pp.397-424.

oranlarını yapısındaki değişiklikler esas olarak enflasyonist beklentilerdeki değişikliklerin sonucudur, netice olarak nominal sözleşme hipotezi hisse senedi getirileri ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi belirtir. Özellikle, hisse senedi getirilerinin faiz oranlarına duyarlılığı firmanın sahip olduğu net nominal varlıklara ve nominal varlıkların vade yapısına bağlıdır. Net nominal varlıkların arttırılması ve net nominal varlıkların vade yapısının artması hisse senedi getirilerini faiz oranlarına karşı daha duyarlı hale getirir. Örneğin, faiz oranları değiştiği zaman, tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş ve sadece nominal varlıklara sahip bir firmanın hisse senedi getirileri, tamamen vade yapısı firmanın varlıklarının ortalama vade yapısına eşit bir tahvil gibi davranacaktır. Özet olarak, nominal sözleşme hipotezi beklenmedik faiz oranı değişikliklerinin hisse senedi fiyatlarına etkisinin kesitsel değişimi bilançonun durumundaki değişikliklerle ilişkilendirilmelidir diye öngörür.¹⁹⁴

Literatürde, faiz oranı ve hisse senedi getirilerinin birbiriyle negatif ilişkide olması beklenmektedir.. Ekonomide faizlerin yüksek olması hisse senedine olan talebin azalmasına ve yüksek faiz oranları hisse senedine yatırım yerine, alternatif yatırım alanlarına yönelmeye teşvik eder. Daha yüksek bir faiz oranı yatırımcılar için borçlanma araçlarının getirisini hisse senetlerinin getirisine göre daha cazip hale getirmektedir. Bu durum ise hisse senetlerine olan talebi ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Aynı zamanda, daha yüksek bir faiz oranı gelecekte elde edilecek kâr paylarının hesaplanmasında daha yüksek bir iskonto faktörü ve daha düşük hisse senedi fiyatları anlamına gelmektedir.¹⁹⁵ Flannery ve James (1984)¹⁹⁶, Cook ve Hahn (1988)¹⁹⁷, Bae (1990)¹⁹⁸, Fung ve Lie (1990)¹⁹⁹, Kwan (1991)²⁰⁰, Gjerde ve Sættem (1999)²⁰¹,

¹⁹³ C. R. Nelson ve G. William Schwert, “Short-term Interest Rates As Predictors of Inflation: On Testing The Hypothesis That The Real Rate Of Interest Is Constant”, *American Economic Review*, 67, 1977, pp. 478–486.

¹⁹⁴ Mark J. Flannery ve Christopher M. James, “The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions”, *The Journal of Finance*, Vol:XXXIX, No: 4, 1984, pp.1141-1143.

¹⁹⁵ Barak, s.52.

¹⁹⁶ Mark J. Flannery ve M. James C., “The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions”, *The Journal of Finance*, 39(4), 1984, pp. 1141-1153.

¹⁹⁷ T. Cook ve T. Hahn, “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20(2), 1988, pp. 167–180.

¹⁹⁸ S. C. Bae, “Interest Rate Changes and Common Stock Returns of Financial Institutions”, *Journal of Financial Research*, 13, 1990, pp.71-79.

¹⁹⁹ Fung H.G. ve C.J. Lie, *Stock Market and Economic Activities: A Casual Analysis*, Pacific-Basin Capital Markets Research, Amsterdam 1990.

²⁰⁰ S. Kwan, “Re-examination of Interest Rate Sensitivity of Commercial Bank Stock Returns Using a Random Coefficient Model”, *Journal of Financial Services Research*, 5, 1991, pp.61-76.

Achsani ve Strohe (2002)²⁰², Uddin and Alam (2007)²⁰³, Liu ve Shrestha (2008)²⁰⁴ ve Aydemir, Demirtaş ve Demirhan (2009)²⁰⁵ tarafından yapılan farklı çalışmalarda, faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimlerin hisse senetleri getirilerini açıklama gücünün bulunduğunu ve bu etkinin negatif yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Faiz oranlarındaki düşüşün iyi, yükselişin ise kötü sinyal verdiği ve bu şekilde hisse senedi getirilerini etkilediği yönünde kanıtlar sunulmuştur.

Ampirik finans literatüründe, son yıllarda önemli miktarda araştırma faiz oranlarının hisse senedi getirisi ve volatilité üzerindeki etkileri olmak üzere iki ayrı etki üzerine yoğunlaşmıştır. İlki, piyasa dalgalanması ile kısa dönem faiz oranları arasındaki ilişkidir. Campbell (1987)²⁰⁶, Breen vd. (1989)²⁰⁷, Shanken (1990)²⁰⁸, Glosten vd. (1993)²⁰⁹ ve Whitelaw (1994)²¹⁰ çalışmalarında pazar varyansı ile bir aylık nominal hazine bonusu getirisi ile pozitif ilişki bulmuşlardır. İkinci etki pazar risk primi ve kısa dönem faiz oranları arasındaki doğrudan ilişkidir. Fama ve Schwert (1977)²¹¹, Campbell (1987)²¹², Ferson (1989)²¹³, Shanken (1990)²¹⁴ ve çalışmalarında hazine bonusu getirileri ile hisse senedi getirileri arasında negatif korelasyon bulmuşlardır.²¹⁵

²⁰¹ O. Gjerde ve F. Sættem, "Casual Relations among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy", *Journal of International Finance Markets Institutions and Money*, 9, 1999, pp. 61-74.

²⁰² N. Achsani ve H.G. Strohe, "Stock Market Returns and Macroeconomic Factors, Evidence from Jakarta Stock Exchange of Indonesia 1990-2001", Universität Potsdam, *Wirtschaftsund Sozialwissenschaftliche Fakultät, Discussion Paper*, 2002.

²⁰³ M. G. S. Uddin ve M. M. Alam, "The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange", *South Asian Journal of Management and Sciences*, 1(2), 2007, pp.123-132.

²⁰⁴ M.H. Liu ve K.M.,Shrestha, "Analysis of the Long-Term Relationship between Macroeconomic Variables and the Chinese Stock Market Using Heteroscedastic Cointegration", *Managerial Finance*, 34(11), 2008, pp.744-755.

²⁰⁵ O. Aydemir, G. Demirtaş ve B. Demirhan, "Hisse Senedi Piyasasının Gelişiminde Makro Ekonomik Değişkenlerin Rolü: Panel Veri Analizi", *13.Ulusal Finans Sempozyumu*, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF, 2009, pp.393-413.

²⁰⁶ John Y. Campbell, "Stock Returns and the Term Structure", *Journal of Financial Economics*, 18(2), 1987, pp. 373-399.

²⁰⁷ Breen William, Lawrence R. Glosten ve Ravi Jagannathan, "Economic Significance of Predictable Variations in Stock Index Returns", *Journal of Finance*, 44, 1989, pp.1177-1189.

²⁰⁸ Jay Shanken, "Intertemporal Asset Pricing", *Journal of Econometrics*, 45, 1990, pp.99-120.

²⁰⁹ Lawrence R. Glosten, Ravi Jagannathan ve David E. Runkle, "On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Returns on Stocks", *Journal of Finance*, 48(5), 1993, pp.1779-1801.

²¹⁰ R. F. Whitelaw, "Time Variation and Covariations in the Expectation and Volatility of Stock Market Returns", *Journal of Finance*, XLIX, No:2, 1994, pp.515-541.

²¹¹ E. F. Fama ve G. W. Schwert, "Asset Returns and Inflation", *Journal of Financial Economics*, 5, 1977, pp.115-146.

²¹² John Y. Campbell, pp. 373-399.

²¹³ W. E. Ferson, "Changes in Expected Security Returns, Risk, and the Level of Interest Rates", *Journal of Finance*, 44, 1989, pp.1191-1217.



Grafik 2.1. Türkiye’de Bankalarca TL Üzerinden Açılan Nakit Kredilere 2002-2011 Yılları Arasında Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.2. Enflasyon

Enflasyon kavramı ile ilgili çeşitli tanımlamalar yapılmıştır. Genel kabul gören enflasyon tanımı ise, fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan sürekli ve önemli yükseliştir. Burada önemli olan fiyatlar genel seviyesindeki sürekli bir yükselmenin olmasıdır.²¹⁶ Klasik ve Monetarist iktisatçılar enflasyonun temel nedeni olarak para miktarındaki artışları gördüklerinden, tanımlarında bu noktaya ağırlık vermektedirler. Enflasyonun nedeni olarak talep fazlalığını vurgulayan Keynesyen görüş çerçevesinde enflasyon, toplam talebin tam istihdam gelir düzeyinin üstüne çıkması sonucu oluşan sürekli fiyat yükselmeleridir. Klasik iktisatçılardan David Hume ve modern iktisatçılardan Milton Friedman enflasyon ve fiyatlar genel düzeyindeki artışın para arzındaki artışla beraber arttığını söylerken, Keynesyen iktisatçılar ise enflasyonu tam istihdamın olduğu bir

²¹⁴ Jay Shanken, pp.99-120.

²¹⁵ N’dri Konan Léon, “The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns and Volatility: Evidence from Korea”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 14, 2008, p.285.

²¹⁶ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, Remzi Kitapevi, İstanbul 2005, s.266.

ortamda toplam talepte (toplam arza göre) bir fazlalık olması olarak tanımlarlar.²¹⁷ Enflasyonun çeşitlerine bakıldığında üç tip enflasyondan söz edilebilir: Sürünen Enflasyon; fiyatlar genel düzeyi yavaşça yükseldiği zaman ılımlı ya da sürünen enflasyondan söz edilebilir. Sürünen enflasyon oranı yıllık olarak tek rakamlı yani yüzde 10'un altından kalan bir enflasyondur.²¹⁸ Kronik enflasyon; genel olarak bu enflasyon süre ve durum kazanmış enflasyondur. Hiper enflasyon ise; ekonomilerde çift hatta üç rakamlı ve kontrol edilemez boyutlardaki fiyat artışlarının olduğu enflasyon türüdür. Paranın değerini yitirdiği en şiddetli enflasyon biçimidir. İktisat tarihinde çoğunlukla savaş ya da sonrasında ortaya çıkmış ve yeni bir para biriminin kurulmasını zorunlu hale getirmiştir.²¹⁹

Finansal ekonomistler, nominal faiz oranlarının enflasyon oranının gelecek değerleri ilgili ulaşılabilir bilgiyi tamamen yansıttığını, aynı zamanda enflasyon ve hisse senedi getiri ilişkilerini içinde barındırdığını iddia eden Fisher (1930)²²⁰ hipotezini tartışmışlardır. Geleneksel görüşün ve Fisher hipotezinin aksine bazı ampirik çalışmalarda hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında negatif ilişkiler bulunmuştur, Bodie (1976)²²¹, Jaffe ve Mandelker (1976)²²², Nelson ve Schwert (1977)²²³, Fama ve Schwert (1977)²²⁴, Gültekin (1983)²²⁵, Dokko and Edelstein (1987)²²⁶. Hisse senedi getirileri ve enflasyon arasındaki negatif ilişkiyi açıklamak için çeşitli hipotezler öne sürülmüştür. Modigliani ve Cohn (1979)²²⁷ enflasyon yanılsama hipotezinde, hisse

²¹⁷ Sekman Yıldız, *Türkiye'de Enflasyon ve Enflasyon Belirsizliğinin Nedensellik Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul 2007, s.3-4.

²¹⁸ Arzu İnren, *Türkiye'de ve Dünya'da Enflasyon*, Era Yayınları, İstanbul 2000, s.138

²¹⁹ Ekrem Gül, Aykut Ekinci ve Arif Argun Gürbüz, *Enflasyonla Mücadele Enflasyon Hedeflemesi Kavramlar İşleyiş ve Türkiye*, Ekin Kitapevi, İstanbul 2000, s.9.

²²⁰ I. Fisher, *The Theory of Interest*, McMillan, New York 1930.

²²¹ Z. Bodie, "Common Stocks As A Hedge Against Inflation", *Journal of Finance*, 31, 1976, pp. 459–470.

²²² J.F. Jaffe ve G. Mandelker, "The Fisher Effect For Risky Assets: An Empirical Investigation", *Journal of Finance*, 31, 1976, pp. 447–458.

²²³ C. R. Nelson ve G. William Schwert "Short-term Interest Rates As Predictors of Inflation: On Testing The Hypothesis That The Real Rate Of Interest Is Constant", *American Economic Review*, 67, 1977, pp. 478–486.

²²⁴ E. F. Fama ve G. W. Schwert, pp.115-146.

²²⁵ N.B. Gultekin, "Stock Market Returns and Inflation: Evidence From Other Countries", *Journal of Finance*, 38, 1983, pp. 49–65.

²²⁶ Y. Dokko ve R. Edelstein "The Empirical Interrelationships among The Mundell and Darby Hypothesis and Expected Stock Market Returns", *Review of Economics and Statistics*, 69, 1987, pp.161-166.

²²⁷ F. Modigliani ve R. Cohn, "Inflation, Rational Valuation, and The Market", *Financial Analysts Journal*, 35, 1979, pp. 24–44.

senedi yatırımcılarının enflasyon yanılsamasına tabi olduklarını öne sürmüştür. Feldstein (1980)²²⁸ yüksek enflasyon ve düşük hisse senedi fiyatları arasındaki ters ilişkiyi açıklamak için vergi hipotezini önermiştir. Fama (1981,1983)²²⁹ vekalet teorisinde, enflasyon göz önüne alındığında hisse senedi değerlerini risk primini etkilemesi vasıtasıyla etkilediğini öne sürmüştür. Brandt ve Wang (2003)²³⁰ zamanla değişen riskten kaçınma hipotezini öne sürmüştür. Daha sonra yapılan ampirik çalışmalarda hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında pozitif ilişkiler bulunmaya başlanınca bu ilişkinin zamanla değişen bir ilişki olduğu fikri akıllara gelmiştir. Bu iki farklı ilişki arasında dengeyi bulabilmek için Kaul (1987,1990)²³¹ reel ekonomik aktivitelerle ilgili finansal piyasalarda denge sürecini ortaya koymuştur.²³²

Bugüne kadar yapılan çalışmalar enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasında çelişkili sonuçlar ortaya koymuştur. Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda farklı görüşler şöyledir: Birinci görüş, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur. İkinci görüş hisse senedi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedinin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür. Lintner (1975)²³³, Bodie (1976)²³⁴, Nelson (1976)²³⁵, Jaffe ve Mandelker (1976)²³⁶, Fama ve Schwert (1977)²³⁷, Chen vd. (1986)²³⁸, Asprem (1989)²³⁹, Bottazzil ve Corradi (1991)²⁴⁰, McCarthy vd., (1990)²⁴¹, Groenewold vd.

²²⁸ Martin Feldstein, "Inflation and The Stock Market", *American Economic Review*, 70(5), pp. 1980, pp.839-847.

²²⁹ E.F. Fama, "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, 71, 1981, pp.545-565; Fama, E.F., "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money: Reply.", *American Economic Review*, 73, 1983, pp. 471-472.

²³⁰ M.W. Brandt ve K.Q. Wang, "Time-varying Risk Aversion and Unexpected Inflation", *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 1457-1498.

²³¹ G. Kaul, "Stock Returns and Inflation: The Role Of The Monetary Sector", *Journal of Financial Economics*, 18, 1987, pp. 253-276; Kaul, G., "Monetary Regimes and The Relation Between Stock Returns and Inflationary Expectations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 1990, pp. 307-321.

²³² Lee Bong Soo, "Stock Returns and Inflation Revisited: An Evaluation Of The Inflation Illusion Hypothesis", *Journal of Banking & Finance*, 34, 2010, p.1257.

²³³ J. Lintner, "Inflation and Security Returns", *Journal of Finance*, 30, 1975, pp.259-280.

²³⁴ Bodie, pp. 459-470.

²³⁵ C. R. Nelson, "Inflation and Rates of Return on Common Stocks", *Journal of Finance*, 31(2), 1976, ss.471-483.

²³⁶ Jaffe ve Mandelker, pp. 447-458.

²³⁷ Fama ve Schwert, pp.115-146.

²³⁸ N. F. Chen, R. Roll ve S. Ross, "Economic Forces and The Stock Market", *Journal of Business*, 59(3), 1986, pp. 83-403.

²³⁹ M. Asprem, "Stock Prices, Asset Portfolios and Macroeconomic Variables in Ten European Countries". *Journal of Banking and Finance*, 13, 1989, pp.589-612.

(1997)²⁴², Spyrou (2001)²⁴³ yaptıkları çalışmalarda, enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasında negatif ilişkiye dikkat çekmişlerdir. Diğer taraftan, Firth (1979)²⁴⁴, Graham (1996)²⁴⁵, Caporale ve Jung (1997)²⁴⁶, Choudhry (1998)²⁴⁷, Sangbae ve In (2004)²⁴⁸, Lutz (2007)²⁴⁹ yaptıkları çalışmalarda, Fisher hipotezini destekler nitelikte enflasyon ve hisse senedi arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Enflasyon ile hisse senedi getiriler arasında ters yönlü ilişki, ilk olarak Fama (1981)²⁵⁰ ve Geske ve Roll (1983)²⁵¹ tarafından alternatif bir teori ile ortaya konmuştur. Fama hisse senetleri ile enflasyon arasındaki ters yönlü ilişkinin oldukça yanıltıcı olduğunu öne sürmektedir. Ona göre enflasyon, hisse senetleri ve enflasyon arasındaki ilişkiyi belirlemek için oluşturulan modellerde reel faaliyet değişkenlerini ifade eden bir vekildir. Geske ve Roll (1983)²⁵², Fama'nın iddiası üzerine bir çalışma yapmışlardır. Hisse senetlerinin makroekonomik olaylar zinciri çerçevesinde dolaylı olarak enflasyondaki değişimlere neden olduğunu savunmaktadırlar. Bu çalışmada hisse senedi fiyatlarında yaşanacak beklenmedik bir düşüşün, ekonomide beklenmedik bir harekete yol açacağını belirtmişlerdir. Mandelker ve Tandon (1985)²⁵³, 1966–1979 yıllarını kapsayan 6 büyük endüstri ülkesinde yaptığı araştırmada, diğer iki çalışmayı destekler nitelikte olmuştur. Daha sonra Kaul (1987)²⁵⁴

²⁴⁰ L. Bottazzil ve V. Corradi, “Analyzing the Risk Premium in the Italian Stock Market: ARCH-M Models vs. Non-parametric Models”, *Applied Economics*, 23, 1991, pp.335-341.

²⁴¹ J. McCarthy, M. Najand ve B. Seifert, “Empirical Test of the Proxy Hypothesis”, *Financial Review*, 25, 1990, pp.251-263.

²⁴² Nicolaas Groenewold, Gregory O'Rourke, Stephan Thomas, “Stock Returns and Inflation: A Macro Analysis”, *Applied Financial Economics*, No:7, 1997, pp.127-136.

²⁴³ S. I. Spyrou, “Stock Returns and Inflation: Evidence From an Emerging Market”. *Applied Economics Letters*, 8, 2001, pp. 447-50.

²⁴⁴ M. Firth, “The relationship Between Stock Market Returns and Rates of Inflation”, *The Journal of Finance*, 34(3), 1979, pp.743-749.

²⁴⁵ F. C. Graham, “Inflation, Real Stock Returns, and Monetary Policy”. *Applied Financial Economics*, 6, 1996, pp. 29-35.

²⁴⁶ T. Caporale ve C. Jung, “Inflation and Real Stock Prices”. *Applied Financial Economics*, 7, 1997, pp. 265-66.

²⁴⁷ T. Choudhry “Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries”, *Journal of International Financial Markets*, 11, 2001, pp. 75-96.

²⁴⁸ K. Sangbae ve F. In, “The Relationship Between Stock Returns and Inflation: New Evidence from Wavelet analysis”, *Journal of Empirical Finance*, 12, 2004, pp.435–444.

²⁴⁹ Jack Lutz, “Inflation and Timberland Returns”, *Forest Research Notes*, 4(3), 2007, pp:1–7.

²⁵⁰ Fama, 1981, pp.545–565.

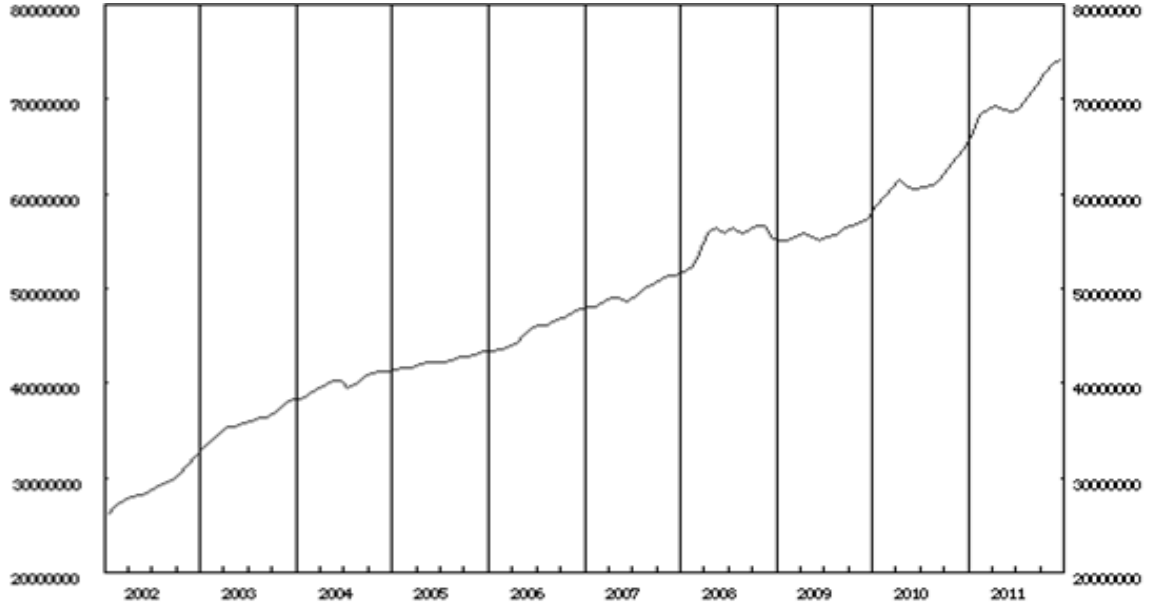
²⁵¹ R. Geske ve R. Roll, “The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation”, *Journal of Finance*, 38(1), 1983, pp.1-33.

²⁵² Geske ve Roll, pp.1-33.

²⁵³ G. Mandelker ve K. Tandon, “Common Stock Returns, Real Activity, Money, and Inflation: Some International Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, 4(2), 1985, pp.267–286.

²⁵⁴ Kaul, pp. 253–276

tarafından bu teori genişletilmiştir. Lee (1992)²⁵⁵, Marshall (1992)²⁵⁶, Boudoukh ve Richardson (1993)²⁵⁷, Boudoukh vd. (1994)²⁵⁸, Aarstol (2000)²⁵⁹, tarafından yapılan çalışmalarda Fama'nın teorisini desteklemiştir.



Grafik 2.2. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Tüketici Fiyat Endeksi

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.3. Döviz Kuru

Döviz kuru yabancı paranın, ulusal para cinsinden fiyatına denir. Diğer bir ifadeyle, iki milli para birimi arasındaki değişim oranıdır. Uluslararası piyasalarda mal ve hizmet alımı v.b. alışverişlerde kullanılan ödeme araçları döviz olarak adlandırılır. Döviz piyasası, döviz alış ve satışının yapıldığı ve döviz kurunun oluştuğu piyasadır. Döviz piyasasının belirgin bir fiziki mekanı yoktur. Döviz kuru nominal döviz kuru ve reel döviz kuru olarak iki ana başlık altında incelenebilir. Yabancı para biriminin ulusal

²⁵⁵ B. S. Lee, “Causal Relations Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation”, *The Journal of Finance*, 4, 1992, pp.1591–1603.

²⁵⁶ D. A. Marshall, “Inflation and Asset Returns in a Monetary Economy”, *Journal of Finance*, 52, 1992, pp. 1315- 42.

²⁵⁷ J. Boudoukh ve M. Richardson, “Stock Returns and Inflation: A Long-horizon Perspective”, *American Economic Review*, 83, 1993, pp. 1346-1355.

²⁵⁸ J. Boudoukh, M. Richardson ve R. F. Whitelaw, “Industry Returns and Fisher Effect”, *The Journal of Finance*, 49, 1994, pp.1595-1615.

²⁵⁹ M. Aarstol, “Inflation, Agency Costs, and Equity Return”, *Journal of Economics and Business*, 52, 2000, pp.387-403.

para birimi cinsinden değerine nominal döviz kuru denir. Nominal döviz kuru ile yurtdışı ve yurt içi fiyat düzeyleri arasındaki oranın çarpımına, reel döviz kuru denir.²⁶⁰

$$R = E \cdot P^* / P$$

R= Reel döviz kuru

E= Nominal döviz kuru

P= Yurtiçi fiyat endeksi

P*= Yabancı fiyat endeksi

Küreselleşme sürecinin işletmeler üzerindeki etkileri genel olarak iki ana grupta toplanabilir; Bunlardan birincisi işletmelerin faaliyet gösterdikleri pazarların artık küresel pazar haline gelmesi ve dolayısıyla küresel pazarda rekabet koşullarının değişmesi, ikincisi ise para ve sermaye piyasalarının giderek küresel hale gelmesidir. Ulusal ekonomilerin giderek birbirleri ile ilişkili olması oluşan fiyatların da dalgalanmasına neden olmaktadır. Ekonomideki en önemli fiyatlardan biri döviz kurudur. Döviz kurunun değişmesi makro ekonomileri etkilediği kadar şirketler kesimini de doğrudan etkilemektedir. Döviz piyasası başlıca dört fonksiyona sahiptir.²⁶¹

a) Kredi Sağlama: Dış ticarete ihtiyaç duyulan kredi bu piyasadandır.

b) Satın Alma Gücü Transferi: Mal ve hizmet ithalatı yapıldığında, bunun karşılığının mal satın alınan ülkeye transfer edilmesi gerekir.

c) Döviz Risklerini Önleme: Döviz kurunda meydana gelebilecek değişikliklerden doğan riskler, döviz piyasasında giderilebilir. Arbitraj, bir ülkenin para biriminin dünyanın her yerinde aynı olmasını sağlar. Böylece döviz kurunun oluşumuna katkıda bulunur.

d) Dış Ticaret Dengesinin Zaman içinde Kurulmasına Yardım: Döviz piyasası, tam rekabet piyasası özelliklerini taşır ve bu tip piyasaya en yakın piyasa çeşididir.

Döviz piyasasının doğuşu ve gelişmesi Batı Avrupa'da olmuştur. Avrupa Bankaları ile aracı kuruluşlar bu piyasanın dünya çapında yayılmasında etkili olmuşlardır. Batı Avrupa hala büyük ölçüde işlem yapılan bir merkez niteliğindedir. Burada dört önemli piyasa bulunmaktadır. Bunlar Frankfurt, Londra, Paris ve Zürih'dir.

²⁶⁰ Sait Koçak, *Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Kahramanmaraş 2006, s.6.

²⁶¹ Ali Naili Tunaboğlu, *Döviz Kuru Riski ve Firma Değeri ile İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara 2008, s.8

Londra piyasası katılımcı sayısı ve hacim açısından hala dünyanın en önemli merkezidir. Dünyanın en büyük bankalarının Londra'da şubeleri vardır ve buralarda her türlü değiştirilebilir para cinsinden işlem yapılmaktadır. Kuzey Amerika piyasasının ortaya çıkışı görece olarak yenidir. 1970'lerin ortalarında ABD dolarının düşüşüne kadar Amerikalılar döviz pazarındaki gelişmeleri yeterince izlememişlerdir. Ancak 1980'li yıllarda doların sürekli iniş ve çıkışları Amerikan kamuoyunu her şeyden fazla meşgul eder hale gelmiştir. Bu tarihlerden sonra New York bir finansal merkez olarak Londra ile ciddi bir rekabete başlamıştır. Dünyada 24 saat işlem yapılabilen döviz piyasasının işlem hacmi, artık dünya ticaret hacminin 50 katını aşmış bulunmaktadır. Döviz piyasalarında ulaşılan işlem hacmi yatırım, korunma ve spekülasyon amaçlı sermaye hareketi kökenli döviz ticaretinin önemini açıkça ortaya koymaktadır.²⁶²

Dünya ülke ekonomilerinde döviz kuru sistemlerinin gelişiminde üç aşama yer alır. Bunlardan ilki olan Altın Para Standardı sistemidir. Birinci Dünya Savaşı ile kullanımı azalmaya başlayan bu sistem, 1929 Dünya Ekonomi Buhranı ile çökmüştür. 1944 yılında ise ABD ve İngiltere'nin etkinliği ile Bretton Woods Sistemi oluşturulmuştur. Bu sistemin işleyiş görevi de aynı yıl kurulan iki ekonomik kuruluştan (IMF ve IBRD) IMF'ye bırakılmıştır. Bu sistemde döviz kuru sabit olmasına rağmen istenildiği zaman ayarlama yapılabilmekteydi. 1970'lere gelindiğinde ABD ödemeler dengesinin sürekli açık vermesi ve ABD'nin bu duruma karşılık verememesi nedeniyle bu sistem Dolar'ın tamamen dalgalanmaya bırakılması ile son bulmuştur. 1973 sonrasında uluslararası piyasaya, "karma sistem" adı verilen serbest-sabit kur sistemlerinin her ikisinin de özelliklerini taşıyan kur sistemleri hakim olmuştur. Günümüzde en yaygın kur sistemi olarak "yönetimli dalgalanma" sistemi görülmektedir.²⁶³

İlk zamanlarda döviz kurunun hisse senedi piyasalarına etki üzerine çalışmaların az olmasının sebebi sabit döviz kuru sisteminde, döviz kurlarında değişimin çok yavaş ve az olmasıdır. Döviz kurlarının, hisse senedi fiyatlarını da kapsayan yurtiçi fiyatlara etkisi 1973 yılında dalgalı kur rejimine geçişle başlamış, özellikle de 1980'de döviz kurlarındaki aşırı dalgalanma bu konuya olan ilgiyi arttırmıştır. Bu durum dövizdeki arz

²⁶² Tunaboylu, s.10

²⁶³ Serdar Erdoğan, *Döviz Kuru-Ödemeler Bilançosu İlişkisi: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak 2007, s.2

ve talebin artmasına sebep olmuş, ve kur ve hisse senedi fiyat hareketleri arasındaki ilişkinin daha özel bir öneme sahip olmasına neden olmuştur. Ayrıca, dünya ticaretinin gelişmesi, sermaye hareketlerini arttırmış ve artan sermaye hareketleri döviz kurunu işletmelerin karlılığının ve hisse senedi fiyatlarının ana belirleyicisi yapmıştır.²⁶⁴ Frank ve Young (1972)²⁶⁵, hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalardan biridir ve çalışma sonucunda değişkenler arasında önemli bir etkileşim bulunmadığını ortaya koymuşlardır. Literatürde, bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artışın yatırımcıların dikkatini çekeceğine ve döviz piyasasında görülen hareketlenmenin yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini likit hale getirip dövize yönelmesine sebep olacağına, böylece döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltarak, hisse senedi fiyatlarında bir düşme meydana geleceğine yönelik bir kabul vardır. Döviz fiyatlarındaki durgunluk veya düşme ise mekanizmayı ters yönde işletecek, yani yatırımlar hisse senedi piyasasına yükselecek ve hisse senetlerine olan talep artışı fiyatlarının yükselmesi sonucunu doğuracaktır. Ancak bu konuda birçok çalışma yapılmasına rağmen bir fikir birliğine varılamamıştır.²⁶⁶ Aggarwal (1981)²⁶⁷, Solnik (1987)²⁶⁸, Roll (1992)²⁶⁹, Smith (1992)²⁷⁰, Phylaktis ve Ravazzollo (2005)²⁷¹ hisse senedi fiyatları ile döviz kuru değişkenleri arasında pozitif bir ilişkinin varlığından bahsederken, Soenen ve Hennigar (1988)²⁷², Goodwin vd.,(1992)²⁷³, Kim (2003)²⁷⁴ bu

²⁶⁴ K. Kim, "Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model", *Review of Financial Economics*, 12, 2003, p.302.

²⁶⁵ P. Frank ve A. Young, "Stock Price Reaction of Multinational Firms to Exchange Realignment", *Financial Management*, 1, 1972, pp. 66-73.

²⁶⁶ Erhan Demireli, "Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma", *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 2008, s.221.

²⁶⁷ R. Aggarwal, "Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market Under Floating Exchange Rates", *Akron Business and Economic Review*, 12, 1981, pp.7-12.

²⁶⁸ B. Solnik, "Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note", *Journal of Finance*, 42, 1987, pp.141-149.

²⁶⁹ R. Roll, "Industrial Structure and the Comparative Behaviour of International Stock Market Indices", *Journal of Finance*, 47, 1992, pp.3-41.

²⁷⁰ C. Smith, "Stock Market and the Exchange Rate: A Multi-country Approach", *Journal of Macroeconomics*, 14, 1992, pp.607-629.

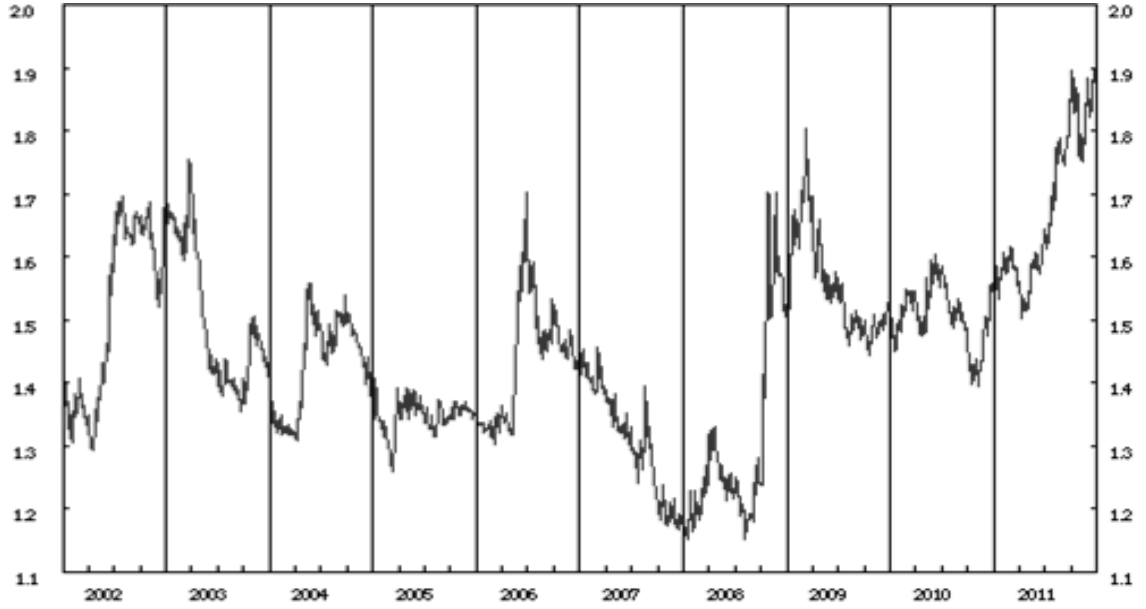
²⁷¹ K. Phylaktis ve F. Ravazzolo, "Stock Prices and Exchange Rate Dynamics", *Journal of International Money and Finance*, 24, 2005, pp.1031-1053.

²⁷² L. A. Soenen ve E. S. Hennigar, "An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices: the U.S. Experience between 1980 and 1986", *Akron Business and Economic Review*, 1988, pp.7-16.

²⁷³ T. H. Goodwin, F. Farsio ve T. D. Willett, "The dollar and the Dow", *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, 39, 1992, pp.899-906.

²⁷⁴ K. Kim, "Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model", *Review of Financial Economics*, 12, 2003, pp.301-313.

değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Chow vd., (1997)²⁷⁵, Bahmani vd. (1992)²⁷⁶, Nieh ve Lee (2001)²⁷⁷, Ozair (2006)²⁷⁸ ise hiçbir ilişkinin var olmadığını belirtmişlerdir.



Grafik 2.3. 2002-2011 Yılları Arasında A.B.D. Dolarının TL Cinsinden Satış Fiyatı
Kaynak: www.tcmb.gov.tr

²⁷⁵ E.H. Chow, W.Y. Lee ve M.S. Solt, “The Exchange Rate Risk Exposure of Asset Returns”, *Journal of Business*, 70, 1997, pp.105-123.

²⁷⁶ Bahmani-Oskooee, M. ve Sohrabian, A., “Stock Prices and The Effective Exchange Rate Of The Dollar”, *Applied Economics*, 24, 1992, pp.459-464.

²⁷⁷ C.C. Nieh ve C.F. Lee, “Dynamic Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41, 2001, pp. 477-490.

²⁷⁸ A. Ozair, “Causality Between Stock prices and Exchange Rates: A Case of The United States”, Florida Atlantic University, Master of Science Thesis, Florida 2006.



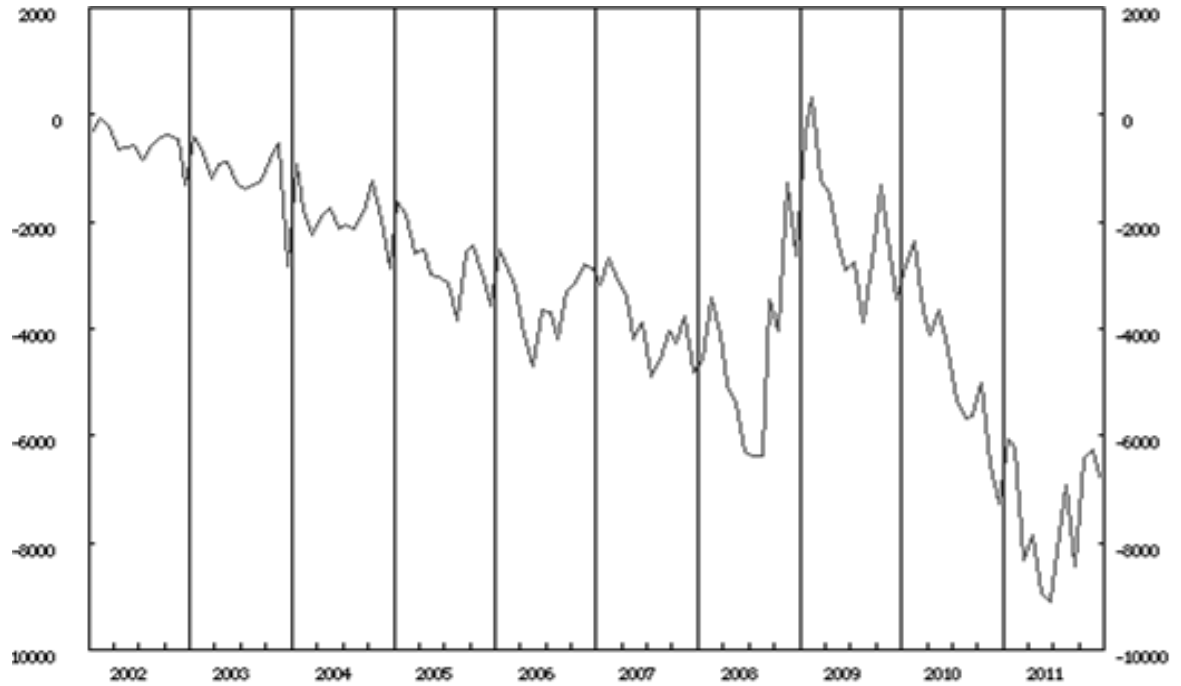
Grafik 2.4. 2002-2011 Yılları Arasında Euro’nun TL Cinsinden Satış Fiyatı

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.4. Dış Ticaret Dengesi

Ödemeler bilançosu, bir ülkede yerleşik olan kişi ve kuruluşların belirli bir dönemde dünyanın geri kalanı ile yapmış olduğu ekonomik işlemlerin istatistiki verilerle sunulmuş şeklidir. Ödemeler dengesi, iki ana kalemi olan cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının arasındaki ilişkiyi simgeler. Ekonomik işlemler; mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemleri, finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemleri, bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsar. Ödemeler dengesi istatistikleri temel olarak “Cari işlemler” ile “Sermaye ve Finans” hesaplarından oluşmaktadır. Cari işlemler reel kaynaklarla (mal, hizmet, gelir) ilgili işlemleri ve cari transferleri; sermaye ve finans hesapları da reel kaynak akımlarının finansmanını (genellikle sermaye transferi ya da finansal araçlara ilişkin işlemler aracılığıyla) gösterir. Ödemeler bilançosunun en önemli hesabı, cari işlemler hesabıdır. Söz konusu hesap, mal ticareti, hizmet ticareti, gelir dengesi ve cari transferlerden oluşmaktadır. Net hata ve noksan kalemi göz ardı edilerek düşünüldüğünde, cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabına mutlak değer olarak eşittir. Cari işlemler hesabının açık vermesi, ülkeye giren döviz miktarından daha fazla oranda döviz çıkışının gerçekleştiği, fazla vermesi ise yerleşikler tarafından dış aleme sermaye transferinin gerçekleştiği anlamına

gelmektedir.²⁷⁹ Dış Ticaret Dengesi ise cari işlemler hesabı altında, yurtdışında yerleşik kişiler ile yurtdışında yerleşik kişiler arasında gerçekleştirilen, gümrüklerden geçen mal ihracat ve ithalatını içermektedir. Cari işlem açığı ve bu yöndeki önceden beklentiler hakkındaki haberler faiz oranları ve enflasyonun beklenen değerlerindeki değişim vasıtasıyla hisse senedi piyasasını etkilemektedir. Beklenenden daha düşük bir cari işlem açığı ülke parasının değerini arttırmakta ve faiz oranlarındaki baskıyı azaltmaktadır. Aynı zamanda değerli ülke parası daha ucuz ithal malları ve düşük enflasyon anlamına gelir. Bu nedenle cari işlem açığında ani bir iyileşme hisse senedi fiyatlarına pozitif etkiye sahip olacağı beklenmektedir.²⁸⁰



Grafik 2.5. Türkiye Dış Ticaret Dengesi 2002-2011 (Milyon Dolar)

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.5. Altın Fiyatları

İnsanlar ve devletler tarih boyunca altına sahip olmayı ve biriktirmeyi bir güç olarak görmüşler ve servetin temsil yetkisini altına bağlamışlardır. Sanayi devriminin

²⁷⁹ Işıl Demirtaş, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi ve Cari Açığın Belirleyicileri (Panel Veri Analizi)*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli, 2010, s.6-7.

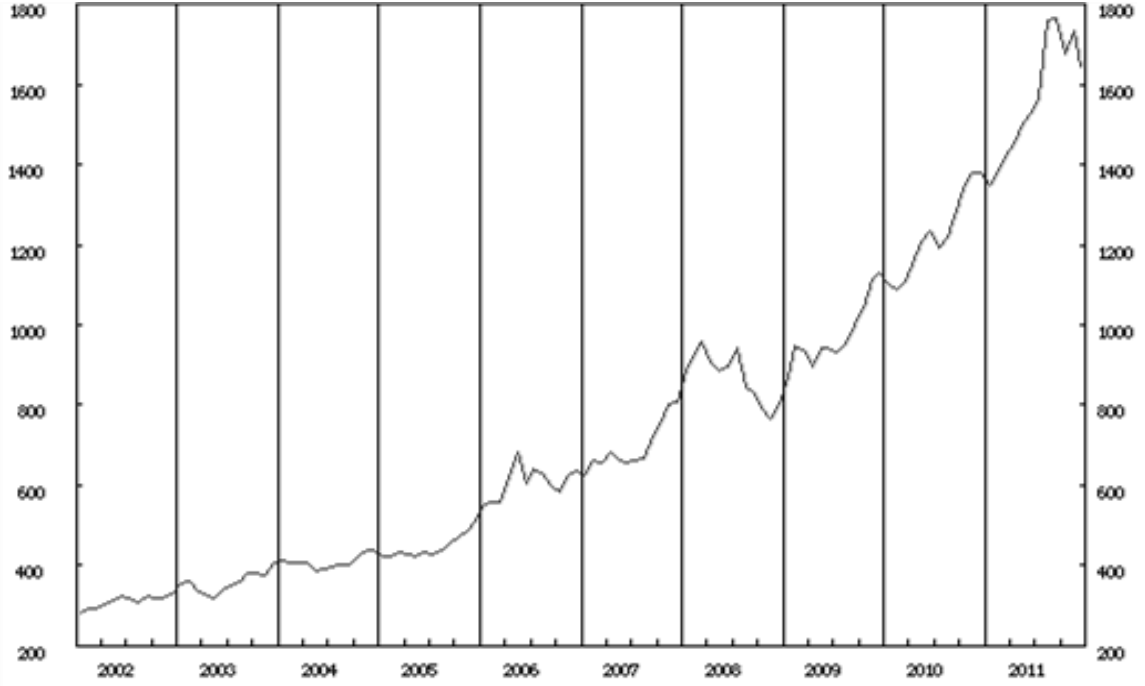
²⁸⁰ M. Sadeghi, *Stockmarket Response To Unexpected Macroeconomic News: The Australian Evidence*, International Monetary Fund, No: 92/61, 1992, p.5.

ardından artan dünya ticaret hacmi ve uluslararası mal ticareti; altının devletlerin para ve maliye politikalarındaki rolünü artırarak baş aktör olarak dünya tarihine oturtmuştur. Altının günümüzde önemli bir rezerv aracı olmasının temelinde 19. Yüzyılın ikinci yarısı itibarıyla uygulamaya konulan “Altın Standartı Sistemi” yatmaktadır. Altın, uzun dönemler boyunca para olarak kullanıldıktan sonra oluşturulan kağıt para sistemi altın esasına bağlanmıştır. Altın standardının çökmesiyle birlikte uluslararası finans sisteminde bir belirsizlik dönemi yaşanmıştır. İkinci Dünya Savaşı sürerken, Temmuz 1944 tarihinde ABD’nin New Hampshire eyaletine bağlı Bretton Woods kasabasında bir araya gelen 44 ülkenin temsilcileri savaş sonrası dönemde uygulanacak uluslararası ödemeler sisteminin temel prensiplerini belirlemiştir. Bu sistemin temelini Altın Standardı Sistemi’nde olduğu gibi yine altın oluşturmuştur.²⁸¹

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 arasında birbirine rakip yatırım araçları olması nedeniyle negatif ilişkiler beklenmektedir.²⁸²

²⁸¹ Erdinç Aksu, *Altın Piyasasında Fiyat Oluşumu*, (Basılamamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Erzurum 2008, s.5.

²⁸² Yavuz Köroğlu, *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İzmir 2009, s.59.



Grafik 2.6. 2002-2011 Yıllarında 1 Ons Altın'ın ABD Doları Cinsinden Londra Satış Fiyatı

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.6. Para Arzı

Para; karşılığında mal ve hizmet almaya ve vermeye; bunların ekonomik değerlerini takas etmeye yarayan üzerinde rakamsal değerler taşıyan kâğıt veya madeni ödeme aracıdır. Para değer denkleğinin bir göstergesidir. Bu gösterge maddi ya da nominal değerde karşılıklar bulabilir. Maddi nitelikte paraya örnek olarak madeni para, banka teminat belgeleri ya da banknot, çek ya da senetler örnek verebiliriz. Nominal nitelikte paraya ise banka hesabındaki para ya da kredi onayını örnek verebiliriz. Para gündelik yaşamda takas aracı olarak kullanılır. Doğrudan doğruya takas yapan kişilerin ihtiyaçlarını karşılamasının yanında diğer takaslar için geçerli olması, parayı diğer takas araçlarından ayıran önemli bir özelliktir. Para arzı ise bir ekonomide dönen toplam para miktarıdır. Para politikası, hükümetin ya da para otoritesinin, ekonomiye, para arzı yönetimi ya da döviz piyasası işlemlerini kullanmak yoluyla yön vermesidir. Para teorisi, ekonomi için en uygun para politikasının belirlenmesini sağlar. Para politikasına, genellikle, "genişletici" ya da "daraltıcı" para politikası kavramlarıyla atıfta bulunulur. Genişletici para politikası, ekonomideki toplam para arzının artırılması anlamına gelirken, daraltıcı para politikası, genişletici para politikasının tersine,

ekonomideki toplam para arzının azaltılması anlamına gelmektedir. Günümüzde para stokunun kontrolünü yani para politikasını, hazine müsteşarlığı ya da merkez bankaları yürütmektedir.²⁸³

Para arzıyla ilgili çeşitli görüşler vardır. Bu görüşlere göre para arzı;

Klasik yaklaşımda paranın sadece değişim aracı fonksiyonu üzerinde durulmuş ve para kapsamına, ödeme aracı olarak genel kabul gören değerler sokulmuştur. Bu yaklaşıma göre para arzı, ufaklık para, kağıt para (banknotlar) ve bankacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde çeke tabi vadesiz ticari ve vadesiz tasarruf mevduatları toplamından meydana gelmektedir. Tanım kısaca, nakit para + vadesiz mevduat şeklinde de ifade edilmekte ve ekonomi literatürüne dar anlamda para arzı tanımı olarak geçmektedir.

Öncülüğünü M. Friedman ve D.Meiselman'ın yaptığı Chicago ekolü yaklaşımına göre para arzı, nakit para, vadesiz mevduatlar ve vadeli mevduatlar toplamı şeklinde geniş kapsamlı olarak tanımlanmaktadır. Friedman ve takipçilerinin bu yolu seçmelerinin nedeni vadeli mevduatları kapsayan para arzıyla (M2) milli gelir arasında diğer para arzı tanımlarına göre daha yüksek bir korrelasyon vardır. Bir başka deyişle, M2 para arzı tamamıyla milli gelirdeki ve fiyatlardaki artışı kolayca açıklamak mümkündür.²⁸⁴

Gurley ve Shaw yaklaşımında para arzı tanımına halkın likit kıymet olarak kabul edebileceği tüm kıymetlerin dahil edilmesini vurgulamaktadır. Buna göre para ve para yerine geçen bütün likit varlıklar yani nakit, vadesiz mevduat, vadeli mevduat ve menkul kıymetler alınmaktadır.²⁸⁵

Merkez Bankası yaklaşımında ise para arzı, krediyi de kapsayan en geniş bir biçimde tanımlanmaktadır. Bu görüşe göre para stoku, ticaret bankaları ve bunların yanında borç para veren diğer bütün kurumların verdiği kredi toplamına eşit alınmaktadır. Kredinin kapsamına sadece ticari bankaların açmış olduğu krediler değil, aynı zamanda tüm mali kuruluşların açtığı krediler de girmektedir.²⁸⁶

²⁸³ Vikipedi Özgür Ansiklopedi, (t.y.), Erişim Tarihi:21 Kasım 2011, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Para>.

²⁸⁴ D.N. Dwivedi, *Macroeconomics: Theory and Policy*, (3.Edition), McGraw Hill, New Delhi 2010, p.195.

²⁸⁵ John G. Gurley ve Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brooking Institution, Washington 1960, p.82.

²⁸⁶ Dwivedi, p.196.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2007/01 ve 2011/05 Tarihli Düzenlemeleri ile para arzı tanımlaması aşağıdaki şekilde yapılmıştır.²⁸⁷

a) 2007/01 Tarihli Düzenleme

2007 Ocak ayında parasal sektör tanımı merkez bankası ve mevduat bankalarına ilave olarak kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve b tipi likit fonları (Para Piyasası Fonları) kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Ayrıca, uluslararası standartlara uyum kapsamında para arzı kalemlerinin kapsam ve sunumunda da düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda 2005 Aralık ayından itibaren aşağıda özetlenen değişiklikler para arzı tablosuna yansıtılmıştır.

-Katılım bankaları ve kalkınma ve yatırım bankalarının parasal yükümlülükleri para arzına ilave edilmiştir.

-B-tipi likit yatırım fonları para arzına dahil edilmiştir.

-M2Y içerisinde yer alan yabancı para cinsinden parasal yükümlükler vade gruplarına göre M1 ve M2 para arzı tanımları içerisinde gösterilmiştir.

-Tüm para arzı kalemleri, bankalararası işlemler hariç olacak şekilde hazırlanmıştır. Bu kapsamda, repo işlemleri yoluyla sağlanan fon tutarından B Tipi Likit Fonlar ile yapılan repolar çıkartılmıştır.

-Mevcut sunumda, Resmi Mevduatlar (Vadeli/Vadesiz) ve Diğer TCMB Mevduatı içerisinde yer alan merkezi yönetime ait mevduatlar M3 para arzı tanımından çıkarılıp, karşılık kalemleri içerisindeki merkezi yönetim mevduatı. kalemine dahil edilmiştir. Merkezi yönetim dışında kalan ve mevcut sunumda M3 içerisinde yer alan diğer genel yönetim mevduatları (yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kurumları) ise vade gruplarına göre M1 ve M2 içerisinde gösterilmeye başlanmıştır.

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

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

M2= M1 + Vadeli Mevduat (YTL,YP)

M3= M2 + Repo + Para Piyasası Fonları

b) 2011/05 Tarihli Düzenleme

²⁸⁷ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Erişim Tarihi: 20 Kasım 2011, www.tcmb.gov.tr.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun bankaların yurtiçinde Türk Lirası menkul kıymet ihracına izin vermesi ile söz konusu menkul değerlerin ihracında gözlenen artış ve uluslararası uygulamalara yakınsama amacıyla, Aralık 2010 tarihli veriden başlamak üzere M3 para arzı tanımına;

-Bankalarca yurtiçinde Türk Lirası üzerinden ihraç edilen ve orijinal vadeleri 2 yıla kadar olan tahvil ve bonolar eklenmiş,

-Bu ihraçlardan, yurtiçi bankaların portföyünde tutulanlar ile yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetindekiler düşülmüştür.

Böylelikle, M3 para arzı aşağıdaki şekilde yeniden tanımlanmıştır:

$$M3 = M2 + Repo + Para Piyasası Fonları + İhraç Edilen Menkul Kıymetler$$

Finans literatürü likiditenin borsa üzerinde ciddi etkilerinin olduğunu vurgulamaktadır. Merkez Bankası'nın yarattığı para borsayı iki yönden etkilemektedir.²⁸⁸

1. Artan para hacmi kısa vadede borsada canlılık getirirse dahi uzun vadede fiyatlar genel seviyesinde yaratacağı etki sebebiyle borsada olumsuz etkilere yol açacaktır. Sürekli bir para arzı artış trendi ekonomide enflasyonist beklentileri güçlendirir ve borsada olumsuz tepkilere yol açar.

2. Para hacmindeki artış döviz piyasasına kayar ve döviz kurunda volatiliteye yol açarsa borsada yatırım yapan yabancı yatırımcılar borsadan çıkma kararı verebilirler. Borsadan ani çıkışlar ise endeksin sert düşüşüne yol açmaktadır.

Finans literatüründe parasal büyüklüklerin borsalar üzerinde önemli etkileri olduğu belirtilmektedir. Para arzındaki artış borsaya canlılık getirebilir ancak öte yandan da enflasyonist beklentilerle olumsuz etkiye de neden olabilir.

Teorik olarak, bir ekonomide artan para arzının enflasyonu artırırken hisse senedi fiyatlarını düşürmesi beklenmektedir. Fakat para arzındaki artışın ekonomiyi canlandırarak tam tersi bir etki yapabileceği de literatürdeki görüşler arasındadır. Para arzı ekonomik aktivitenin gerçekleştirilmesinde oynadığı rol ile hemen hemen tüm ekonomik göstergeler için belirleyici bir değişkendir. Para arzı Merkez Bankası tarafından belirlenir ve para arzında meydana gelen değişimlerde en belirgin güç Merkez Bankası'nın elindedir. Para arzındaki değişimlerin hisse senedi fiyatlarına olan

²⁸⁸ Beyamil Öztürk, *Makroekonomik Faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi ve Volatilitesi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi (1997-2006)*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İstanbul 2008, s.9

etkisi iki ayrı dönemde gerçekleşmektedir. Bunlar para arzı değişimleri ile beraber gerçekleşen eş zamanlı etkiler ve para arzındaki değişimden sonra ne zaman gerçekleşeceği tam olarak belirlenemeyen gelire bağlı etkilerdir.²⁸⁹

Brunner (1961)²⁹⁰, Tobin (1963)²⁹¹ ve Friedman ve Schwartz (1963)²⁹² tarafından para arzındaki bir değişimle yatırımcı tarafından oluşturulan bir portföydeki diğer varlıkların fiyatları arasında bir ilişkinin var olduğu görüşü basit bir hipotezle ortaya atılmıştır. Palmer (1970)²⁹³ ve Spirinkel (1971)²⁹⁴ tarafından bu konuda yapılan ilk çalışmalar, para arzının hisse senedi fiyatlarını etkilediği görüşünü ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan hisse senedi fiyatlarının para arzını etkilediği görüşü ise ilk olarak Cooper (1974)²⁹⁵, Rozeff (1974)²⁹⁶ tarafından iddia edilmiştir. Berkman (1978)²⁹⁷, para arzındaki beklenmedik artışın hisse senedi fiyatlarını düşüreceğini iddia etmiştir. Pearce ve Roley (1983)²⁹⁸ çalışmasında hisse senedi fiyatlarının sadece beklenmedik para arzı değişimine azalış veya tam tersi bir şekilde cevap vereceğini iddia etmiştir. Hardouvelis (1986)²⁹⁹ ve Hafer (1986)³⁰⁰ Amerika verilerini kullanarak, Loderer vd., (1986)³⁰¹ ise İsviçre verilerini kullanarak aynı sonuçlara ulaşmış ve beklenmeyen para arzı ile hisse senetleri arasında negatif bir ilişki olduğunu iddia etmişlerdir. Cooper (1974)³⁰², Nozar

²⁸⁹ Gan vd., s.91.

²⁹⁰ K. Brunner, "Some Major Problems in Monetary Theory", *American Economic Review*, May, 1961, pp. 47-56.

²⁹¹ James Tobin, "An Essay on Principles of Debt Management," The Commission on Money and Credit: Fiscal and Debt Management Policies, Englewood Cliffs., Prentice-Hall, New Jersey, 1963.

²⁹² M. Friedman ve A. J. Schwartz, "Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, 45(1), 1963, pp.476- 485.

²⁹³ M. Palmer, "Money Supply, Portfolio Adjustments and Stock Prices", *Financial Analyst Journal*, 26, 1970, pp.19-22.

²⁹⁴ B. W. Spirinkel, *Money and Markets: A Monetarist View*, Homevood III, Richard D.Irwin, Inc., 1971.

²⁹⁵ R. Cooper, "Efficient Capital Markets and The Quantity Theory of Money", *Journal of Finance*, 29(3), 1974, pp. 887-908.

²⁹⁶ M.S. Rozeff, "Money and Stock Prices: Market Efficiency and the Lag Effect of Monetary Policy", *Journal of Financial Economics*, 1, 1974, pp.245-302.

²⁹⁷ N. G. Berkman, "On the significance of weekly changes in M1," *New England Economic Review*, 1978, pp.5-22.

²⁹⁸ D. K. Pearce ve V. Roley, "The Reaction of Stock Prices to Unanticipated Changes in Money: A Note", *Journal of Finance*, 38, 1983, pp.1323-33.

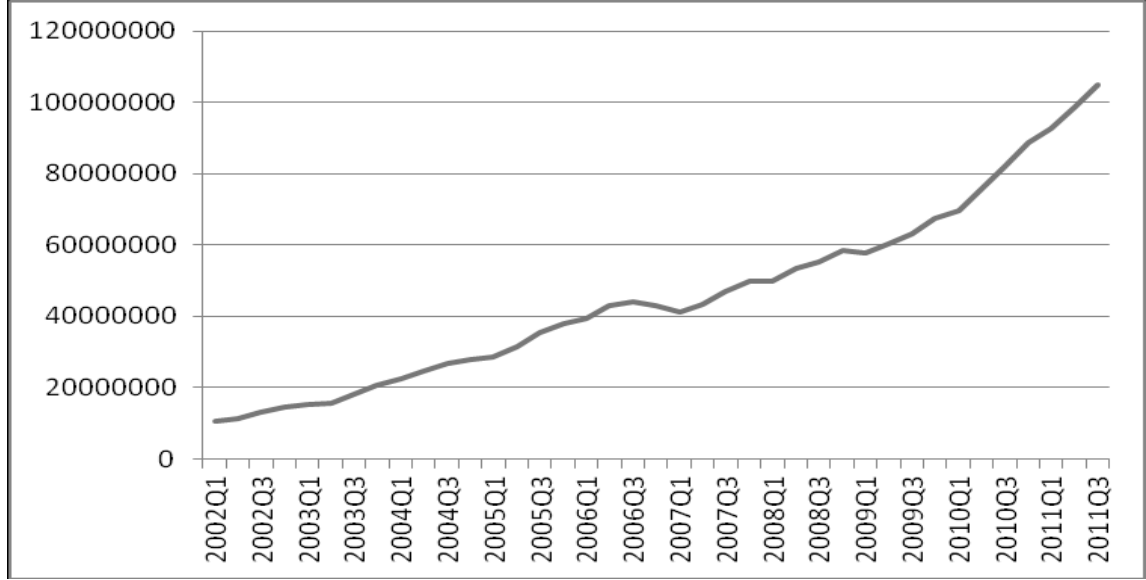
²⁹⁹ G. A. Hardouvelis, "Macroeconomic Information and Stock Prices", First Boston Working Paper Series No. FB-86-13. 1986, pp.113-227.

³⁰⁰ R. Hafer, "The Response of Stock Prices to Changes in Weekly Money and the Discount Rate", *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 68, 1986, pp.5-14.

³⁰¹ C. F. Loderer, T. Lys ve U. Schweizer, "Daily Monetary Impulses and Security Prices", *Journal of Monetary Economics*, 18, 1986, pp.33-47.

³⁰² Cooper, pp. 887-908.

ve Taylor (1988)³⁰³ tarafından yapılan çalışmalarda ise para arzındaki artışın hisse senedi fiyatlarını etkilemeyeceğini ileri sürmüşlerdir.



Grafik 2.7. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında (M1) Para Arzı

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.7. Petrol Fiyatları

Ekonomi literatüründe bugüne kadar çeşitli gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda petrol fiyatlarındaki değişimin ekonomik aktivite üzerindeki etkisi oldukça ilgi odağı olmuştur. Petrol fiyatlarındaki değişimin ekonomik aktivite üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların varlığına karşın, petrol fiyatlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisinin daha az çalışma konusu olduğu görülmektedir. Son zamanlarda hisse senedi getirileri ve petrol fiyatları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda giderek artmaktadır.

Petrol fiyatları dünya ekonomisine yön veren ekonomik göstergelerden birisidir. Petrol fiyatlarının ekonomilere etkisini petrol ithal eden ve petrol ihraç eden ülkeler açısından ayrı ayrı değerlendirmek gerekmektedir. Petrol ihracatçısı ülkeler açısından petrol fiyatları ülke ekonomilerinin en önemli gelir kaynağını oluşturmaktadır. Bu nedenle petrol fiyatlarının yüksekliği petrol ihracatçısı ülkeler açısından olumlu etkiler

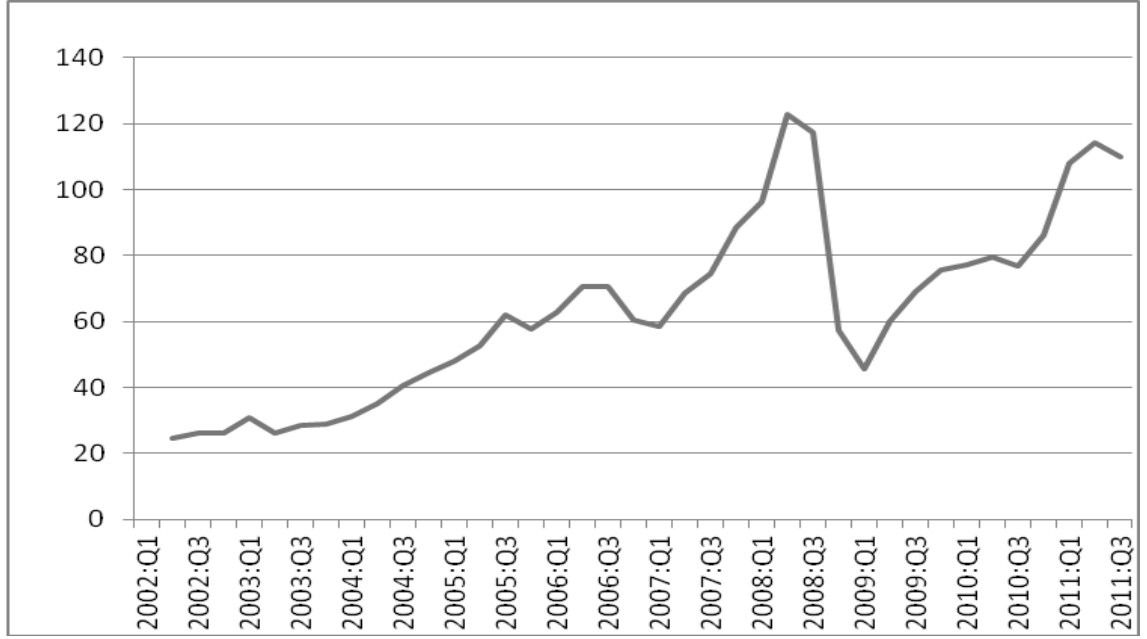
³⁰³ H. Nozar ve P. Taylor, “Stock Prices, Money Supply and Interest Rates: The Question of Causality”, *Applied Economics*, 20, 1988, pp.103-161.

göstermektedir. Petrol ithalatçısı ülkeler açısından ise durum tam tersi etkiler göstermektedir. Öncelikle yüksek petrol fiyatları, petrol ithalatçısı ülkelerin reel milli gelirlerinin azalmasına yol açmaktadır. Petrol tüketiminin petrol fiyatlarının artış oranı doğrultusunda azaltılması mümkün olamadığından toplam petrol harcamaları artmakta, dolayısıyla diğer harcamalara ayrılan milli gelir miktarı düşmektedir. Bir başka deyişle, bir ülkede petrol harcamalarının milli gelir içindeki payı yüksekse ve ayrıca bu ülkenin petrol tüketimini azaltarak diğer enerji kaynaklarına yönelme imkanı kısıtlıysa yüksek petrol fiyatlarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi artmaktadır. Bunun yanında yüksek petrol fiyatlarının doğrudan dünya girdi ve temel mal fiyatlarını, dolayısıyla maliyetleri artırıcı etkisi vardır. Bu durumda toptan ve tüketici mal fiyatları enflasyonunu yükseltmektedir. Yüksek petrol fiyatları aynı zamanda petrol ithalatçısı ülkelerin dış ticaret dengelerini ve dolayısıyla bu ülkelerin bütçe dengelerini de olumsuz yönde etkilemektedir.³⁰⁴

Ülkemiz petrol ithalat eden ülkeler grubunda yer alan gelişmekte olan bir ülkedir. Bu nedenle petrol fiyatlarına karşı duyarlı bir ekonomik sisteme sahip bir ülke konumundayız. Petrol fiyatlarındaki aşırı dalgalanmanın en belirgin etkisi enflasyon rakamları üzerindedir. Yüksek petrol fiyatları, petrol ve petrol türevlerinin önemli bir girdi ve ara malı olmasından dolayı, maliyet tabanlı enflasyonu artırıcı bir etki göstermektedir. Yüksek petrol fiyatlarının olumsuz bir başka etkisi de büyüme rakamları üzerinde görülmektedir. Enflasyonu tetikleyen petrol fiyatları, üretimde düşüşe ve bunun doğal sonucu olarak da büyüme rakamlarının düşük çıkmasına ve hatta ekonomik sistemin soğumasına neden olabilmektedir. Petrol fiyatlarının enflasyon ve büyüme rakamları üzerine olan baskısı cari açığın büyümesine neden olmaktadır.³⁰⁵ Petrol fiyatları ile sermaye piyasaları arasında, petrol fiyatlarının doğrudan ya da dolaylı ekonomik etkileri nedeniyle bir etkileşim mevcuttur. Petrol fiyatları nedeniyle yukarıda ki ekonomik risklere açık bir sermaye piyasası yatırımcılar için risk taşımaktadır.

³⁰⁴ Ali Akgün, *Petrol Fiyatlarındaki Değişimlerin İMKB-100 Endeksine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Konya 2006, s.51.

³⁰⁵ Akgün, s.85.



Grafik 2.8. 2002-2011 Yılları Arasında Brent Petrol Fiyatları (\$)

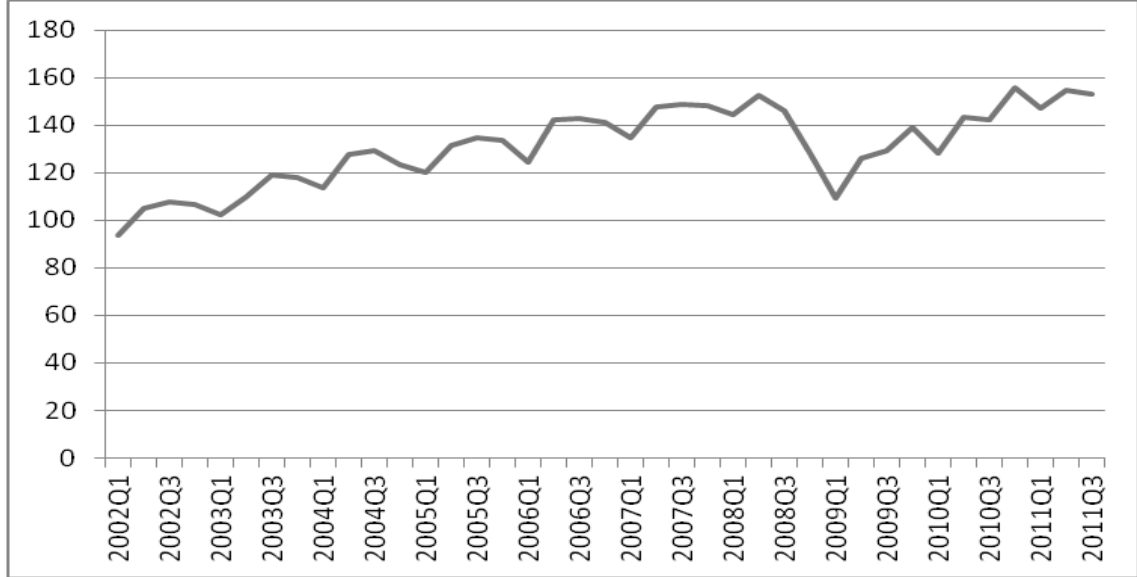
Kaynak: www.inflationdata.com

2.2.8. Sanayi Üretim Endeksi

Ülkemizde, sanayi üretim endeksi TÜİK'in açıkladığı istatistikler arasında yer alan endekslerden birisidir. Sanayi üretim endeksi sanayi sektöründe yer alan şirketlerin üretimlerinin bir göstergesidir. Sanayi üretim endeksi hesaplamasına imalat, madencilik, gaz-elektrik üretim ve dağıtım sektörleri dahil edilir. Belirlenen şirketlerin üretim miktarları alınarak hesaplama yapılır. Türkiye'deki tüm şirketler endeks hesaplanırken değerlendirilmeye alınmaz. Ancak Türkiye'deki toplam üretimin büyük çoğunluğunu oluşturan şirketlerin üretimleri hesaplanır, bu da aşağı yukarı Türkiye geneli için aynı rakamı ifade eder. Sanayi üretim endeksinin önemi, Türkiye Ekonomisi için önemli bir gösterge olmasından kaynaklanır. Üretim düzeyinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, üretim düzeyini temsil eden sanayi üretim endeksi aracılığı ile saptanabilmektedir.³⁰⁶ Hisse senedi fiyatları piyasadaki temel bilgileri yansıtıyorsa, beklenen gelecek reel ekonomik aktivitelerle hisse senedi fiyatları arasında yakın bir ilişki olmalıdır. Firmaların hisse senetlerinin fiyatları, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine eşitse, nakit akımları sanayi üretim endeksi, gayri safi yurtiçi hasıla,

³⁰⁶ Türkiye İstatistik Kurumu, Erişim Tarihi:22 Ekim 2011, www.tuik.gov.tr.

gayri safi milli hasıla...v.b. değişkenlerle ölçülebilen reel ekonomik aktivitelerden etkilenecektir.³⁰⁷



Grafik 2.9. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Sanayi Üretim Endeksi

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.2.9. Yabancı Portföy Yatırımları

Uluslararası yabancı sermaye yatırımları genel anlamıyla bir ülkede yerleşik kişilerin veya kurumların başka bir ülkedeki kişilere veya kurumlara artı getiri beklentisi ile gerçekleştirdiği sermaye aktarımları olarak tanımlanabilir. Uluslararası yabancı sermaye yatırımları temel olarak; uluslararası doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde üç ana başlık altında incelenmektedir. Uluslararası doğrudan yatırımlar; genel olarak, bir kişinin bulunduğu veya bir şirketin kurulu olduğu ülke sınırları dışında, hâlihazırda faaliyetlerini sürdüren başka bir şirkete, hisse satın alımı, birleşme veya sermaye arttırmak suretiyle ortak olması veya tamamen yeni bir şirket veya tesis kurması veya mevcut bir varlığı satın alması şeklinde ifade edilmektedir. Dolaylı yabancı sermaye yatırımı olarak da tanımlanan portföy yatırımları; bir kişinin veya bir şirketin yerleşik bulunduğu ülke dışındaki sermaye piyasalarına ait borsalarda işlem gören şirket hisse senetlerine, yatırım fonlarına, şirket tahvillerine, vadeli işlem ve opsiyon enstrümanlarına ve devlet garantili bonolara veya

³⁰⁷ Mathias Binswanger “Stock Market Booms And Real Economic Activity: Is This Time Different?”, *International Review of Economics and Finance*, 9, 2000, p.388.

tahvillere yaptığı yatırımları kapsamaktadır. Resmi sermaye yatırımları; gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde ise devletlerarası bir borçlanma söz konusudur.³⁰⁸

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, ülke riski, kambiyo ve kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır. Dünyada para ve sermaye transferlerinin önündeki teknolojik ve hukuki engellerin azalması ile özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlarda artışlar meydana gelmiştir. Bu hareketin bir sonucu olarak bu fonların henüz yeterince derinleşmemiş olan gelişmekte olan piyasalardaki etkisinin arttığı düşünülmektedir. 1990'lara kadar yatırımcıların portföylerinde ağırlıklı olarak yerli menkul kıymetler yer almaktaydı. 1990'larda ise yatırımcılar uluslararası çeşitlendirmenin önemini kavramış ve teknolojinin de desteği ile portföylerindeki yabancı menkul kıymetlerin ağırlığını artırmışlardır. Bu durum yeterince derin olmayan gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcı tabanının değişmesine yol açmıştır.³⁰⁹

Yabancıların yerel pazarlarda yaptıkları işlemler hem teorisyenler hem de uygulamacılar için üzerinde önemle durulan bir konu olmuştur. Yabancıların satın alma ve satma kararlarının nelerden etkilendiğini ve ne gibi sonuçlar doğurabileceğini tahmin etmek yerli yatırımcılar için önemli bir bilgi olabilmektedir. Özellikle hisse senedi getirileriyle yabancı işlemleri arasında bir ilişki olabileceği düşüncesi uygulamacılar arasında oldukça yaygındır. Ancak bu ilişkide hangi değişkenin hangisini izlediği ya da değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri teorik olarak üzerinde uzlaşma sağlanamamış bir konudur. İMKB getirisi diğer piyasaların sunduğu ortalama getiriden daha yüksek ise bu İMKB'yi yabancı yatırımcılar açısından cazip hale getirmektedir. İMKB'nin diğer gelişmekte olan borsalara göre daha yüksek getiri potansiyeline sahip olması, borsaya yönelen portföy yatırımlarının açıklayıcısı

³⁰⁸ Selin Sarılı, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Sermaye Piyasası ve Borsa Bilim Dalı, İstanbul 2010, ss.25-27.

³⁰⁹ H.Aydın Okuyan ve Erman Erbaykal, "İMKB'de Yabancı İşlemleri ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 2011, s.256.

olmaktadır. Genel olarak yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere gelmesi borsa açısından olumlu etki yaratır.³¹⁰

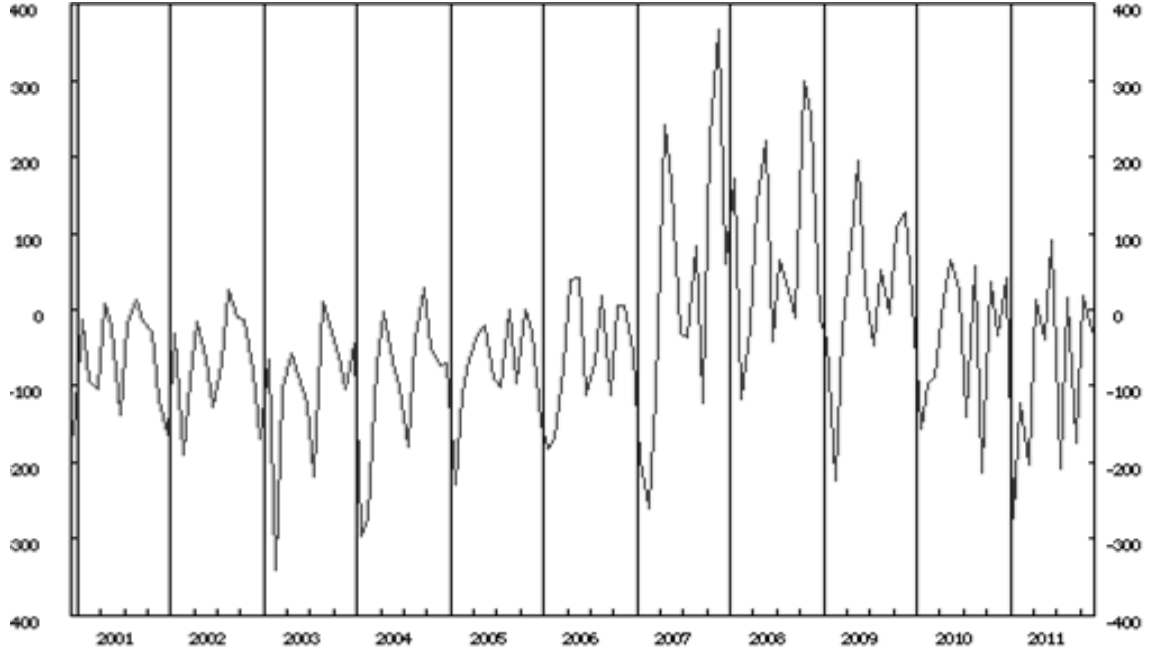
Literatürde, yabancı yatırımların, hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik farklı hipotezler ortaya konulmuştur. Bu hipotezlerden bazıları, yabancı portföy yatırımlarının lehinde bazıları ise aleyhindedir. Bu hipotezlerden bazıları şunlardır: **Taban Genişletme (Base Broadening) Hipotezi**; Merton (1987)³¹¹ tarafından önerilen taban genişletme hipotezine göre, yatırımcı tabanında, yabancı portföy yatırımcılarının gelmesi sonucunda oluşan bir artış, riskin paylaşımı nedeniyle risk primlerinde bir azalışa neden olacaktır. Azalan risk primi sayesinde hisse senetleri fiyatlarında kalıcı bir artış gerçekleşecektir. **Beklenen/Beklenmeyen (Expected/Unexpected) Akım Hipotezi**; Clark ve Berko (1997)³¹² tarafından kurulan bu hipoteze göre, yabancı yatırımların süreklilik arz etmesi nedeniyle, pazarda zamanla bu yatırımlara verilen tepkiler önceden fiyatlara yansıtılacaktır. Bir başka ifade ile önceden ne kadar yabancı yatırım geleceğini tahmin eden yerel yatırımcılar, fiyat değerlemelerini ona göre yapacak ve beklenen oranda bir giriş yaşandığında ise bu giriş fiyatlar üzerinde anlamlı bir düzeyde etkili olmayacaktır. Ancak, şok yada sürpriz bir şekilde, önceden öngörülemeyen yabancı sermaye girişleri piyasada bir fiyat tepkisi ile karşılaşacaktır. **Geribildirim (Feedback) Hipotezi**;³¹³ Piyasada davranışlarını önceki dönemlerde gerçekleşen fiyat hareketlerine göre belirleyen yatırımcılara geribildirim işlemcisi (feedback trader) denilmektedir. Buna göre pozitif geribildirim işlemcisi olan bir yatırımcı piyasa yükselirken hisse senedi alımı yapmakta, düşerken ise satışa geçmektedir. Portföy yatırımlarındaki oynaklığın ve bir ülkeden diğerine hızla hareket ediyor olmasının nedeni bu tür yabancı yatırımcılarının izlediği yatırım stratejisine bağlanmaktadır.

³¹⁰ Emin Hüseyin Çetenak, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Konya 2006, s.42.

³¹¹ R.C. Merton, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42(3), 1987, pp. 483-510.

³¹² J. Clark ve E. Berko, "Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 24, 1997, pp.1-50.

³¹³ D.M. Cutler, J.M. Poterba ve L.H. Summers, "Speculative Dynamics and the Role of Feedback Traders", *American Economic Review*, 80, 1990, pp.63-68.



Grafik 2.10. Türkiye’de 2002-2011 Yılları Arasında Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon \$)

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2.3. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERLE İLGİLİ YAPILMIŞ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

2.3.1. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerle İlgili Yurt Dışında Yapılmış Ampirik Çalışmalar

Aggarwall (1981)³¹⁴, ABD’de 1974-1978 dönemi aylık hisse senedi fiyatları ve efektif döviz kuru verilerini kullandığı bu çalışmada, hisse senedi fiyatları ve Amerikan Doları arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ve kısa dönemde uzun döneme nazaran daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Asquith ve Kim (1982)³¹⁵ tarafından 1960-1978 döneminde ABD’de birleşme veya devralma açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, açıklama öncesi ve sonrasındaki 12’şer aylık dönemde tarafların hisse senetlerine ilişkin aşırı getirileri hesaplamış; alıcı firma hisselerinde açıklamanın

³¹⁴ R. Aggarwal, “Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market Under Floating Exchange Rates”, *Akron Business and Economic Review*, 12, 1981, pp.7-12.

³¹⁵ Paul Asquith ve E. Han Kim, “The Impact of Merger Bids on the Participating Firms’ Security Holders”, *The Journal of Finance*, 37(5), 1982, pp.1209-1228.

yapıldığı ay pozitif veya negatif yönlü aşırı getiri elde edilemediği, hedef firma hisse senetlerinde ise açıklamanın yapıldığı ay içerisinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı pozitif getiri sağladığını belirlemiştir.

Basu (1983)³¹⁶ çalışmasında kazanç (verim), firma büyüklüğü ve New York Borsası'ndaki hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmada inceleme dönemi olarak 1963 ve 1983 yılları arasını ele almıştır. Çalışma sonuçlarına göre; yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olan firmalar, ortalama olarak, düşük fiyat/kazanç oranına sahip olan firmalardan riske dayalı olarak daha yüksek getiri sağlamışlardır ve bu sonuç firma büyüklükleri dikkate alınsa bile değişmeyecektir sonucuna ulaşmışlardır. Diğer taraftan, küçük ölçekli firmalar büyük ölçekli firmalara oranla daha yüksek getiri sağlamışlardır. Ancak, getiriler risk ve fiyat/kazanç oranına göre kontrol altına alındıklarında bu etki gözden kaybolmuştur.

Keim (1983)³¹⁷ çalışmasında, 1963-1979 yılları arasında NYSE ve AMEX'te işlem gören hisse senetleri için öz kaynak piyasa değeri ve anormal getiriler arasındaki ilişkiyi aylık getirileri kullanarak incelemiştir. FVFM'ne firma büyüklüğü değeri de açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir. Bu çalışma ile anormal getiriler ile büyüklük arasındaki ilişkinin her zaman negatif olduğu, ocak ayındaki anormal getirilerin, geri kalan 11 aya göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Özellikle firma büyüklüğü anomalisinin ortalama boyutunun yaklaşık % 50'sinin ocak ayı getirilerine, % 26'sının yılın ilk haftasındaki getirilere, % 11'inin de yılın ilk günündeki getirilere bağlı olduğunu göstermiştir.

Hiraki (1985)³¹⁸, Japonya verilerine dayanan çalışmasında enflasyonun hisse senedi getirileri üzerindeki negatif etkisinin sahte olduğunu ve önemli bir etken olmadığını savunmuştur.

Seyhun (1986)³¹⁹, 1975 ve 1981 yılları arasında NYSE ve AMEX 'de listelenen ve en az bir defa içeriden işlemlerin olduğu 769 hisseyi incelemiştir. Küçük firmalardaki içeridekilerin büyük firmadakilere göre daha fazla anormal getiri elde

³¹⁶ S. Basu, "The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return For NYSE Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, pp.129-156.

³¹⁷ D. Keim, "Size Related A nomalies and Stock Return Seasonality: Further Emprical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12(1), 1983, pp.13-32.

³¹⁸ T. Hiraki, "Testing The Proxy Effect Hypothesis of İnflation on Stock Returns For Japanese Market", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 2, 1985, pp.73-87.

³¹⁹ H. Nejat Seyhun, "Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 16(2), 1986, pp.189-212.

ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu durum, küçük şirketlerde içeridekiler kendi firmalarını çok daha iyi tanıdıklarından, şirkete dayalı bilgilerle işlem yapmayı tercih ederken; büyük şirketlerde içeridekiler şirketle ilgili bilgilere daha az hâkim olduğundan, genel ekonomideki gelişmelere bakarak işlem yapmayı tercih edecekleri şeklinde açıklamıştır. Bu konunun başka bir sebebi de, büyük firmaların daha fazla kamuyu aydınlatma da bulunduğu gerçeği olabilir.

Bhandari (1988)³²⁰, çalışmasında 1948-1949'dan 1980-1981'e kadar 2 yıllık alt dönemler alarak, parametrelerdeki mümkün olan değişikliklerin en aza indirgenmesini amaçlamıştır. Beklenen hisse senedi getirileri ile borç/özkaynak rasyosu arasında ocak ayı dahil edilse de, hariç tutulsa da pozitif ilişki bulmuştur. Bu sonuçlar elde edilirken beta ve firma büyüklük etkisi kontrol altında tutmuştur.

Soenen ve Hennigar (1988)³²¹, çalışmalarında 1980-1986 dönemi aylık hisse senedi fiyatlarını ve döviz kuru verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, Amerikan doları ve hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Kaplan ve Weisbach (1990)³²² 1971-1982 döneminde ABD'de büyük ölçekli 271 adet şirket satın alma işlemini incelemiştir. Araştırma sonucunda alıcı ve hedef şirketlerin benzer konularda faaliyet göstermesi veya faaliyet konularının farklı olmasının, açıklamaya dayalı hisse senedi getirilerini etkilemediğini belirlemiştir.

Ma ve Kao (1990)³²³ 1973:06-1983:12 tarihleri arasındaki aylık verileri kullanarak 6 gelişmiş ülkede (İngiltere, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya) yaptıkları çalışmalarında, kurlardaki bir yükselişin ihracat ağırlıklı ekonomilerde hisse senedi fiyatlarını olumlu olarak etkilediğini, ithalat ağırlıklı ekonomilerde ise tam tersi bir durumun var olduğunu belirtmişlerdir.

Chan, Hamao ve Lakonishok (1991)³²⁴ Tokyo Stock Exchange'de (TSE) işlem gören hisse senetlerini inceledikleri çalışmalarında, hisse senetleri getirilerindeki değişkenliği, temelde 4 değişken ile ilişkilendirmişlerdir. Bu değişkenler; kazançların

³²⁰ Laxmi C. Bhandari, "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, 43(2), 1988, pp.507-528.

³²¹ Soenen ve Hennigar, pp.7-16.

³²² Steven Kaplan ve Michael S. Weisbach, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", *NBER Working Paper Series*, No:3484, 1990., pp.20-34.

³²³ C.K. Ma ve G.W. Kao, "On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(3), 1990, pp.441-449.

³²⁴ K. C Chan, Y. Hamao ve J. Lakonishok "Fundamentals and Stock Returns in Japan", *The Journal of Finance*, 46(5), 1991, pp.1739-1764.

getirisi, firma büyüklüğü, defter değeri/piyasa değeri oranı ve nakit akışı getirisidir. İstatistiksel alternatif yöntemler ve çeşitli hesaplama metotları, 1971-1988 arasındaki dönemi kapsayan bir veri setine uygulanmıştır. Ampirik çalışmalar, göz önünde bulundurulmuş 4 değişkenden defter değeri/piyasa değeri oranının ve nakit akışı getirisinin, beklenen getiriler üzerinde en belirgin pozitif etkiye sahip olduklarını ortaya koymuştur. Firma büyüklüğünün ve kazanç/fiyat oranının ise bazı alt dönemlerde açıklayıcı güce sahip olmalarına rağmen, bazı alt dönemlerde açıklayıcı güçlerini kaybettiklerini ve açıklayıcı değişkenler bir arada ele alındıkları zaman kazanç/fiyat oranının ve firma büyüklüğünün açıklayıcı gücünün, diğer değişkenlerin açıklayıcı güçlerince bastırıldığını belirlemişlerdir.

Bulmash ve Trivoli (1991)³²⁵ yapılan analizler sonucunda, hisse senedi fiyatlarının, bazı ekonomik göstergelerin gecikmeli değerleri ile tahmin edilebileceği sonucuna varmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre para arzının, bir, üç ve oniki ay gecikmeli değerlerinin, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif yönde bağlantılı olduğunu bulmuşlardır.

Fama ve French (1992)³²⁶ 1963-1990 yılları arasında NYSE, AMEX ve NASDAQ'ta işlem gören hisse senetlerine ait verileri kullandıkları çalışmalarında, FVFM'ne açıklayıcı değişken olarak betanın yanı sıra, firma büyüklüğü, finansal borçluluk oranı, öz kaynak defter değeri/piyasa değeri oranı ve kazanç/fiyat oranını da eklemişlerdir. Finansal firmalar için yüksek borçluluk oranları normalken, finansal olmayan firmalar için sıkıntı göstergesi olduğu için, finansal firmalar örnek gruptan çıkartmışlardır. Ayrıca, negatif kazanç/fiyat oranına sahip firmaları da örnek gruba dahil edebilmek için kazanç/fiyat oranıyla ilgili bir kukla değişken de regresyonlarda kullanmışlardır. Daha önceki ampirik çalışmaların aksine, regresyonlar portföyler yerine tek tek hisse senetleri ile yürütülmüştür. Bulgular, FVFM'nin en temel çıkarımlarından birisi olan, hisse senedi getirilerindeki değişkenliği açıklamada betanın açıklayıcı güce sahip olduğu sonucunu desteklememiştir. Sonuçlara göre beta, gerek alt dönemler gerekse tüm çalışma dönemi için hisse senedi getirilerindeki değişkenliği açıklamamaktadır. Bütün açıklayıcı değişkenler bir arada kullanılıp regresyonlar

³²⁵ S. B. Bulmash ve G. W. Trivoli, "Time-Lagged Interactions between Stock Prices and Selected Economic Variables", *The Journal of Portfolio Management*, 17(4), 1991, pp.66-67.

³²⁶ E. F. Fama ve K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *The Journal of Finance*, 47(2), 1992, pp. 427-465.

yürütülmüştür. Bu durumda firma büyüklüğü ve öz kaynak defter değeri/piyasa değeri oranının açıklayıcı gücünün, finansal borçluluk oranı ve kazanç/fiyat oranının açıklayıcı gücüne baskın olduğu belirlenmiştir. Eğer hisse senetlerinin fiyatlanması rasyonel şekilde gerçekleşiyorsa, bu durumda hisse senetlerinin getirilerini açıklamada firma büyüklüğü ve öz kaynak defter değeri/piyasa değeri oranının güçlü açıklayıcı değişkenler olduklarını belirtmişlerdir.

Bahmani vd. (1992)³²⁷ 1973-1988 dönemi S&P 500 Endeksi ve ABD Doları aylık verileri kullanılarak yaptıkları çalışmada, kısa dönemde çift yönlü bir ilişki tespit ederken, uzun dönemde bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur.

Chowdhury, Howe, ve Lin (1993)³²⁸, çalışmaları 1975 ve 1986 yıllarında 626 haftayı kapsayan, Amerika’da 1402 firmada üzerine yapılmıştır. Çalışma sonucunda hisse senedi getirilerinden içeridekilerin işlemlerine doğru nedensellik bulunmuştur. Bilinen içeriden öğrenenlerin davranışının tersine içeriden öğrenenlerin büyük oranda piyasa getirisine tepkide bulunduklarını belirtmişlerdir.

Jones ve Kaul (1996)³²⁹ ABD, Kanada, Japonya ve İngiltere’de hisse senedi piyasalarının petrol fiyatlarındaki değişimlere tepkilerini araştırmışlardır. Onların sonuçları, ABD ve Kanada, hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin petrol fiyatlarındaki değişimin tamamen nakit akışları üzerindeki etkisi ile olabileceğini göstermektedir. Öte yandan Japonya ve İngiltere hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikler sadece nakit akımlarıyla açıklanamaz sonucuna varmışlardır.

Abdalla ve Murinde (1997)³³⁰ çalışmalarında Hindistan, Güney Kore, Pakistan ve Filipinler’de döviz kuru ve hisse senedi fiyatları ilişkisini 1985:01 - 1994:07 tarihleri arasındaki aylık veriler kullanarak VAR modeli yaklaşımıyla incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda; Hindistan, Pakistan ve Güney Kore’de döviz kurlarından hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü bir nedensellik belirtirlerken, Filipinler’de nedenselliğin hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru olduğunu ortaya koymuşlardır.

³²⁷ Bahmani ve Sohrabian, pp.459–464.

³²⁸ Mustafa Chowdhury, John S. Howe ve Ji-Chai Lin, “The Relation between Aggregate Insider Transactions and Stock Market Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 1993, pp.431-437.

³²⁹ C.M. Jones ve G. Kaul, “Oil and the stock markets”, *The Journal of Finance*, 51, 1996, pp. 463-491.

³³⁰ I. Abdalla ve V. Murinde “Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and Philippines”, *Applied Financial Economics*, Vol:7, 1997, pp.25 – 35.

Ajayi, Friedman ve Mehdian (1998)³³¹, çalışmalarında hisse senedi getirisi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik analizi ile gelişmiş ve yeni gelişen ekonomiye sahip ülkeler için incelemişlerdir. Gelişmiş ekonomiye sahip ülkeler olarak, Almanya, Fransa, Kanada, Japonya, İtalya, İngiltere ve Amerika'yı seçmişlerdir. Tayvan, Kore, Filipinler, Malezya, Singapur, Hong Kong, Endonezya ve Tayland'ı da yeni gelişen ekonomiye sahip ülkeler olarak analize dâhil etmişlerdir. Analiz sonucunda gelişmiş ekonomiye sahip ülkelerde hisse senedi piyasası ile döviz piyasası arasında tek yönlü bir ilişki olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır. Yeni gelişen ekonomiye sahip olan ülkelerde ise hisse senedi piyasası ile döviz piyasası arasında hiçbir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Heston, Rouwenhorst ve Wessels (1999)³³², çalışmalarında beta ve firma büyüklüğünün, 12 Avrupa ülkesinin borsalarında 1978-1995 yılları arasında işlem gören hisse senetlerinin ortalama getirilerdeki değişkenliği açıklayıcı gücünü araştırmışlardır. Bu 12 ülke; Almanya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Danimarka, Fransa, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya ve Norveç'tir. Çalışmada FVFM'ne firma büyüklüğü de eklenmiştir. ABD'deki benzer çalışmaların bulgularının aksine, bu çalışmada ortalama hisse senedi getirileri üzerinde firma büyüklüğünün yanı sıra betanın da önemli ölçüde açıklayıcı gücü olduğunu belirlemişlerdir. Ülkeler bir arada ele alındıkları zaman belirgin negatif bir firma büyüklüğü risk primi olduğu görülmüştür. Ülkeler ayrı ayrı incelendiği zaman da 12 ülkeden 11'inde ortalama hisse senedi getirileri ile firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, firma büyüklüğü anomalisinin büyük ölçüde ocak ayında gerçekleşen getirilerden kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Nasseh ve Strauss (2000)³³³, yapmış oldukları çalışma ile Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İsviçre ve İngiltere'de hisse senedi fiyatları ile yerel ve uluslararası makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi 1962 ile 1995 yıllarında OECD temel ekonomik gösterge veri tabanından elde ettikleri verilerle incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre endüstriyel üretim ve imalat siparişlerinin hisse senedi fiyatlarındaki

³³¹ Richard A. Ajayi, Joseph Friedman ve Seyed M. Mehdian, "On the Relationship between Stock Returns and Exchange Rates: Tests Of Granger Causality", *Global Finance Journal*, 9(2), 1998, pp. 241-251.

³³² S. L. Heston, K. Rouwenhorst ve R. E. Wessels "The Role of Beta and Size in the Cross-Section of European Stock Returns", *European Financial Management*, 5(1), 1999, pp. 9-27.

³³³ A. Nasseh ve J. Strauss, "Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: a cointegration approach", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 40, 2000, pp.229-245.

uzun dönemli hareketleri açıklamada önemli faktörler oldukları tespit edilmiş ve Almanya'nın kısa dönem faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve endüstriyel üretimi anlamlı bir şekilde diğer 5 ülkedeki hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Çalışmada eş-bütünleşme analizi sonuçlarına göre Avrupa'da hisse senedi fiyatları ve makro ekonomik faaliyetler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Varyans ayrıştırma testi sonuçlarına göre yerel ve uluslararası makro ekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemesi 4 yıldan sonra %37'den %82'ye çıkmaktadır. Seçilen değişkenlerin hisse senedi fiyatlarındaki değişimi açıklama oranı oldukça yüksektir.

Granger vd. (2000)³³⁴ dokuz Asya ülkesi için hisse senedi fiyatları ve döviz kuru arasında nedenselliği araştırmışlardır. Japonya ve Tayland için hisse senedi fiyatlarını döviz kuru pozitif korelasyonla belirlediğini; Tayvan'da ise negatif ilişki olduğu buna karşın diğer ülkelerde bir ilişki olmadığını bulmuşlardır.

Andrade vd., (2001)³³⁵, çalışmalarında 1973-1998 yılları arasında 4.000'den fazla birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Araştırmanın bir boyutu birleşme ve satın alma duyurularına piyasaların gösterdiği tepkinin incelenmesidir. Bu bağlamda analiz aşamasında anormal getiri hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Analizlerden elde edilen sonuçları ise şöyledir; birleşme ve satın alma işlemi sonrasında satın alan işletmenin hisse senedi fiyatı negatif bir eğilim göstermiştir. Ayrıca, birleşme kazanımlarının hedef işletme hissedarları açısından bir değer yaratmadığını iddia etmişlerdir.

Anari ve Kolari (2001)³³⁶ 6 adet gelişmiş ülkeye (Amerika, Kanada, İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya) ait hisse senedi fiyat endeksi ve tüketici fiyat endeksi arasındaki ilişkiyi 1953-1998 yılları arasında incelemişler ve araştırma sonucuna göre hisse senedi fiyatlarının tepkileri başta negatif olmakta ama uzun dönemde pozitif dönmektedir.

³³⁴ C. W. J. Granger, B. N. Huang ve C. W. Yang, "A Bivariate Casuality Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Recent Asian Flu", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 2000, pp.337-54.

³³⁵ G. Andrade, M. Mitchell ve E. Stafford "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 2001, pp.103-120.

³³⁶ A. Anari ve J. Kolari, "Stock Prices and Inflation", *The journal of Financial Research*, 24(4), 2001, pp.587-602.

Choudry (2001)³³⁷ Latin Amerika ülkelerinde (Meksika, Venezüella, Şili, Arjantin), enflasyon ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada Arjantin ve Şili’de beklenen enflasyon oranı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, Meksika’da ise bu ilişkinin ters yönlü olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Froot, O’Connell ve Seasholes (2001)³³⁸ tarafından yapılan çalışmada, Türkiye’nin de bulunduğu 44 ülkede günlük veriler kullanılarak uluslararası portföy sermaye hareketlerindeki değişim incelenmiştir. Sonuçta, portföy sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalardaki gelecek dönem getirisini tahmin etme gücüne sahip olduğu ve yerel hisse senedi fiyatlarındaki değişimin portföy sermaye akışlarına duyarlı olduğu tespit etmişlerdir.

Wongbangpo ve Sharma (2002)³³⁹ ekonomik büyüme, tüketici fiyat endeksi, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi Endonezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Malezya için incelemişlerdir. İncelediği bütün ülkelerde hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Hisse senedi fiyatları ile faiz oranı arasında Filipinler, Singapur ve Tayland için negatif, Endonezya ve Malezya için ise pozitif bir ilişki saptanmıştır. Döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında ise Endonezya, Malezya ve Filipinler için pozitif, Singapur ve Tayland için ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bhattacharya ve Mukherjee (2002)³⁴⁰ çalışmalarında Hindistan hisse senedi piyasasıyla seçilen 5 makroekonomik değişken arasındaki ilişki 1992-2001 yılları arasında araştırılmıştır. Hindistan’da borsanın ekonominin barometresi olup olmadığı araştırılmıştır. Bu araştırma yapılırken birim kök testi, eşbütünleşme analiz ve toda-yamamoto nedensellik analizinde faydalanmıştır. Kullanılan makroekonomik değişkenler; para arzı, sanayi üretim endeksi, faiz oranı, mili gelir ve enflasyon oranıdır. Analiz sonuçlarına göre para arzı, milli gelir ve faiz oranıyla hisse senetleri arasında hiçbir ilişki bulunmazken, sanayi üretim endeksinden hisse senedi fiyatlarına doğru

³³⁷ T. Choudhry, “Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries”, *Journal of International Financial Markets*, 11, 2001, pp. 75-96.

³³⁸ Kenneth A. Froot, Paul G. J. O’connell ve Mark S. Seasholes, “The Portfolio Flows of International Investors”, *Journal of Financial Economics*, 59(2), 2001, pp.151-193.

³³⁹ Praphan Wongbangpo ve Subhash C. Sharma, “Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN-5 Countries”, *Journal of Asian Economics*, 13, 2002, pp.27-51.

³⁴⁰ B. Bhattacharya, ve J. Mukherjee “The Nature of the Causal Relationship Between Stock Market and Macroeconomic Aggregates in India: An Empirical Analysis”, *Paper Presented in the 4. Annual Conference on Money and Finance*, Mumbai 2002, pp.1-21.

nedensellik bulunmuştur. Ayrıca, enflasyon oranıyla hisse senetleri arasında karşılıklı nedensellik olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte hisse senedi piyasasının sanayi üretim endeksi ve enflasyon oranı dikkate alındığında bilgi anlamında etkisiz olduğu belirtilmiş ve bu iki değişkendeki değişiklikler hakkındaki bilgi sayesinde anormal kârlar elde edilebileceği belirtilmiştir.

Lau, Lee ve McInish (2002)³⁴¹, çalışmalarında Singapur ve Malezya borsalarında hisse senedi getirileri ile beta, firma büyüklüğü, fiyat/kazanç oranı, nakit akımları/fiyat oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve satış büyüme oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışma, Singapur Menkul Kıymetler Borsası ve Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen tüm finansal olmayan firmalar için yapılmıştır. Ancak bazı firmaların baz alınan yıllarda verilerine ulaşamadığı için çalışmadan çıkarılmıştır. Singapur Menkul Kıymetler Borsası'ndan 82 firma, Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası'ndan 163 firma çalışmaya dahil edilmiştir. Her iki ülke için beta ve hisse senedi getirileri arasında bir koşullu bir ilişki vardır. Pozitif aşırı getiri olan aylarda, iki değişken arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Negatif aşırı getiri olan aylarda ise iki değişken arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Hisse senedi getirileri ile satış büyüme oranı arasında Singapur için negatif bir ilişki olduğu sonucu çıkmıştır. Hisse senedi getirileri ile fiyat/kazanç oranı arasında Malezya için ise pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Bütün bu ilişkiler Ocak ayı dışındaki aylar için anlamlıdır.

Islam (2003)³⁴², çalışmasında Kuala Lumpur hisse senedi piyasası ile makroekonomik değişkenler arasında kısa ve uzun dönemli ilişkiyi araştırmış ve makro ekonomik değişkenler olarak faiz oranı, enflasyon oranı, döviz kuru ve sanayi üretimini seçmiştir. Çalışmada Kuala Lumpur hisse senedi bileşik endeksi ile seçilen makro ekonomik değişkenler arasında hem kısa dönemli hem de uzun dönemli anlamlı ilişkiler bulmuştur.

³⁴¹ Sie Ting Lau, Chee Tong Lee ve Thomas H. McInish, "Stock Returns and Beta, Firms Size, E/P, CF/P, Book-to-Market And Sales Growth: Evidence From Singapore And Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, 12, 2002, pp.207-222

³⁴² S. M. N. Islam ve S. Watanapalachaikul, *Time Series Financial Econometrics of the Thai Stock Market: a Multivariate Error Correction and Valuation Model*, 2003, Erişim tarihi: 6 Kasım 2011, <http://blake.montclair.edu/~cibconf/conference/DATA/Theme2/Australia2.pdf>.

Smyth ve Nandha (2003)³⁴³, çalışmalarında Bangladeş, Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka’da hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi Engle-Granger ve Johansen kointegrasyon testleri yardımıyla belirlemeye çalışmışlardır. Buldukları sonuçlar hiçbir ülkede bu iki değişken arasında uzun dönemli ilişki olmadığıdır. Ayrıca, Hindistan ve Sri Lanka’da döviz kurundan hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü nedensellik olduğu, buna karşın Bangladeş ve Pakistan’da bir nedensel yapıya rastlanmadığıdır.

Carmichael ve Samson (2003)³⁴⁴, çalışmasında makroekonomik faktörlerin ele alındığında hisse senedi getirileri üzerinde gizli bir etkilerinin olduğunu, ekonomik risk faktörleri, firma kazançları üzerindeki etkilerinden dolayı hisse senedi fiyatlarını etkilediklerini savunmuşlardır. Ancak bu değişkenler rakamsal olarak ele alındığında hisse senedi getirileriyle güçlü bir etkinin tespit edilemediğini ve doğrudan etkilerinin olmadıklarını savunmuşlardır.

Drobetz vd. (2004)³⁴⁵ yaptıkları çalışmada, kapitilizasyonu en yüksek 50 Alman firmasında, kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın kurumsal yönetim seviyesi ile beklenen hisse senedi getirileri arasında negatif korelasyonlu bir ilişki elde etmişlerdir.

Sangbae ve In (2004)³⁴⁶ yaptıkları çalışmada, hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında pozitif ilişki ileri süren Fisher hipotezine yeni bir bakış açısı sunmuşlardır. Yapılan testler sonucunda en kısa süre olarak alınan 1 ay ve en uzun süre olarak alınan 128 aylık dönemlerde hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ortalama bir dönem de ise bu ilişkinin yönü negatif olarak gözlenmiştir.

Chaudhuri ve Smiles (2004), çalışmalarında çok değişkenli eşbütünleşme metodolojisi kullanılarak, Avustralya reel hisse senedi fiyatları ile toplam ekonomik aktivitenin ölçüleri olan reel gayri safi yurtiçi hasıla, reel özel tüketim, reel para ve Avustralya pazarında reel petrol fiyatları arasındaki uzun dönem ilişki incelenmiştir. Nominal veriler, reel verilere dönüştürülürken tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır.

³⁴³ R. Smyth ve M. Nandha, “Bivariate Causality between Exchange Rates and Stock Prices in South Asia”, *Applied Economics Letters*, 10, 2003, pp.699-704.

³⁴⁴ B. Carmichael ve L. Samson “Expected Returns and Economic Risk in Canadian Financial Markets”, *Applied Financial Economics*, 13(3), 2003, pp. 177-189.

³⁴⁵ Drobetz Wolfgang, Schillhofer Andreas ve Zimmermann Heinz, “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”, *European Financial Management*, 10(2), 2004, pp.267–293.

³⁴⁶ K. Sangbae ve F. In, “The Relationship Between Stock Returns and Inflation: New Evidence from Wavelet analysis”, *Journal of Empirical Finance*, 12, 2004, pp.435–444.

Analiz sonucunda hisse senetleri ile seçilen makro ekonomik değişkenler arasında uzun dönemli ilişki rapor edilmiştir. Ayrıca, çalışmada diğer borsaların Avustralya borsasına etkisini ölçmek için Amerika, Yeni Zelanda ve Japonya borsa endeksleri de kullanılmış ve sonuçta Avustralya borsasında Amerika borsasının büyük etkisi olduğu, Yeni Zelanda borsasının bir takım etkileri olduğu ve Japonya borsasının ise etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ritter (2005)³⁴⁷, çalışmada, 1900 ile 2000 yılları arasında incelenen 16 ülkenin gayri safi yurtiçi hasılası ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki olduğunu bulmuştur. Ekonomik büyüme, yüksek kişisel tasarruf oranları, artan işgücüne katılım ve teknolojik değişimlerden oluşur. Eğer sermaye ve işgücü girdilerindeki artış yeni şirketlere kayarsa, mevcut şirketlerin temettülerinin net şimdiki değerinde, yani hisse senedi fiyatlarında bir artışa neden olmaz. Teknolojik gelişmeler eğer şirketler güçlü bir monopol oluşturamamışsa karların artmasını sağlayamaz. Yüksek büyüme oranına sahip ülkeler değerlemeleri düşük olmadıkça iyi hisse senedi yatırım fırsatları sunmazlar diyerek çalışmasının sonucunda çıkarımlarda bulunmuştur.

Patra ve Poshakwale (2006)³⁴⁸ 1990-1999 yılları arasındaki Yunan hisse senedi piyasası verilerini kullanarak yaptığı araştırma ile makro ekonomik değişkenler ile hisse senedi getirileri arasındaki kısa ve uzun dönem denge ilişkileri araştırmışlardır. Çalışmada kullanılan ekonomik değişkenler enflasyon, para arzı, döviz kuru ve ticaret hacmidir. Koentegresyon testi, Granger nedensellik analizi ve vektör hata düzeltme modelinden elde edilen ampirik kanıtlar para arzı, enflasyon ve ticaret hacminin Atina borsasında hisse senedi getirileri ile kısa ve uzun dönem denge ilişkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Fakat, döviz kurları ile hisse senedi getirisi arasında herhangi bir nedensellik veya koentegrasyon ilişkisi bulunamamıştır. Döviz kurlarıyla, hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin olmayışını da Yunanistan hükümetinin Avrupa Para Birliği'ne girmek için uygulanan politikalardan kaynaklandığını ifade etmişlerdir.

Bhargava ve Malhotra (2006), F/K oranları ve gelecek dönem getirileri, F/K oranları ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkileri 1980–2000 döneminde incelemişlerdir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak Dünya hisse senedi

³⁴⁷ Jay R. Ritter, "Economic Growth And Equity Returns", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 2005, pp.489-503.

³⁴⁸ T. Patra ve S. Poshakwale, "Economic Variables and Stock Market Returns: Evidence From The Athens Stock Exchange", *Applied Financial Economics* 16, 2006, pp.993–1005.

piyasalarından dört farklı endeks üzerinde analiz yapılmıştır. Bu endeksler S&P 500, The Morgan Stanley Composite Index (MSCI), The MSCI Europe Index ve The Europe, African, and Far East (EAFE) Index tir. Endeks değerleri ve endeks getirileri daha sağlam bir sonuç vermeleri için aylık hesaplanmıştır. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak VAR (Vector Autoregression Model) ve VECM (Vector Error Correction Model) regresyon modelleri kullanılmıştır. Regresyon analizleri sonucunda F/K oranı ile hisse senedi fiyatları arasında dört endeks için de pozitif ve güçlü bir ilişki bulunmuştur. Ancak, analizlerin sonucunda F/K oranları ile hisse senedi gelecek dönem getirileri arasında önemli derecede ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Tan vd., (2007)³⁴⁹ Singapur firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında, entellektüel sermaye ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda bir firmanın entellektüel sermayesi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, entellektüel sermayede meydana gelen artış ile gelecek finansal performans arasında da istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Ahmed (2008)³⁵⁰ bu çalışmada, hisse senedi fiyatları ile Hint reel ve finans sektörünü temsil eden en önemli makro ekonomik değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri üç aylık veriler kullanarak, 2007 Mart, 1995 Mart dönemi için araştırılmıştır. Bu değişkenler sanayi üretim endeksi, ihracat, doğrudan yabancı yatırım, para arzı, döviz kuru ve faiz oranıdır. Kısa dönem ilişkileri araştırmak için BVAR modeli ile varyans ayrıştırma ve etki-tepki fonksiyonları kullanılırken, uzun dönem ilişkiler için ise Johansen eşbütünleşme ve Toda ve Yamamoto Granger nedensellik testinden faydalanmıştır. Çalışmanın sonuçları, toplam makro ekonomik değişkenler ve hisse senedi endeksleri arasında uzun vadede farklı nedensel bağlantılar ortaya koymaktadır. Çalışmada, hisse senedi fiyatlarının hareketi sadece temel makro ekonomik değişkenler davranış sonucu olmadığını ama değişime etki eden nedenlerden birinin de bu değişkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

³⁴⁹ H.P. Tan, D. Plowman ve P. Hancock, "Intellectual Capital and Financial Returns of Companies", *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, pp.76-95.

³⁵⁰ Ahmed, Shahid, "Aggregate Economic Variables and Stock Markets in India", *International Research Journal of Finance and Economics*, 14, 2008, pp.141-164.

Mahmood ve Dinniah (2009)³⁵¹, çalışmada hisse senedi fiyatları ve ekonomik değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler seçilmiş altı Asya-Pasifik ülkelerinde; Malezya, Kore, Tayland, Hong Kong, Japonya ve Avustralya’da incelenmiştir. Ocak 1993 ile Aralık 2002 tarihleri arasında hisse senedi fiyat endeksleri, döviz kurları, tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksi değişkenleri kullanılmıştır. Özellikle uzun dönem denge ve kısa dönem çoklu nedensellik analizleri üzerinde durulmuştur. Yapılan analiz sonuçlarına göre uzun dönem ilişki dört ülkenin değişkenleri arasında; Hong Kong, Japonya, Kore, ve Avustralya’da gözlemlenmiştir. Kısa dönemleri ilişkiler açısından bakıldığında ise Hong Kong ve Tayland dışındaki diğer tüm ülkelerde birtakım etkileşimler tespit edilmiştir. Hong Kong için sadece kur ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki tespit edilirken, Tayland raporları sadece üretim ve hisse senedi fiyatları arasında önemli bir etkileşim olduğunu göstermektedir.

Park ve Kim (2010)³⁵², 2000 ve 2008 yılları arasında Kore’de yaptıkları çalışmada, yüksek temettüye sahip hisse senetlerinin riske göre ayarlanmış yüksek getiriye sahip olduklarını bulmuşlardır. Getiri ve temettü arasındaki pozitif ilişki ocak ayı dışında tüm aylarda gözlemlenmiştir. Ayrıca, çalışmada vergi sonrası getiri kullanılmış ve vergi etkisi hipotezinin Kore hisse senedi piyasasında geçerli olmadığı sonucunu belirtmişlerdir.

Al-Shubiri (2010)³⁵³, çalışmasında Amman borsasında hisse senetleri ile seçilen değişkenler arasında 2005-2008 yılları arasında ilişkiyi incelemiştir. Amman borsasını temsilen 14 ticari bankanın hisse senetlerini seçmiştir. Bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatlarını kullanırken, bağımsız değişkenler ise şunlardır; hisse başına net aktif değeri, temettü yüzdesi, hisse başına kazanç, gayri safi yurtiçi hasıla, enflasyon oranı ve faiz oranı. Çalışmada kullanılan basit ve çoklu regresyon sonuçlarına göre hisse senetleri ile hisse başına net aktif değeri, temettü yüzdesi, hisse başına kazanç, gayri safi yurtiçi hasıla değişkenleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, faiz ve enflasyonla negatif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

³⁵¹ Mahmood Wan Mansor Wan ve Dinniah Nazihah Mohd, “Stock Returns and Macroeconomics Variables: Evidence from the Six Asian-Pacific Countries”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 30, 2009, pp.154-164.

³⁵² Jinwoo Park ve Moojoon Kim, “Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from the Korean Stock Market”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, 2010, pp.736-751.

³⁵³ Faris Nasif Al- Shubiri, “Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks”, *International Journal of Business and Management*, 5(10), 2010, pp.137-147.

Al-Jafari vd. (2011)³⁵⁴, bu çalışmada, Ocak 2002-Aralık 2008 döneminde makroekonomik değişkenler ve gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi fiyatları arasındaki bağlantılar incelenmiştir. Kullanılan makro ekonomik değişkenler; tüketici fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, para arzı, döviz kuru ve faiz oranlarıdır. Çalışmada Granger nedensellik testi ve Pedroni panel eşbütünleşme testleri de dahil olmak üzere çeşitli test yöntemleri kullanılmıştır. Bu testler, 16 gelişmiş ve 16 gelişmekte olan piyasalar için panel veri kullanılarak uygulanmış ve ampirik sonuçlar, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi fiyatları ile faiz oranı ve para arzı hariç diğer makroekonomik değişkenler arasında önemli bir nedensel ilişki göstermektedir. Bu bulgular aynı zamanda reel ekonomik aktivite düzeyi ve gelişmiş piyasalardaki hisse senedi fiyatları arasında uzun vadede olumlu bir ilişki göstermektedir. Sonuçlar hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki gelişmekte olan ülkelere, gelişmiş olan ülkelere göre daha etkin olduğunu göstermektedir.

Khrawish (2011)³⁵⁵, çalışmasında 1998 ve 2009 yılları arasında Amman borsasındaki hisse senedi getirileri ile temettü ödemeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulmuştur. Ancak bu ilişkilerin hem uzun dönemde, hem de kısa dönemde zayıf olduğuna dikkat çekmiştir.

Singh vd. (2011)³⁵⁶, çalışmada, lineer regresyon modeli Ocak 2003- Aralık 2008 dönemi için makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri test etmek için kullanılmıştır. Bu çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler Gsyih, istihdam oranı, döviz kuru, enflasyon, para arzı ve Tayvan 50 Endeksindeki şirketlerin getirileridir. Çalışma tek tek hisse senetlerinden ziyade hisse senedi portföylerine dayanmaktadır. Portföy getirileri bağımlı değişken olarak kullanılırken, makro ekonomik değişkenler bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları istihdam oranı, enflasyon ve para arzı tüm hisse senedi getirileri ile negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir (büyük ve orta ölçekli şirketler için altı portföy dahil). Diğer

³⁵⁴ Al-Jafari Mohamed Khaled, Salameh Rashed Mohammed ve Habbash Mohammad Rida, "Investigating the Relationship between Stock Market Returns and Macroeconomic Variables: Evidence from Developed and Emerging Markets", *International Research Journal of Finance and Economics*, No:79, 2011, pp.6-30.

³⁵⁵ Husni Ali Khrawish, "Dividend Yields and Expected Stock Returns: Evidence From Banking Sector in Amman Stock Exchange (Ase)", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, No:34, 2011, pp.134-146.

³⁵⁶ Singh Tarika, Mehta Seema ve Varsha M. S., "Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan", *Journal of Economics and International Finance*, 2(4), 2011, pp.217-227.

tarafından, Gsyih ve döviz kuru hisse senedi getirileri ile pozitif ilişkili çıkmıştır. Küçük ölçekli şirketler için sonuçlar biraz farklıdır. F/ K oranı portföyü için, sadece döviz kuru getirileri ile pozitif bir ilişki vardır. Verim portföyünde, istihdam oranı ve döviz kuru hisse senedi getirileri ile pozitif ilişkiliyken, PBR portföy için ise döviz oranı ve enflasyon ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki vardır.

2.3.2. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerle İlgili Türkiye’de Yapılmış Ampirik Çalışmalar

Aydoğan ve Güney (1997)³⁵⁷ İMKB şirketleri üzerine yaptığı çalışmada, hem F/K oranının hem de temettü veriminin hisse senedi getirilerini 3 ile 12 ay arasında tahmininde önemli birer araç olduğunu vurgulamışlardır. Yüksek temettü veriminin gözlemlendiği dönemleri izleyen süreçlerde hisse senedi getirilerinin çok yüksek olduğu, düşük temettü veriminin olduğu dönemlerde ise düşüğünü vurgulamışlardır.

Hatipoğlu (1997)³⁵⁸ İMKB’ye kote olmuş olan 32 şirketin 1987- 1996 yılı verilerini kullanmak suretiyle finansal kaldıraç oranlarıyla hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yapılan test sonucunda hisse senedi değeri değişimleriyle finansal kaldıraç arasında bir ilişki tespit edilememiş, buna neden olarak da firmaların kaldıraç oranlarının bazılarının yüksek bazılarının da düşük olması neticesinde ortalamanın düşmesi olarak gösterilmiştir. Daha sonra bu 32 firma içerisinde finansal kaldıraç oranları en yüksek 5 firma seçilerek analiz tekrar edildiğinde hisse senedi değerindeki değişimleri ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Durukan (1999)³⁵⁹, çalışmada Ocak 1986 ile Aralık 1998 dönemleri arasında makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki araştırmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB Ulusal-100 endeksi TL ve Dolar bazında alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise şunlardır; TUFİ, aylık mevduat faiz oranı, sanayi üretim endeksi, Dolar döviz kuru, Mark döviz kuru, Para arzı. Analiz sonucu elde edilen bulgular, bir bütün olarak, faiz oranının hisse senedi fiyatlarını açıklamada en etkin

³⁵⁷ Kürşat Aydoğan ve Alparslan Güney, “Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K oranı ve Temettü Verimi”, *İMKB Dergisi*, 1(1),1997, ss.83-96.

³⁵⁸ Erdoğan Hatipoğlu, *Finansal Kaldıraç Derecesinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1997.

³⁵⁹ M. Banu Durukan, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, 3(11), 1999, ss19-47.

makroekonomik değişken olduğunu göstermiştir. İMKB Ulusal-100 Endeksindeki değişimleri açıklamada faiz oranı ve sanayi üretim endeksinin yeterli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demir (2001)³⁶⁰, yaptığı çalışmada 1991-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören mali sektör kuruluşları arasından 16 şirket seçmiştir. Bu şirketlerin hisse senedi getirilerini etkileyen finansal oranları tespit etmeye çalışmış ve uygulamada yöntem olarak, belirlenen değişkenlere ait zaman serilerine istatistiki olarak çoklu regresyon analizi kullanmıştır. Yapılan analiz sonucuna bakıldığında mali sektör hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörler; piyasa değeri/defter değeri, hisse başına kâr, fiyat/kazanç oranı, öz sermaye kârlılığı, kaldıraç oranı, net kâr artış hızı, işlem görme oranı, temettü ödeme oranıdır. Fakat bu faktörlerin denkleme girme sayıları farklıdır. Görülmektedir ki en çok mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktör piyasa değeri/defter değeri oranıdır.

Akçaraoğlu ve Yurdakul (2002)³⁶¹, hisse senedi getirileri ve global değişkenler arasındaki ilişkiyi, Türkiye hisse senedi piyasası için sınamak üzere Ocak 1987-Ocak 2001 dönemine ait üç aylık veriler kullanmışlardır. Özel hata düzeltim modeline ilişkin sonuçlara göre, her bir global değişkenin İMKB bileşik endeksi üzerinde anlamlı bir kısa dönemli etkisi vardır. A.B.D. hisse senedi fiyat endeksi, cari işlemler dengesi, döviz kuru, sermaye hareketleri dengesi ve İMKB bileşik endeksi ile gecikmeli değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır ve döviz kuru ve cari işlemler dengesinin şimdiki değerleri ile İMKB endeksi arasında önemli ve negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır sonucuna varmışlardır.

Yıldız ve Tenekecioğlu (2004)³⁶², çalışmada hisse senedi getirileri ile entelektüel sermaye varlıkları arasındaki ilişki regresyon analizi yöntemi ile araştırmışlardır. Çalışmada İMKB-100’de işlem gören işletmelerin entellektüel sermaye unsuru olabilecek değişkenler 29 soruluk bir anket yardımıyla toplanmıştır. Bu ankete 28 işletme cevap vermiştir. Öncelikle bu işletmelerin 2001 yılındaki finansal oranları ile bu işletmelerin hisse getirileri arasında R^2 cinsinden ilişkinin gücü bir regresyon

³⁶⁰ Yusuf Demir, “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(2), 2001, ss.109-130.

³⁶¹ Alpaslan Akçaraoğlu ve Funda Yurdakul, “Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na İlişkin Ampirik Kanıtlar”, *İMKB Dergisi*, 6(21), 2002, ss.1-20.

³⁶² Yıldız Birol ve Tenekecioğlu Berrin, “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB 100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, *3.Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, Eskişehir, 2004, ss.579-590.

yardımıyla ölçülmüştür. Ardından finansal oranlara, anket yoluyla elde edilen değişkenler de ilave edilerek kurulan ikinci regresyondaki R^2 ile önceki R^2 arasında fark olup olmadığını incelenmişler ve sonuçta entellektüel sermaye ile ilgili değişkenlerin eklenmesiyle finansal oranların hisse senedi getirilerini açıklama gücünün arttığı sonucuna varmışlardır.

Duman ve Karamustafa (2004)³⁶³, Türkiye'de enflasyon trendi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bu çalışmada, gelişmiş birçok ülkedeki gibi değişkenler arasında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişler ve analiz sonucunda Fama'nın hipotezini doğrular nitelikte bazı sonuçlara ulaşmışlardır. Enflasyon ile reel üretim arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmasına rağmen, reel üretim ile reel hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamıştır. Enflasyon trendinin reel üretim düzeyindeki gelişmeden arındırılmasıyla yapılan analizde, bu arındırılmış enflasyonun reel getiriler üzerinde pozitif yönlü ilişkinin olduğu, bu ilişkinin ise beklenmeyen enflasyondan kaynaklandığını tespit etmişlerdir.

Çıtak (2004)³⁶⁴ bir borsa performans oranı olan F/K oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, dönem başı F/K oranları ile 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık, 2 yıllık, 3 yıllık, 4 yıllık ve 5 yıllık elde tutma dönemi getirileri arasındaki ilişkileri belirleyebilmek için regresyon denklemlerini tahmin etmiş ve 3 aylık elde tutma dönemi dışındaki elde tutma dönemleri için anlamlı ilişkiler çıkmıştır.

Albeni ve Demir (2005)³⁶⁵, çalışmalarında hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki değil özelde mali sektöre ait hisse senetleri ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelemişlerdir. Regresyon analizinde, İMKB fiyat endekslerinden mali endeks bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen makro ekonomik faktör olarak; mevduat faiz oranları, cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatırımları ve Alman Markı bulmuşlardır. Böyle olmakla birlikte faktörlerin endekste ki fiyat değişikliklerini açıklama güçleri farklı çıkmıştır. Mali endekste ki fiyat değişikliklerinin % 88'i yukarıda bulunan faktörlerden etkilendiği, geriye kalan % 12'lik kısım ise

³⁶³ Duman M. ve Karamustafa O., "Türkiye'de Hisse Senedi Getirileri, Enflasyon ve Reel Üretim İlişkisi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:21, 2004, ss.94-100.

³⁶⁴ Levent Çıtak, "F/K Oranları İle İMKB 100 Endeksi Getirileri Arasındaki İlişkiler Üzerine Bir Araştırma", *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 5(1), 2004, ss.73-88.

³⁶⁵ Mesut Albeni ve Yusuf Demir, "Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)", *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14, 2005, ss.1-18.

modele sokulmayan siyasi, psikolojik ya da piyasa dışı v.b faktörlerden kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yılğör (2005)³⁶⁶ çalışmada, işletmelerin borç kullanım oranındaki artış ilanlarının hisse senedi getirileri üzerinde etkisi ve bu ilanlara yatırımcıların tepkileri, 1996-2002 döneminde İMKB'na kayıtlı 116 işletmede incelenmiştir. İnceleme sonucunda, borç kullanma düzeyindeki artış ilanının yatırımcılar tarafından, belirli dönemlerde işletmenin geleceğini etkileyen bir bilgi olarak algılandığı görülmüştür. Ancak bu bilgiler, bazı dönemlerde hisse senetlerinin gerçek değerini azaltıcı, bazı dönemlerde de hisse senetlerinin gerçek değerini arttırıcı bir faktör olarak değerlendirilmiştir.

Mumcu (2005)³⁶⁷, çalışmada veri seti 1990 yılının Ocak ayından 2004 yılının Aralık ayına kadar aylık verilerden oluşmaktadır. Değişkenlerden endeksi etkileyen en önemli faktör olarak hazine bonusu faiz oranları olduğunu tespit etmiştir. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli'ne göre, hazine bonusu faiz oranları ile İMKB Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmuş, Granger Nedensellik Testi'ne göre, hazine bonusu faiz oranlarındaki bir değişim İMKB Endeksi'ni etkilemekte, İMKB Endeksi'ndeki bir değişim de hazine bonusu faiz oranlarını etkilemektedir sonucuna ulaşmıştır.

Atan vd. (2005)³⁶⁸, çalışmalarında İMKB'de işlem gören hisse senetleri ve makro ekonomik değişkenlere ilişkin veriler kullanılarak bir arbitraj fiyatlama modeli oluşturulmuş ve İMKB'de test edilmiştir. Hisse senetlerinin getirilerinin geniş tanımlı para arzına duyarlılıklarını gösteren β katsayıları ve bu katsayıların anlamlılık düzeyleri verilmiştir. Analize dâhil edilen 29 hisse senedinden 11 hisse senedinin β katsayısı istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Bu senetlerin getirileri para arzı ile aynı yönlü hareket etmektedir ve para arzının artması bu hisse senetlerinin getirilerinin de artmasına sebep olmaktadır sonucuna ulaşmıştır.

³⁶⁶ Ayşe Gül Yılğör, "İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi*, 20(1), 2005, ss:15-28

³⁶⁷ Fatma Mumcu, *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Isparta 2005.

³⁶⁸ Atan M., Derviş B.ve Murat K., "Arbitraj Fiyatlama Yaklaşımının İMKB'de Test Edilmesi", 9. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Kapadokya /Nevşehir 2005.

Kandır (2006)³⁶⁹, bu çalışmada, Cnbc-e tüketici güven endeksinin İMKB mali sektör şirketlerinin hisse senedi getirilerini tahmin kabiliyeti bulunup bulunmadığı incelenmiştir. Çalışmada regresyon analizi yönteminden yararlanılmıştır. Bu bağlamda, Şubat 2002– Haziran 2005 dönemi için eksiksiz veriye sahip olan 28 mali sektör şirketinin hisse senedi getirileri bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Tüketici güven endeksinde değişim ile üç adet kontrol değişkeninden ise bağımsız değişkenler olarak yararlanılmıştır. Kontrol değişkenleri, büyüklük primi, değer primi ve İMKB-Dibs endeksi getirisi. Analiz sonuçları, tüketici güven endeksinin mali sektör hisse senetlerinin çoğunluğu için önemli bir faktör olduğunu göstermiştir. Bu sonuç, daha önce yapılan çalışmaların sonuçları ile büyük ölçüde uyumludur. Üstelik, modelde kontrol değişkenlerine yer verilmesi de bu sonucu değiştirmemiştir. Büyüklük primi, değer primi ve İMKB-Dibs endeksi getirisi gibi hisse senedi getirilerini etkilediği bilinen değişkenlerin kontrol edildiği durumda dahi, cnbc-e tüketici güven endeksinin mali sektör şirketlerinin hisse senedi getirilerini tahmin etme gücünü muhafaza ettiği gözlenmiştir. Buna göre, cnbc-e tüketici güven endeksindeki değişimlerin izlenmesi, mali sektör hisse senedi getirilerinin büyük kısmının tahmin edilebilmesine imkan verebilecektir.

Yılmaz, Güngör ve Kaya (2006)³⁷⁰, 1990: 01–2003: 12 dönemini kapsayan analizlerinde, EKK tahmin sonuçlarına göre hisse senedi fiyatları ile tüketici fiyat indeksi, döviz kuru, faiz oranı, para arzı ve dış ticaret dengesi değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler bulurlarken, sanayi üretim endeksi ile herhangi bir anlamlı ilişkiye rastlanmamıştır. Johansen-Juselius eş-bütünleşme testi ile, hisse senedi fiyatı ile tüketici fiyat indeksi, faiz oranı ve sanayi üretim endeksi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki bulmuşlardır. Granger Nedensellik testi ile hisse senedi fiyatları ile para arzı ve döviz kuru değişkenleri arasında karşılıklı bir nedensellik ve tüketici fiyat indeksi ve faiz oranı değişkenleri arasında ise tek yönlü ve bu iki değişkenin hisse senedi fiyatlarının nedeni olduğu şeklinde bir Granger Nedensellik ilişkisi bulmuşlardır. Diğer iki makro ekonomik değişken olan dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulamamışlardır.

³⁶⁹ Serkan Yılmaz Kandır, “Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: İMKB Mali Sektör Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15(2), 2006, s.217-230.

³⁷⁰ Ömer Yılmaz, Bener Güngör ve Vedat Kaya, “Hisse Senedi Fiyatları Ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasında Eşbütünleşme ve Nedensellik”, *İMKB Dergisi*, 9(34), 2006, ss.1-16.

Canbaş, Kandır ve Erişmiş (2007)³⁷¹, küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı belirlenmiştir. Benzer biçimde, yüksek DD/PD oranlı şirketlerin hisse senetleri, daha düşük DD/PD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Öte yandan, çoğu diğer çalışmadan farklı şekilde, düşük K/F oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, yüksek K/F oranlı şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır.

Erişmiş (2007)³⁷², araştırmasında firma büyüklüğü ve DD/PD oranı temel alınarak oluşturulmuş olan portföylerin getirilerini karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Araştırma Temmuz 1992 – Haziran 2005 dönemini kapsayan 156 aylık süreyi içermektedir. Hisse senedi getirilerinin açıklanmasında dört farklı model kullanılmıştır. Bu modellerden ilki, tek faktörlü bir model olan FVFM'dir. İkinci model ise pazar faktörü ve firma büyüklüğü faktörünü içeren iki faktör modelidir. Analizlerde kullanılan üçüncü model ise pazar faktörü ile birlikte DD/PD oranı faktörünü de içeren bir diğer iki faktör modelidir. Dördüncü ve son model ise her üç faktörü de içeren, Fama ve French (1993)³⁷³ çalışmasında tanımlanmış olan üç faktör modelidir. İlk olarak portföylere ait getiriler hem eşit-ağırlıklı olarak hem de piyasa değerlerine göre değer-ağırlıklı olarak hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlar tutarlı olduklarından sadece değer-ağırlıklı sonuçlar raporlanmıştır. 156 aylık dönemde sonuçlar firma büyüklüğü temel alınarak incelendiğinde, küçük ölçekli portföy, büyük ölçekli portföye oranla daha yüksek getiriler elde etmiştir. Aynı dönem için sonuçlar firmaların DD/PD oranlarına göre incelendiğinde ise, DD/PD oranı yükseldikçe portföy getirisi de artmıştır. Tüm portföyler açısından sonuçlar incelendiğinde ise, yüksek DD/PD oranına sahip olan hisselerden oluşan portföy hem diğer DD/PD oranı temelli iki portföyden hem de firma büyüklüğüne göre oluşturulmuş portföylerden daha yüksek getiri elde etmiştir.

³⁷¹ Serpil Canbaş, Serkan Yılmaz Kandır ve Ahmet Erişmiş, "Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(512), 2007, ss.15-27.

³⁷² Ahmet Erişmiş, *İMKB Şirketleri İçin Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992 – 2005 Döneminde İncelenmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Konya 2007.

³⁷³ Fama ve French, "Common Risk Factors In The Returns On Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33,1993, pp.3-56.

Yörük ve Erdem (2008)³⁷⁴, Türkiye’de 2003 yılı verilerine dayanarak otomotiv sektörü için yaptıkları çalışmada, entelektüel sermayeyi Ante Pulic’in Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC) ile ölçmüşlerdir. Araştırmaya katılan firmaların kaynaklarını oluşturan temel bileşenlerden kaynaklanan katma değer in etkinliği ile işletme performansını değerlendirmede kullanılan temel ölçütler olan kârlılık, verimlilik, piyasa değeri ve endeksi aşan getiriler arasındaki ilişkileri incelemişler ve Türkiye’de faaliyet gösteren otomotiv firmalarının entelektüel sermaye varlıklarına önem verme yolunda çaba gösterdikleri, buna rağmen işletme performansına etki eden temel unsurların hâlâ fiziksel varlıklar olduğu sonucuna varmışlardır.

Aktaş (2008)³⁷⁵, tek değişkenli analiz sonucunda 1995-1999 döneminde orta vadede hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranlar; asit test oranı, kısa vadeli finansal borç/satış, kısa vadeli finansal borç/toplam aktif, pay başına kâr, net kâr/satış, faaliyetlerden sağlanan nakit akımı/öz sermaye, toplam nakit akımı/öz sermaye, net kâr/öz sermaye olarak bulurken, 2003-2006 döneminde; (vergi öncesi kâr+amortisman)/faiz, pay başına kâr, brüt kâr/satış, esas faaliyet kârı/satış, net kâr/satış, esas faaliyet kârı/öz sermaye olarak bulmuştur. Tek değişkenli lojistik regresyon analizi sonucunda, her iki analiz döneminde ortak olarak bulunan değişkenler pay başına kâr ve net kâr/satış oranlarıdır. Çoklu lojistik regresyon analiz sonucunda ise, 1995-1999 döneminde orta vadede hisse senedi getirileri üzerinde etkili olan finansal oranların, asit test ve faaliyetlerden sağlanan nakit akımı/öz sermaye olarak bulurken, 2003-2006 döneminde brüt kâr/satışlar ve net kâr/satışlar olarak bulmuştur.

Aydemir (2008)³⁷⁶, çalışmada hisse senedi getirileri ile reel sektör arasındaki nedensellik ilişkisini Hata Düzeltme Modeli ve Standart Granger Nedensellik Testi yardımıyla araştırmıştır. 1998 yılı ilk çeyreği ile 2008 yılının ikinci çeyreği arasında döneme ait İMKB-100 endeksi ve reel sektörü temsilen GSYİH, özel kesim tüketim harcamaları ve özel kesim yatırım harcamaları kullanmış ve çalışma sonuçları hisse senedi getirileri ile GSYİH ve özel kesim tüketim harcamaları arasında uzun dönemli

³⁷⁴ Nevin Yörük ve Meziyet Sema Erdem, “Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İMKB’de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2), 2008, ss. 397-413.

³⁷⁵ Metin Aktaş, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 37(2), 2008, ss.137-150.

³⁷⁶ Oğuzhan Aydemir, “Hisse Senedi Getirileri ve Reel Sektör Arasındaki İlişki: Ampirik Bir Çalışma”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 2008, ss.37-55.

ilişki ve aynı zamanda iki yönlü bir Granger nedenselliğinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca, hisse senedi getirilerinden özel kesim yatırım harcamalarına doğru tek yönlü bir nedensellik tespit etmiştir.

Dizdarlar ve Derindere (2008)³⁷⁷, bu çalışmada özellikle endeks değeri ile makro ekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi araştırmışlar. 2005:01-2007:12 dönemi için aylık verilerle yapılan araştırmada 14 temel makro ekonomik gösterge değişken olarak kullanmışlar ve 14 makro ekonomik değişken analiz edildiğinde bu dönem için sadece döviz kuru değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ve sadece döviz kurunun İMKB-100 endeksi üzerine etkili bir faktör olduğu tespit etmişlerdir.

Karacaer ve Aygün (2009)³⁷⁸, İMKB’de 2007 yılında işlem gören 50 firmayı içeren çalışmalarında, entelektüel sermayenin firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada firma performans ölçütleri olarak; kârlılık, verimlilik ve piyasa değeri kullanmışlardır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 50 firmanın 2007 yılı verileri incelenmiş ve entellektüel sermaye ölçümünde Entellektüel Sermaye Katma Değer Katsayısı yönteminden yararlanmışlar ve çalışma sonucunda, yapısal sermaye etkinliği dışında entelektüel sermaye katsayısı ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir.

Kıran (2009)³⁷⁹, yaptığı çalışmadan elde ettiği sonuçlar, uzun dönemde döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında koentegrasyon ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları ise; 1990–2008 ve 1995–2008 dönemleri için değişkenler arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymaktadır.

Gençtürk (2009)³⁸⁰, çalışmada krizlerin yaşandığı dönemlerde, makroekonomik faktörlerin hisse sentlerinin fiyatları üzerindeki etkisi ile krizlerin yaşanmadığı dönemlerdeki etkisi arasında fark olup olmadığı ve kriz dönemlerindeki etki ile kriz yaşanmayan dönemlerdeki etkinin nasıl olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Araştırma

³⁷⁷ Işın Dizdarlar ve Sinem Derindere, Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma, *Yönetim Dergisi*, 19(61), 2008, ss. 113-124.

³⁷⁸ Semra Karacaer ve Mehmet Aygün, “Entelektüel Sermayenin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 27(2), 2009, ss.127-140.

³⁷⁹ B. Kıran, “Türkiye’de Döviz Kuru ve Hisse Senedi Fiyatlarının Sınır Testi Analizi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 275, 2009, ss.66–88.

³⁸⁰ Mehmet Gençtürk, “Finansal Kriz Dönemlerinde Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1) 2009, ss.127-136.

sonucunda, kriz dönemlerinde İMKB endeksini etkileyen makroekonomik değişkenler tüketici fiyat endeksi ile para arzı olarak çıkmıştır. Hisse senedi fiyatları ile tüketici fiyat endeksi arasında negatif yönde, para arzı (M2) arasında ise pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulmuştur. Krizlerin yaşanmadığı dönemde; uygulamaya sokulan makro ekonomik faktörlerin tamamı ile endeks arasında anlamlı ilişki tespit etmiştir. Bu dönemde altın, tüketici fiyat endeksi ve para arzı ile endeks arasında pozitif yönlü, sanayi üretim endeksi, dolar ve hazine bonosu faiz oranları ile endeks arasında negatif yönlü ilişki bulmuştur.

Karamustafa vd. (2009)³⁸¹, çalışmalarında 2008 itibari ile hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların, endeks kapsamına girmeden önceki dönemlere göre faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığını ortaya koymuşlardır. Bu amaçla firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki 5 çeyrek dönem ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki 2 çeyrek dönem sekiz ayrı oran açısından performans gerçekleştirmelerini hesaplamışlar ve araştırma sonucunda, aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır.

Ege ve Bayraktaroğlu (2009)³⁸², İMKB-30'da hisse senetleri işlem gören 18 imalat sanayi işletmesinin finansal oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik yapılan bu çalışmada, şirketlerin 2004 yılına ait 12 aylık bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılarak finansal oran değerleri hesaplanmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre ilgili dönem dikkate alınarak hisse senedi getirilerini açıklamada literatürde büyük ağırlığı olan PD/DD oranı tahmini yapılan logit modele göre önemli bir bağımsız değişken olarak görülmemiştir. Dikkat çekici olan bu nokta hisse senedi getirilerini açıklamada kontrol değişkenlerinin dışında değişkenlerinde etkili olduğunun kanıtıdır. Sadece sabit terimle hisse senedi getirilerini %72,2 oranında doğru sınıflayan ilk modele sırasıyla F/K oranı eklenmiş doğru sınıflama oranı yine %72,2 oranında kalmıştır. Daha sonra modele Nakit Oran eklenmiş ve doğru sınıflama

³⁸¹ Osman Karamustafa, İdris Varıcı ve Bünyamin Er, “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 2009, ss.100 – 119.

³⁸² İlhan Ege ve Ali Bayraktaroğlu, “Küreselleşme Surecinde İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 2009, ss. 139–158.

oranı %77,8'e yükselmiştir. Modele toplam varlık devir hızının eklenmesi ile doğru sınıflama oranı %88,9'a yükselmiştir. Bu aşamada Nagelkerke istatistiğine göre açıklanan ve kontrol değişkenleri arasındaki ilişki %76 olmuştur.

Coşkun ve Temizel (2009)³⁸³ çalışmalarında, Türkiye'de bankacılık sektörü hisse senedi endeksi getirileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler ve ampirik analizler sonucunda ekonomik büyüme ve bankacılık sektöründeki gelişme arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını tespit etmişlerdir. Uzun dönemde bankacılık sektöründeki gelişmelerin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Nedensellik analizi sonuçlarında ise ekonomik büyüme ve bankacılık sektöründeki gelişme arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu ve hata düzeltme modeli ile bankacılık sektörünün getirisinin ekonomik büyümedeki değişim oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuşlardır.

Zügül ve Şahin (2009)³⁸⁴, İMKB-100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlar ve sonuçlara göre para arzı, döviz kuru ve faiz ile hisse senedi getiri endeksi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşılık enflasyon oranıyla İMKB-100 Endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu iddia etmişlerdir.

Cihangir ve Kandemir (2010)³⁸⁵, çalışmada hisse senetleri getirilerini etkileyen bazı sistematik risk kaynakları öngörülerek, bunların hisse getirilerini etkileme katsayıları hesaplanmıştır. Söz konusu sistematik risklerin özellikle kriz dönemlerinde hisse getirilerini nasıl etkiledikleri ve hangi makroekonomik faktörün bu kapsamda daha öne çıktığı öngörülme çalışılmıştır. Çalışmada Kasım 2000 ve Şubat 2001 mali krizlerinin yaşandığı dönemi içeren Ocak 1998-Aralık 2002 döneminde İMKB Ulusal-30'da devamlılığı bulunan hisse senetleri getirileri bağımlı değişken olarak alınırken, bu hisselerin getirilerini etkileyen makro ekonomik değişkenler, Arbitraj Fiyatlandırma Modeli ile saptanmaya çalışılmıştır. Türkiye'de 2000–2001 Finansal Krizini kapsayan

³⁸³ Metin Coşkun ve Fatih Temizel, "Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Getirileri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(7), 2009, ss.1-18.

³⁸⁴ Muhittin Zügül ve Cumhur Şahin, "İMKB 100 Endeksi İle Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama" *Akademik Bakış (Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi)*, Sayı 16, 2009, ss.1-16.

³⁸⁵ Mehmet Cihangir ve Tuğrul Kandemir, "Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 2010, ss.257-296.

1998-2002 döneminde hisse senetleri getirilerini etkileyen anlamlı tek makroekonomik değişken tüketici fiyat endeksi (TUFİ) olduğunu saptamışlardır. Tüketici fiyat endeksindeki bir birim artış garanti ve koç holding hisseleri dışında bırakılırsa, hisse senetleri getirilerini %17,3 ile %37,8 oranında artırmaktadır iddiasında bulunmuşlardır.

Kalmanbetova (2010)³⁸⁶, Ocak 2004- Aralık 2009 yılları arasında aylık verileri kullanarak Türkiye’deki hisse senedi fiyatları ve bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmıştır. En Küçük Kareler tahmin sonuçlarına göre hisse senedi fiyatları ile döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, faiz oranı değişkenleri arasında %1 anlamlılık düzeyinde ilişkiler bulurken, para arzı ile herhangi anlamlı bir ilişkiye rastlamamıştır. Türkiye’de hisse senetleri fiyatları ile döviz kuru ve faiz oranı arasında negatif, enflasyonla da pozitif ilişki bulmuştur. Granger Nedensellik testine bakıldığında ise sadece hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında hisse senetleri fiyatlarına doğru tek taraflı nedensellik olduğunu tespit etmiştir.

İşcan (2010)³⁸⁷, zaman serisi yöntemlerinden yararlanarak Türkiye’de petrol fiyatları ile İMKB-100 endeksi arasındaki etkileşimi araştırmıştır. 03 Aralık 2001–31 Aralık 2009 dönemi arasındaki günlük İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İMKB-100 endeksi ve Brent petrol fiyatı verilerini kullanarak yaptığı eşbütünleşme testlerinden bu iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişki bulamamıştır.

Yılmaz (2010)³⁸⁸, çalışmada, 2002-2008 yıllarını kapsayan yedi yıllık dönemde, Türkiye’de gerçekleştirilen, hisse senetlerinin İMKB’de işlem gördüğü, kamuya açıklanmış 51 adet şirket birleşme ve devralma işlemini incelemiştir. Kısaca, araştırma bulguları 2002-2008 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin alıcı veya hedef konumunda tarafı olduğu 51 adet birleşme ve devralma işleminde, hedef şirket hisse senetlerinde ortalama olarak işlemin açıklanmasından önce istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler oluştuğunu göstermiştir.

³⁸⁶ Milena Kalmanbetova, *Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Nedensellik ve 2004-2009 Yılları Arasında Türkiye Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Bilim Dalı, İstanbul 2010.

³⁸⁷ Erhan İşcan, “Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi”, *Maliye Dergisi*, 158, 2010, ss. 607–617.

³⁸⁸ Metin Yılmaz, *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2010.

Özer vd., (2011)³⁸⁹, Ocak 1996- Aralık 2009 dönemi aylık verilerini kullanarak, İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. Hisse senedi fiyatı ile tüketici fiyat indeksi, faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki bulurlarken, VEC modelden elde edilen sonuçlara göre, hisse senedi fiyatları en fazla kendi şoklarından, daha sonra sırasıyla dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat indeksi, faiz oranı, para arzı, altın fiyatları, döviz kuru ve değişkenlerinin şoklarından etkilendiği sonucuna varmışlardır.

İskenderoğlu, Kandır ve Önal (2011)³⁹⁰, gerçekleştirilen eşbütünleşme analizi ve hata düzeltme modeli neticesinde İMKB Ulusal Sınai Endeksinin tek yönlü olarak sanayi üretim endeksi üzerinde etkili olduğu ve bu etkinin 5 ay sürdüğü daha sonrasında bir etki kalmadığını gözlemlemiştir.

Kanat (2011)³⁹¹, hisse senedi getiri yüzdesi ile döviz fiyatı, enflasyon oranı, yabancı portföy yatırımı, hazine iç borçlanma faiz oranı, likidite oranı, kapasite oranı, aktifin büyüklük değeri, hissenin beta değeri ve F/K oranı arasında anlamlı ilişki bulmuş ve likidite oranı, döviz fiyatı, yabancı portföy yatırımı, aktif büyüklük değeri, kapasite kullanım oranı ve F/K oranı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Buna karşın enflasyon oranı, hazine iç borçlanma faiz oranı ve hissenin beta değeri ile hisse senedi getirisi arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

Savaş ve Can (2011)³⁹², çalışma sonucunda, Euro-Dolar Paritesi ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi'nin İMKB-100 Endeksi'ni % 77,5 oranında açıkladığı ve pozitif yönde etkilediği tespit etmişlerdir. Ayrıca, Granger Nedensellik Testi sonucuna göre; İMKB-100 Endeksi'nden Euro-Dolar Paritesi ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi'ne doğru bir nedensellik tespit etmişlerdir.

Bayrakdaroglu (2012)³⁹³, çalışmasında, İMKB'de analiz kapsamında olan şirketler için cari dönemdeki hisse senedi getirilerinin en güvenilir açıklayıcısı olarak

³⁸⁹ Ali Özer, Abdülkadir Kaya ve Nevin Özer, “Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 2011, ss.163-182

³⁹⁰ Ömer İskenderoğlu, Serkan Yılmaz Kandır ve Yıldırım Beyazıt Önal, “Hisse Senedi Piyasası ve Reel Ekonomik Faaliyetler Arasındaki İlişkinin Araştırılması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 2011, ss.333-348.

³⁹¹ Mustafa Şenol Kanat, *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: İMKB'de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Gaziantep 2011.

³⁹² Savaş İncilay ve İsmail Can, “Euro-Dolar Paritesi ve Reel Döviz Kuru'nun İMKB 100 Endeksi'ne Etkisi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2011, 6(1), ss.323-339

³⁹³ Ali Bayrakdaroglu, “Performans Ölçütlerinin Hisse Senedi Getirilerini Açıklayabilme Gücü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2012, ss.139-158.

YAK-Q (YAK-Q: özsermayenin piyasa değeri+ imtiyazlı hisse senedinin piyasa değeri+ net işletme sermayesi + uzun vadeli borçlar/toplam aktifler) değişkenin olduğunu belirtmiştir. Diğer taraftan, bir dönem sonraki hisse senedi getirileri ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişkiyi açıklamada en güvenilir açıklayıcı olarak GKD (GKD: Gerçek Katma Değer: serbest nakit akışı+sermaye Kazancı-(Piyasa Değeri x (1+Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)) değişkeninin olduğunu ifade etmiştir. Bu dönemde diğer performans ölçütlerinin bu değişimi açıklamada son derece zayıf olduğu ve açıklama yüzdelerinin %1'in altında olduğu sonucuna varmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FİRMA İÇİ VE DIŞI FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Ülkemizde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 1986'da faaliyete geçmesiyle ve finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte, hisse senetleri de reel yatırımlar ve diğer finansal yatırımlar gibi yatırımcılar tarafından tercih edilmeye başlanmıştır. Diğer yatırım araçları yerine hisse senetlerine yatırım yapmayı planlayan bilinçli yatırımcılar hisse senedi getirisini etkileyebilecek faktörleri belirleyerek en yüksek getiriyi alabilecekleri yatırımı yapma eğilimdedirler. Yüksek getiri elde etme hedefine sahip olan yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde hisse senedi getirileri en önemli göstergelerden biridir. Bilinçli yatırımcılar rastgele yatırım yaptıktan sonra hisse senedi getirisini etkileyebilecek faktörleri analiz ederek en kârlı yatırımı yapma eğilimdedirler. Dolayısıyla hisse senedine yatırım yapmadan önce hisse senedi getirisine etki edebilecek makroekonomik göstergelerden firma ile ilgili bilgilere kadar birçok unsurun bir arada incelenmesi gerekmektedir.

Markowitz'in (1952)³⁹⁴ ortalama-varyans çalışmasını temel alınmasıyla birlikte 1960'lı yıllarda tek faktörlü bir model olan Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli; Sharpe (1964)³⁹⁵ ve Lintner (1965)³⁹⁶ tarafından geliştirilmiştir. Diğer taraftan Ross (1976)³⁹⁷ tarafından geliştirilmiş olan Arbitraj Fiyatlama Teorisi; Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli'nden farklı olarak, çok faktörlü bir modeldir. Ross'un Arbitraj Fiyatlandırma Modeli, doğrusal bir modele dayanmakta ve bir yatırımın getirisinin birden fazla faktöre dayandığını varsaymaktadır. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli de doğrusal bir model olmasına karşın bir varlığın getirisini sadece pazar portföyünün getirisi ile ilişkilendirmektedir. Ross'un bu çalışması daha sonraki yıllarda geliştirilmiş olan çok faktör modellerinin temelini oluşturmuştur. Çok faktör

³⁹⁴ Harry Markowitz, "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, 7(1), 1952, pp.77-91.

³⁹⁵ Sharpe, pp. 425-442.

³⁹⁶ Lintner, pp.587-615.

³⁹⁷ S. A. Ross, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, 13, 1976, pp.341-360.

modellerinin yaygınlaşması ile birlikte firmalara özgü çeşitli değişkenler farklı araştırmaların konusu haline gelmiştir. Basu (1977)³⁹⁸, Banz (1981)³⁹⁹, Reinganum (1981)⁴⁰⁰, Chan, Chen ve Hsieh (1985)⁴⁰¹, Keim (1983)⁴⁰², Bhandari (1988)⁴⁰³, Fama ve French (1992, 1993, 1995)⁴⁰⁴ firmalara özgü faktörler olan defter değeri/piyasa değeri, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, kazanç/fiyat oranı gibi değişkenleri incelemişlerdir. Bu çalışmalardan esinlenerek, hisse senedi getirilerini etkileyen firmaya özgü faktörler çok faktörlü modellerle incelenmiş ve birçok değişken literatüre kazandırılmıştır.

1980 ve 1990'lı yıllarda başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere pek çok ülkede hisse senedi fiyatlarında umulmadık dalgalanmalar görülmüştür. Birçok araştırmacı bu dalgalanmaların makroekonomik faktörlerden kaynaklanabileceğini ifade etmiştir. Bunun üzerine para arzı, enflasyon, faiz oranı, endüstriyel üretim, gayri safi milli hâsıla, dış ticaret dengesi, altın fiyatları, döviz kuru ve petrol fiyatları gibi makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiştir. Daha sonra ki çalışmalarda ise, makro ekonomik faktörlerle birlikte firmaya özgü faktörlerin birlikte hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırmalara konu olmaya başlamıştır. Hisse senedi getirileri ve getirileri etkileyen değişkenler arasındaki ilişkiyi ABD ve gelişmiş ülkeler için incelemiş çok sayıda çalışma literatürde yerini almasına rağmen gelişmekte olan ülkelerde çalışma sayısının daha az olduğu görülmektedir.

Şu ana kadar yapılan araştırmalarda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklı sonuçlar elde edilmesi, bu konu üzerinde çalışmayı gerekli ve önemli kılmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalar birbirleriyle çelişen sonuçları da beraberinde getirmiştir. Elde edilen bulgular ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gibi, aynı ülkede yapılan farklı çalışmalarda da farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bunun en önemli sebebi

³⁹⁸ S. Basu, "Investment Performance of Common Stocks in Relation To Their P/E ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, 32, 1977, pp.663-682.

³⁹⁹ Rolf W. Banz, pp.3-18.

⁴⁰⁰ Reinganum, pp.19-46.

⁴⁰¹ K.C. Chan, N.F. Chen ve D.A. Hsieh, "An Explolatory Investigation of the Firm Size effect", *Journal of Financial Economics*, 14, 1985, pp.451-471.

⁴⁰² D. Keim, "Size Related A nomalies and Stock Return Seasonality: Further Emprical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12(1), 1983, pp.13-32.

⁴⁰³ Bhandari, pp.507-528.

⁴⁰⁴ Fama ve French, 1992, pp. 427-465; Fama ve French, 1993, pp.3-56; Fama, E. F. and K.R. French, "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50, 1995, pp.131-155.

olarak ÷lkedeki ekonomik durumun değişmesi ve seçilen zaman dilimidir. Zamanla konuyla ilgili yaklaşımlar ve bunun bir devamı olarak da sonuçlar değişmiştir.

Gelişmekte olan ÷lkelerde uluslararası ticaretin hızla gelişmesi, serbestleşme çabaları, gelişmekte olan ÷lkelerin finansal piyasalarının hızlı gelişimi ve uluslararası portföy yöneticilerinin çeşitlendirme yapma ihtiyaçları, dikkatlerin gelişmekte olan ÷lke piyasalarının üzerine yoğunlaşmasını sağlamıştır. Buda Türkiye gibi gelişmekte olan ÷lkelerin borsalarına dikkatleri çekmeye başlamıştır.

Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde, makroekonomik faktörlerle hisse senedi getirileri arasında ki ilişkinin genelde incelendiği, şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sayısı ise sınırlı olduğu gör÷lmektedir. Türkiye’de iki faktör grubunun bir arada incelendiği çalışmaların ise oldukça az olduğu gör÷lmüştür. Bu alışma, hem gelişmekte olan bir piyasaya uygulanmasıyla, hem de firma içi faktörlerle makro ekonomik faktörlerin bir modelde hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmasından dolayı önem arz etmektedir. Ayrıca, her iki faktör grubunun etkisini araştıran çalışmalarda sadece statik panel veri analiz yöntemlerinin kullanıldığı dikkat çekmektedir. Çalışmanın uygulamasında hisse senedi getirilerini etkileyen firma dışı ve firma içi faktörlerin neler olduğu hem statik hem de hisse senedi getirilerinin geçmiş dönem değerlerini dikkate alan dinamik panel veri yöntemleriyle araştırılmaktadır. Kullanılan değişkenler açısından bakıldığında, entellektüel sermaye, ekonomik katma değer, uluslararasılaşma gibi değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi gelişmiş ÷lkelerde araştırılmasına rağmen ÷lkemizde çok fazla araştırılmadığı gör÷lmektedir. Ayrıca, alışma dönemi olan 2002-2011 yılları arası hem İMKB’nin rekorlar kırdığı dönem olması hem de ÷lke ekonomisi için krizlerden sonra istikrar dönemi olmasından dolayı çalışmanın önemini arttırmaktadır. Çalışma hem kullanılan yöntem ve değişkenler açısından hem de çalışma dönemi açısından literatüre katkılar sağlayacağı düşün÷lmektedir.

Araştırmanın temel amacı, İMKB’ye kayıtlı imalat sanayi firmalarının hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin neler olduğunun panel veri analiz yöntemleri aracılığıyla belirlenmesidir. Firma finansal oranları ve makro ekonomik faktörlerin yanısıra hisse senedi getirisinin geçmiş dönem değerleri de analize dahil edilerek, hisse senedi getirisini etkileyen faktörler dinamik bir yapıda açıklanmaya çalışılmıştır.

Birçok analiz yöntemine oranla üstünlüğe sahip olan panel veri analiz yöntemleri 1960'lı yıllarda geliştirilmeye başlanmıştır. Günümüzde halen gelişme sürecinde olan panel veri analiz yöntemleri genel olarak statik ve dinamik olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır. Havuz, Sabit ve Rassal Etkiler olmak üzere ayrılan statik modeller değişkenler arasındaki dinamik yapıyı dikkate almazken, Anderson ve Hsiao (1981)⁴⁰⁵ tarafından panel veriye uyarlanan ve daha sonra Arellano ve Bond (1991)⁴⁰⁶ ve Blundell ve Bond (1998)⁴⁰⁷ tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi olarak anılan dinamik modeller bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki dinamik yapıyı da dikkate almaktadırlar.

3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren ve devamlılık sağlayan firmaların 2002:Q1 ile 2011:Q3 arasında, hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler panel veri yöntemiyle incelenmiştir. Bu amaçla statik ve dinamik panel veri yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan panel veri modelleri hakkında bilgi aşağıda sunulmuştur.

3.2.1. Panel Verinin Özellikleri

İstatistiksel analizlerde veriler zaman kriteri dikkate alınarak üç sınıfa ayrılabilir. Bunlar; zaman serisi verileri, yatay-kesit verileri ve bu iki veri türünün birleşiminden meydana gelen karma verilerdir. Eğer aynı kesit birimi zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri adı verilir.

Panel veri setinde yer alan her birim için söz konusu olan zaman serisinde eksik gözlem yoksa bu tür panel veri setine dengeli panel denir. Ancak çalışmada kullanılan veri setinde bazı eksik gözlem noktaları vardır. Bu tür, bazı panel birimlerine ait gözlemlerin eksik olduğu panel veri setlerine ise dengesiz panel denir.⁴⁰⁸

⁴⁰⁵ T.W. Anderson ve Cheng Hsiao, "Estimation of Dynamic Models with Error Components", *Journal of the American Statistical Association*, 76, 1981, pp.598-606.

⁴⁰⁶ Manuel Arellano ve Stephen Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence ve an Application to Employment Equations", *The Review of Economic Studies*, 58, 1991, pp.277-297.

⁴⁰⁷ Richard Blundell ve Stephen Bond, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 1998, pp.115-143.

⁴⁰⁸ Jeffrey M Wooldridge, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 4th ed., South-Western Cengage Learning, Canada 2009, p.488.

Panel veri, diğer veriler ile elde edilemeyen ilişki ve ölçüm tahminlerini elde edilmesini sağlar. Panel verilerle kurulacak panel veri modellerinde, gözlem sayısındaki artış beraberinde serbestlik derecesinde bir artışı da getirecektir. Serbestlik derecesindeki artış ve model açıklayıcı değişkenlerinin alacakları değerin hem yatay kesit hem de zaman ortamında belirlenmesi, çoklu doğrusal bağlantı problemini önemli ölçüde azalmaktadır. Tüm bunların sonucunda, panel veri modellerinden elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir olacaktır. Modellere getirilen varsayımsal kısıtlamaların da azalması, parametre tahminlerinin doğruluğunu dolayısıyla güvenilirliğini artıracaktır.⁴⁰⁹

3.2.2. Panel Verinin Avantajları ve Dezavantajları

Panel veri, kesit verilerle veya zaman serileri ile karşılaştırıldığında bir takım avantajlara sahiptir. Bunlar kısaca şu şekilde sıralanabilir:⁴¹⁰

1- Panel veri analizine katılan yatay kesit birimlerinin aynı özellikleri taşımadığı, yani homojen olmadığı kabul edilir. Bu heterojen yapıyı dikkate almayan zaman serileri analizleri ya da yatay-kesit çalışmaları ile yanlış sonuçlar elde etme riski bulunmaktadır. Çünkü klasik regresyon analizinin en temel varsayımı olan bağımsız değişkenlerle gözlemlenemeyen etkiler arasında ilişki olmaması varsayımı birçok ekonomik ve sosyal araştırmada sağlanamamaktadır. Bu da klasik regresyon analizi ile elde edilen sonuçların yanlış olmasına neden olmaktadır. Oysa panel veri analiziyle bireylerin zaman içinde incelenmesi sonucu bağımsız değişkenlere ait katsayıların tahmininde birinci farklar ya da ortalamadan farklar alınarak bu etkiler ortadan kaldırılabilir. Panel veri analizi ise zaman serileri ve yatay kesit verileri ile kontrol edilemeyen veri setinin içerdiği heterojeniteyi kontrol eder.

2- Panel veri araştırmacıya daha fazla sayıda gözlem sağlayarak oluşturulacak regresyon modelinin serbestlik derecesinin yüksek olmasını sağlar ve açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal bağlantının derecesini düşürür. Böylece ekonometrik tahminlerin etkinliğini artırır.

⁴⁰⁹ Matyas Laszlo ve Patrick Sevestre, *The Econometrics of Panel Data: A Handbook of The Theory With Applications*, (2nd Rev. Ed.), Kluwer Academic Publication, 1996, s.25.

⁴¹⁰ B. H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Ltd., England 2005, pp. 4-9; C. Hsiao, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, Cambridge 1986, pp.2-7 ve Gujarati, Damodar N., *Basic Econometrics*, 4th Edition, McGraw-Hill Companies Inc., New York 2003, p. 608.

3- Panel veri bir değişimden sonraki uyum dinamiklerini incelemek için daha uygundur. Nispeten istikrarlı, durağan yatay kesit dağılımları birçok değişimi gizler. Panel veri analizi, zaman serisi ve kesit veri analizlerine göre daha çok değişkenlik arz ettiği için, bu verilerde çoklu bağlantı sorunu daha az olmaktadır.

4- Panel verilerde gözlem sayılarının fazla olmasının bir diğer faydası da modelde elde edilen sonuçların güvenilirliklerinin yüksek olmasıdır.

5- Panel veri hem zamanlararası dinamiklerin hem de birimlerin kendine özgü nitelikleri üzerine bilgileri kullanarak eksik veya gözlenemeyen değişkenlerin etkileri daha doğal bir yolla kontrol edilebilir.

6- Zaman serisi ve kesit verileriyle yapılan tahminler için sapma söz konusu olurken, değişkenlerin birim ve zamana bağlı olarak değişir niteliğinin olmadığı bir durumda panel veri kullanımı sapmayı kontrol altına almamızı sağlar.

Panel veri analizinin avantajları yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır.⁴¹¹

1-Değişkenlere ait verilerin toplanması aşamasında bazı gözlemlere ait verilerin kesit ya da zaman olarak elde edilememesi en önemli sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, anketlerle bilgi toplarken, katılımcıların bazı sorulara cevap vermemesi ya da geçmişi doğru hatırlamamaları, bazı soruları doğru anlamamaları, anket görüşmelerinin yapılma sıklığı gibi sorunlardır.

2-Bireylerin ölmesi ya da taşınması, firmaların kapanması gibi nedenlerle zaman bazında veri setindeki gözlem sayısında oluşabilecek azalma da panel veri kullanımında karşılaşılan sorunlar arasında yer almakta olup, aşınma sapması olarak tanımlanmaktadır.

3-Son olarak yatay-kesit veya zaman serisi verilerinden herhangi birinin göreceli olarak çok kısa olması da parametre tahminlerini saptırdığından n veya t 'nin sonlu ve az olması panel veri analizinin kısıtları arasında yer almaktadır.

Yukarıda sayılan avantaj ve dezavantajlar birlikte ele alındığında diğer analiz yöntemlerine oranla birçok üstünlüğe sahip olan panel veri analiz yöntemleri günümüzde de halen gelişme süreci içinde olan bir yöntemdir.

⁴¹¹ Şebnem Er, *Dinamik Panel Veri Analizi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul 2009, s.51.

3.2.3. Panel Veri Regresyon Modelleri

Panel veri kullanılarak oluşturulan regresyon modelleri, panel veri regresyon modelleri olarak adlandırılmaktadır.⁴¹² En basit şekli ile bir panel veri regresyon modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N ; T=1, \dots, n \quad (1)$$

Modelde; i firma, hane, ülke gibi bireyselleri; t ise zamanı ifade eder. İ indisi yatay kesit boyutunu belirtirken, t indisi zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Bireysel etkiyi gösteren α_i , t zaman ve i yatay kesitine özgü bireysel etkileri içeren sabittir. Bu formdaki bir model klasik regresyon modelidir. Basit k değişkenli bir doğrusal panel veri regresyon modeli ise genel olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N ; t=1, \dots, n \quad (2)$$

Bu modelde Y bağımlı değişkeni, X açıklayıcı değişkeni (k-1 adet) ve sıfır ortalama ve sabit bir varyansa sahip hata terimini göstermektedir. i kesit veri boyutunu, t zaman serisi verisi boyutunu göstermektedir. Y değişkeni, birimden birime ve bir zaman periyodundan ardışık zaman periyoduna farklı değerler alan bağımlı bir değişken olduğunda, kesit boyutu için i, zaman periyodu için t olmak üzere iki alt indisle ifade edilmektedir. Bu genel model, sabit ve regresyon parametrelerinin her zaman periyodunda her bir birey için ayrılmasına izin vermektedir.⁴¹³

Panel veri modelleri genel olarak statik ve dinamik olmak üzere iki ana başlık altında incelenebilmektedir. Statik modeller değişkenler arasındaki dinamik yapıyı dikkate almazken dinamik panel veri modelleri bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki dinamik yapıyı da dikkate almaktadırlar. Dinamik panel modellerinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri açıklayıcı değişken olarak kullanılırken, statik panellerde bağımlı değişkenin ne geçmiş ne gelecek ne de şimdiki değeri açıklayıcı değişken olamaz.

3.2.3.1. Statik Panel Veri Modelleri

Statik panel veri modelleri, bağımlı değişkeni açıklamada bağımlı ve bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin kullanılmadığı, bir başka deyişle değişkenlerdeki

⁴¹² Gujarati, p.636.

⁴¹³ M.Vedat Pazarlıoğlu ve Özlem Kiren Gürler, “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, 44(508), 2007, s.37.

dinamik yapının yansıtılmadığı modellerdir. En temel statik panel modeli havuz modelidir.

Denklem (2) ile ifade edilen modelde, katsayılar farklı birimler için farklı zaman periyotlarında farklı değerler almaktadır. Bu durumda tahmin edilen parametre sayısı, kullanılan gözlem sayısını aşmakta, yani model tahmin edilememektedir. Bu dezavantaj yüzünden panel veri ile yapılan çalışmalarda daha çok hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlarda bulunarak farklı modeller elde edilebilmektedir. Farklı varsayımlarla elde edilen modeller “Sabit Etkili” ve “Rassal Etkili” modellerdir. Her iki modelde de, ε_{it} hatalarının tüm zaman dönemlerinde ve tüm bireyler için bağımsız ve $N(0, \sigma_e^2)$ şeklinde dağıldığı varsayılmaktadır.⁴¹⁴

3.2.3.1.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli

Havuzlanmış en küçük kareler modelinin sunmuş olduğu tahmin sonuçlarının dayandığı varsayımlarından biri yatay kesit (N) veri matrisleri arasında farkın olmadığına dair kabullenmedir. Diğer bir deyişle, söz konusu model bütün yatay kesitler için bir ortak sabit terim tahmin etmektedir. Böylelikle bu modelde hata teriminin birimlere veya birimlere ve zamana göre farklılıkları barındırmadığı varsayılmaktadır.⁴¹⁵

Havuz modelinde sabit parametre (α) ve bağımsız değişkenlere ait parametreler (β_{kit}) birimlere veya birimlere ve zamana göre farklılık göstermemekte, aynı kalmaktadır. Diğer bir ifadeyle havuz modelinde, ortak sabit tahmin edicisi her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek α 'nın kesit birimler için aynı olduğunu varsaymaktadır. Tüm i ve t'ler için $\beta_{kit} = \beta_k$ ve $\alpha = \alpha_0$ olarak gösterilmektedir ve denklem aşağıdaki şekline dönüşmektedir:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Havuzlanmış en küçük kareler denklemi ile gösterilebilen modelde her bir yatay kesite (gruba) ait belirli etkileri yansıtan kukla değişkenler olmadan bütün grupların verileri bir havuzda toplanmakta ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Ancak bu model N tane yatay kesit biriminden T dönemde

⁴¹⁴ Pazarlıoğlu ve Gürler, s.37; Griffiths, W. E. R and Carte, H., *Learning and Practicing Econometrics*, John Wiley, New York 1993, p.571-573.

⁴¹⁵ Rasim İlker Gökbulut, *Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ana Bilim Dalı, İstanbul 2009, s.148.

elde edilen veriyi bir dönemde toplanmış veriyle eşdeğer kılmaktadır. Böylelikle hem zaman boyutu yok edilmiş olmakta hem de kimi gözlemlere yanıltıcı bir ağırlık kazandırılmış olmaktadır.⁴¹⁶

3.2.3.1.2. Sabit Etkiler Modeli

Panel veri analizinde Denklem (2)'deki bir modelde β_{2it} ile β_{kit} arasındaki katsayılar farklı birimler için farklı zaman dönemlerinde farklı değerler almaktadır. Bu nedenle model tahmin edilirken modelin sabit terimi, katsayıları ve hata terimi ile ilgili çeşitli varsayımlar yapılmakta ve buna bağlı olarak farklı modeller tahmin edilebilmektedir.

Bu modellerden birisi eğim katsayılarının zaman ve kesit birimleri için aynı olduğu ancak sabit katsayının yatay kesit birimlerine göre değiştiği sabit etkiler modelidir. Bu modelde yatay kesit birimleri arasındaki farklar sabit terimdeki farklılıklarla açıklanmakta ve panel veri modeli kukla değişken yardımıyla tahmin edilmektedir. Bu nedenle sabit etkiler modeli, kukla değişken modeli olarak da adlandırılmaktadır. Denklem (2) söz konusu iken, sabit etkiler modelinde $\beta_{1it} = \beta_{1i}$, $\beta_{2it} = \beta_2$, $\beta_{3it} = \beta_3$ olduğu varsayılmaktadır. Böylece eşitlik;

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (4)$$

şeklinde yazılabilmektedir. Ayrıca, bu modeller sabit terimin sadece kesitlere ya da zamana göre değiştiği tek yönlü ve hem birimlere hem de zamana göre değiştiği çift yönlü modeller olmak üzere iki biçimde tahmin edilebilmektedir. Burada yalnızca sabit parametre değişmekte ve sabit terim zamana göre değil ama kesit bazında farklılıklar göstermektedir. Yani zaman boyutu sabit tarafından korunmasına rağmen bireyler arasındaki davranışlarda farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Denklem (1);

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (5)$$

haline gelir. Bu model β_{1it} ifadesi açılarak yeniden yazılırsa,

$$Y_{it} = \beta_{11} D_{1i} + \beta_{12} D_{2i} + \dots + \beta_{1N} D_{Ni} + \beta_2 X_{2it} + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (6)$$

halini alır.

⁴¹⁶ E. Yalçın, *İkisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara 2005, s.44.

3.2.3.1.3. Tesadüfi (Rassal) Etkiler Modeli

Panel veri analizlerinde, birimlerden veya hem birimlerden hem de zamana göre meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişim “Sabit Etkili Modeller” kullanılarak incelenebileceği gibi, “Tesadüfi Etkili Modeller” kullanılarak da incelenebilmektedir. Örneklemdaki bireyler tesadüfi olarak çekilmiş ya da, birey ana kütesinden temsilci olarak alındığında, daha kullanışlı bir tahmin yöntemi olarak tesadüfi etkiler modeli kullanılabilir. Bu yöntemde, bireyler tesadüfi olarak seçildiklerinden, gözlenen bireysel farklılıklar tesadüfi olacaktır. Belirtilen bu farklılıklara “Tesadüfi Etkiler” denilmektedir. Tesadüfi etkiler örnekleme sürecinin bir sonucudur. Sabit etkiler modeli, yatay kesit birimlerine ait gözlemlenemeyen etkileri zaman içinde sabit kalan değişmeyen bir parametre olarak dikkate almakta iken, rassal etkiler modeli yatay kesit birimlerine ait farklılıkları ε_{it} gibi rassal değişkenler olarak incelemektedir. Bu bakımdan rassal etkiler modeli aynı zamanda varyans bileşen modeli ya da hata bileşen modeli olarak da anılmaktadır. Eğer birimler rastlantısal olarak alınmış ise ya da birim ana kütesinden temsilci olarak alınmış ise, daha kullanışlı olan rastlantısal etkiler modeli ele alınmaktadır. Burada, birimler tesadüfi olarak seçildiğinden, birimler arasındaki farklılıklar rastlantısalıdır.⁴¹⁷

Rassal etkiler modelinde yatay kesit birimlerindeki farklılıkların hata terimi gibi rassal olduğu varsayılmaktadır. Bu modellerde, yatay kesit birimlerinde veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun en önemli nedeni ise sabit etkiler modelinde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmesidir. Çünkü rassal etkiler modelinde önemli olan birime veya birime ve zaman özel katsayıların bulunması değil, birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin bulunmasıdır.

Çünkü tesadüfi etkiler modelinde önemli olan, birime veya birime ve zamana özel katsayıların bulunması değil, birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin bulunmasıdır. Ayrıca, tesadüfi etkiler modeli, sadece birimler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisini değil, aynı zamanda örnek dışındaki etkileri de dikkate almaktadır. Tesadüfi etkiler modelini şu şekilde açıklayabiliriz. (5) nolu modelde (β_{1i}) tesadüfi değişken olarak alınıp,

$$\beta_{1i} = \bar{\beta}_1 + \mu_i \quad (7)$$

⁴¹⁷ Gökbulut, s.152.

şeklinde modellenmektedir. $\bar{\beta}_1$ ana kütle ortalama sabiti olup bilinmeyen parametredir ve μ_i , birey davranışlarındaki bireysel farklılıkları dikkate alan gözlenemeyen tesadüfi hatalardır. μ_i 'ler birbirlerinden ve μ_{it} 'lerden bağımsızdır. (7) nolu eşitlik (5) nolu modelde yerine konulursa;

$$Y_{it} = \bar{\beta}_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} + \mu_i \quad (8)$$

$$= \bar{\beta}_1 + \sum_{k=2}^K \beta_k X_{kit} + (u_{it} + \mu_i) \quad (9)$$

elde edilir. (9)'daki ifade tesadüfi etkiler modelinin genel biçimidir ve “tesadüfi etkiler” ifadesi $u_{it} + \mu_i$ teriminden kaynaklanmaktadır. Bu terim iki bileşenden meydana gelmektedir. u_{it} tüm hataları gösterirken, μ_i , bireysel “spesifik” hata, bireysel farklılıkları ve sabit zamana göre bireyler arasındaki değişmeyi gösterir ⁴¹⁸

Sabit etkili ve rastsal etkili modellerin arasından hangisinin seçileceği genellikle etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkiye bağlı olmaktadır. Eğer etkiler açıklayıcı değişkenler ile ilişkisiz ise rastsal etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir, sabit etkiler tahmincisi ise tutarlıdır ancak etkin değildir. Etkiler açıklayıcı değişkenler ile ilişkiliyse sabit etkiler tahmincisi tutarlı ve etkin, buna karşılık rastsal etkiler tahmincisi tutarsızdır. Yatay kesit birimlerine ait etkilerin gözlenemeyen veya modele dahil edilmeyen değişkenlerle ilişkisi olduğu düşünülüyorsa sabit etkiler yerine rastsal etkiler modelinin analiz edilmesi daha doğru sonuçlar vermektedir. Aynı zamanda sabit etkiler modelinde tahmin edilecek çok fazla parametre olduğundan, serbestlik derecesi kaybı söz konusu olurken, rastsal etkiler modelinde böyle bir durumla karşılaşılmamaktadır. ⁴¹⁹

3.2.3.2. Dinamik Panel Veri Modelleri

Sabit etki ya da tesadüfi etki gibi geleneksel panel veri analizi metotları, açıklayıcı değişkenlerin güçlü bir dışsallık gösterdiklerini varsayar. Fakat hata terimi ile herhangi bir açıklayıcı değişken arasındaki gözlemlenemeyen herhangi bir ilişki, değişkenlerin içsel olmasına neden olduğu için, yapılan tahminleri şüpheli kılar. Bu

⁴¹⁸ Pazarlıoğlu ve Gürler, s.5.

⁴¹⁹ Ümit Başaran, *İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Zonguldak 2008, s.82.

problemi çözebilmek için dinamik panel veri metotları kullanılmaktadır. Bu modellerde bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri açıklayıcı değişken olarak kullanılırlar.⁴²⁰

Dolayısıyla denklem (1) aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$y_{it} = \alpha + \delta_1 y_{i,t-1} + X_{it} \beta + u_{it} \quad (10)$$

Gecikmeli bağımlı değişkenler yapısal olarak hata terimiyle korelasyonlu olup, bu durumda EKK tahmincileri sapmalı ve tutarsız olur. Bu problemi aşmak için Anderson ve Hsia'nın yaklaşımı dikkate alınır, ki bu yaklaşım tüm değişkenlerin ilk farklarının alınmasına ve gecikmeli farkların kullanılmasına dayanır.⁴²¹ Diğer bir çözüm ise Arellano ve Bond tarafından kullanılan GMM tahmincidir, burada araç olarak dışsal değişkenlerin gecikmeli değerleri kullanılır. Modelde bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin standart EKK yöntemi ile yapılan tahminlerin sapmalı ve tutarsız olacağından, bu durumda Arellano ve Bond tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılır. Arellano ve Bond dinamik panel veri analizinde değişkenlerin birinci dereceden farklarının alınıp bağımlı değişkenin geçmiş dönem değerini araç değişken olarak kullanan GMM metodunu önermişlerdir.⁴²² Bunun için denklem (10) ilk farkı alınır:

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha + \delta_1 (y_{it-1} - y_{it-2}) + (X_{it} - X_{it-1}) \beta + (u_{it} - u_{it-1}) \quad (11)$$

Burada fark alınarak model kişiye özel etkilerden arındırılmaktadır. Bu modele GMM uygulamak için araç değişkenler kullanılması gereklidir. Bağımlı değişkenin 2. ve daha yüksek dereceli gecikmeli değerleri araç değişkenler olarak kullanılmaktadırlar. Bu araç değişkenlerin zayıf dışsal olmaları ve hata terimi ile ilişkili olmamaları gerekmektedir. Arellano ve Bond'un (1991)⁴²³ ardından Arellano ve Bover (1995)⁴²⁴ da dinamik panel veri modelleri için geliştirilen GMM sürecini genişletmişlerdir. Arellano ve Bover'ın kullandıkları modelde Arellano ve Bond'dan farklı olarak hem zaman hem de yatay kesit boyutunda değişen dışsal değişkenlerinin yanında zaman içinde değişmeyen değişken vektörü yer almaktadır. Arellano ve Bover bu zaman boyutunda değişmeyen değişkenler için de moment koşullarından yararlanmakla birlikte, modelin birinci farkı alındığında zaman boyutunda değişmeyen değişkenlerin katsayıları

⁴²⁰ Baltagi, Badi H., *Econometric Analysis of Panel Data*, John&Wiley, Chichester, 2001, pp.129-132.

⁴²¹ Anderson, ve Hsiao, pp.598-606.

⁴²² Arellano ve Bond, 1991, pp.277-297.

⁴²³ Arellano ve Bond, 1991, pp.277-297.

⁴²⁴ Manuel Arellano ve Olympia Bover, "Another Look at The Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models", *Journal of Econometrics*, 68, 1995, pp.29-51.

belirlenemeyeceği için bireysel etkilerin modelden giderilmesi ortogonal sapmalar yoluyla sağlanmıştır.

GMM tahmincileri, açıklayıcı değişkenlerin dışsallığı ve hata terimlerinin birinci ve ikinci dereceden momentleri hakkında çeşitli varsayımlar yapar. En Küçük Kareler Kukla Değişken ve Genelleştirilmiş En Küçük Kareler modelleri dinamik panel veri setlerinin tahminlerinde sapmalı sonuçlar ortaya koyarken, Neyman ve Scott (1948) dinamik panel veri için ML tahmincilerinin elde edildiği başka bir çalışmada etkin olmayan fakat tutarlı tahmincilere ulaşmıştır. Gecikmeli bağımlı değişkenli dinamik panel için Arellano, Bond, ve Bover'in kullandığı asimtotik olarak normal dağılan GMM metodu kullanılır.⁴²⁵ Daha çok sayıda moment koşulu ile bazı veri kayıpları çözümlenebilir ve etkinlik artışı sağlanabilir.⁴²⁶ GMM tahmininin ilk aşamasında; belirlenme hatalarını ortadan kaldırmak için iki farklı dönüşüm metodundan biri kullanılmaktadır. Arellano ve Bond tarafından ortaya konan “Difference/Fark” yöntemi, ilk fark verilerini kullanan bir tahmin yöntemidir. Diğeri ise Arellano ve Bover çalışmasında ortaya konan “Orthogonal Deviations/Dikey Sapmalar” metodu olup, bireysel etkileri iyileştiren alternatif bir metoddur.⁴²⁷

3.3 ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER VE BEKLENEN İLİŞKİLER

Çalışma 2002:Q1–2011:Q3 dönemi Türkiye ekonomisi ve İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin verilerini kapsamaktadır.

Çalışmada kullanılan firma dışı (makroekonomik) değişkenler T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)’nden, Türkiye İstatistik Kurumu resmi web sitesinden, Kalkınma Bankası resmi web sitesinden ve Brent Petrol web sitesinden elde edilmiştir. Firma içi değişkenler ise İMKB’nin resmi sitesinde yayınlanan mali tablolar ve diğer bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak modelde yer alan hisse senedi düzeltilmiş getirisi yayımlanan aylık hisse senedi fiyatları ve kâr payı dağıtım verileri kullanılarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

⁴²⁵ Arellano ve Bover, pp.29-51.

⁴²⁶ William H. Greene, *Econometric Analysis*, 5. edition, Upper Saddle River: Prentice Hall, 2003, p.299.

⁴²⁷ Richard Blundell ve Stephen Bond, “Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models”, *Journal of Econometrics*, 87, 1998, pp.115–143.

$$\text{Getiri} = \frac{F_t * \text{BDL} + \text{BDZ} + 1 - \text{RHKF} * \text{BDL} + \text{TEMT}}{F_{t-1}}$$

F_t =t dönemi hisse senedi kapanış fiyatı,

F_{t-1} = t-1 dönemi hisse senedi kapanış fiyatı,

BDL = t döneminde alınan bedelli hisse senedi adedi,

BDZ = t döneminde alınan bedelsiz hisse senedi adedi,

RHKF = Rüçhan Hakkı kullanma fiyatı,

TEMT = t döneminde bir hisse senedine ödenen net temettü tutarı.

Literatürde hisse senedi getirilerini etkilediği belirlenen firma içi ve firma dışı faktörler bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler hakkındaki bilgiler ve hisse senedi getirileri ile literatürde oluşan ilişkileri aşağıda verilmiştir.

3.3.1. Firma İçi Faktörler

-Kâr Payı

Aharony ve Swary (1980)⁴²⁸, Kwan (1981)⁴²⁹, Eades (1982)⁴³⁰ ve Woolridge (1982)⁴³¹, çalışmalarında temettü değişikliklerin duyurulması ve hisse senedi getirisi arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulmuştur. Omran ve Pointon (2004)⁴³², yaptıkları çalışmada, dağıtılan kâr paylarının hisse senedi değerleri üzerine, dağıtılmamış kazançlardan daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu vurgulamışlardır. Kaba (2009)⁴³³, İMKB’de kâr payı dağıtım oranı ile şirketlerin hisse senetleri arasında ilişki olduğunu göstermiştir. Park ve Kim (2010)⁴³⁴, getiri ve temettü arasındaki pozitif ilişki ocak ayı dışında tüm aylarda gözlemlenmiştir. Khrawish (2011)⁴³⁵, Amman borsasındaki hisse senedi getirileri ile temettü ödemeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler

⁴²⁸ J. Aharony ve I. Swary, “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Return: An Empirical Analysis.”, *Journal of Finance*, 35, 1980, pp.1-12.

⁴²⁹ C. Kwan, “Efficient Market Tests of the Information Content of Dividend Announcement: Critique and Extension”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 16, 1981, pp.193-206.

⁴³⁰ K. Eades, “Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17, 1982, pp.471-500.

⁴³¹ J.R. Woolridge, “The Information Content of Dividend Changes”, *Journal of Financial Research*, 5, 1982, pp.237-247.

⁴³² M. Omran ve J. Pointon, “Dividend Policy, Trading Characteristics and Share Prices: Empirical Evidence from Egyptian Firms”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 7(2), 2004, pp.121-133.

⁴³³ Fettah Kaba, *Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya 2009.

⁴³⁴ Park ve Kim, pp.736–751.

⁴³⁵ Khrawish, pp.134-146.

bulmuştur. Ancak bu ilişkilerin hem uzun dönemde, hem de kısa dönemde zayıf olduğuna dikkat çekmiştir. Gordon (1959)⁴³⁶, Ogden (1994)⁴³⁷, Stevens ve Jose (1992)⁴³⁸, Kato ve Loewenstein (1995)⁴³⁹, Ariff ve Finn (1986)⁴⁴⁰ ve Lee (1995)⁴⁴¹ hisse senedi fiyatlarıyla kâr payı ödemeleri arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulurken, Loughlin (1982)⁴⁴², Easton ve Sinclair (1989)⁴⁴³, negatif ilişki tespit etmişlerdir. Eun ve Huang (2007)⁴⁴⁴ temettü verimi ile Çin’de oy hakkı olmayan hisse senetleri arasında negatif ilişki rapor ederken, Litzenberger ve Ramaswamy (1979)⁴⁴⁵ Amerika için pozitif ilişki rapor etmiştir.

Çalışmada, hisse başına ödenen kâr payı tutarı kullanılmıştır.

-Sermaye Yapısı

Bhandari (1988)⁴⁴⁶, borç/özkaynak oranı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu iddia etmiştir. Lucas ve McDonald (1990)⁴⁴⁷, Baker ve Wurgler (2002)⁴⁴⁸ ve Welch (2004)⁴⁴⁹ çalışmalarında ampirik olarak sermaye yapısıyla piyasa fiyatları arasında güçlü bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Masulis (1980)⁴⁵⁰, Masulis (1983)⁴⁵¹, Barbee, Mukherji ve Raines (1996)⁴⁵², Kayaçetin (2003)⁴⁵³ hisse

⁴³⁶ M. J. Gordon, “Dividend, Earning, and Stock Prices”, *The Review of Economics and Statistics*, 41, 1959, pp.99-105.

⁴³⁷ J. P. Ogden, “A Dividend Payment Effect in Stock Returns”, *Financial Review*, 29, 1994, pp.345-369.

⁴³⁸ J. L. Stevens ve M. L. Jose, “The Effect of Dividend Payout, Stability, and Smoothing on Firm Value”, *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 7, 1992, pp.195-216.

⁴³⁹ K. Kato ve U. Loewenstein, “The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan”, *The Review of Financial Studies*, 8, 1995, pp.816-847.

⁴⁴⁰ M. Ariff ve F. J. Finn, “Announcement Effects and Market Efficiency in a Thin Market: An Empirical Application to the Singapore Equity Market”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol:6, 1986, pp.243-267.

⁴⁴¹ B. S. Lee, “The Response of Stock Prices to Permanent and Temporary Shocks to Dividends”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol:30, 1995, pp.1-22.

⁴⁴² P.H. Loughlin, *The Effect of Dividend Policy on Changes in Stockholders, Wealth*, A PhD Thesis, Graduate School of Saint Louis University, USA 1982.

⁴⁴³ S. A. Easton ve N. A. Sinclair, “The Impact of Unexpected Earnings and Dividends on Abnormal Returns to Equity”, *Accounting & Finance*, Vol:29, 1989, pp.1-19.

⁴⁴⁴ C.S. Eun ve W. Huang, “Asset Pricing in China's Domestic Stock Markets: Is There a Logic?” *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(5), 2007, pp.452-480.

⁴⁴⁵ R. Litzenberger ve K. Ramaswamy, “The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence.”, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, pp. 163-195.

⁴⁴⁶ Bhandari, pp.507-528.

⁴⁴⁷ Deborah J. Lucas, ve Robert L. McDonald, “Equity Issue and Stock Price Dynamics”, *Journal of Finance*, 45, 1990, pp.1019-1043.

⁴⁴⁸ Malcolm Baker ve Jeffrey Wurgler, “Market Timing and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 57, 2002, pp.1-32.

⁴⁴⁹ Ivo Welch, “Capital structure and stock returns”, *Journal of Political Economy*, 112, 2004, pp.106-131.

⁴⁵⁰ Masulis, 1980, pp.139-178.

⁴⁵¹ Ronald W. Masulis, “The Impact of Capital Structure on Firm Value, Some Estimates”, *The Journal of Finance*, 38(1), 1983, pp.107-126.

senedi getirileri ile sermaye yapısı değişkenleri arasında pozitif ilişkiler bulurken, Hatipoğlu (1997)⁴⁵⁴, Baker ve Wurgler (2002)⁴⁵⁵, Welch (2004)⁴⁵⁶, Muradoğlu, Bakke ve Kvernes (2005)⁴⁵⁷ negatif ilişki tespit etmiştir.

Toplam Borç/Toplam Kaynak ve Toplam Borç/ Öz Sermaye oranları sermaye yapısı değişkenleri olarak kullanılmıştır.

-Kurumsal Yönetim

Black, Love ve Rachinsky (2006)⁴⁵⁸, Samontaray (2010)⁴⁵⁹ çalışmalarında kurumsal yönetim ve hisse senetleri arasında anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Drobetz vd. (2003)⁴⁶⁰ yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın kurumsal yönetim seviyesi ile beklenen hisse senedi getirileri arasında negatif korelasyonlu bir ilişki elde etmişlerdir.

Literatürde, kurumsal yönetim uygulama durumunu ölçmek amacıyla kullanılan en yaygın kurumsal yönetim mekanizması olarak mülkiyet yapısı kullanılmaktadır. Mülkiyet yapısı şirket sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye paylarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Şirket mülkiyet yapısı, literatürde kullanılan dört değişkenle ölçülmüştür. Bunlar; en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payının toplam özsermayeye oranı, halkın şirket üzerindeki sermaye payını ifade eden halka açıklık oranı, yöneticilerin sahip olduğu sermaye oranı ve yabancı yatırımcının sermayedeki payı değişkenleridir.

⁴⁵² William C. Barbee, Jr.Sandip Mukherji ve Garry H. Raines, “Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better than Book-Market and Firm Size?”, *The Financial Analysts Journal*, 1996, pp.56-60.

⁴⁵³ Nuri Volkan Kayaçetin, *Cross Section of Stock Returns on the Istanbul Stock Exchange*, , (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Orta Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2003.

⁴⁵⁴ Erdoğan Hatipoğlu, *Finansal Kaldıraç Derecesinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1997.

⁴⁵⁵ Baker ve Wurgler, pp.1–32.

⁴⁵⁶ Welch, pp.106–131.

⁴⁵⁷ Gülnur Muradoğlu, Morton Bakke ve L. Kvernes Gyrid, “An Investment Strategy Based on the Gearing Ratio”, *Applied Economics Letters*, 12, 2005, pp.801-804.

⁴⁵⁸ Black S., Bernard, Love, Inessa ve Rachinsky, Andrei, “Corporate Governance Indices and Firms’ Market Values: Times Series Evidence from Russia”, *Emerging Markets Review*, 7, 2006, pp.361-379.

⁴⁵⁹ Durga Prasad Samontaray, “Impact of Corporate Governance on the Stock Prices of the Nifty 50 Broad Index Listed Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 41, 2010, pp.7-18.

⁴⁶⁰ Drobetz, vd., pp.267–293.

-Kârlılık

Haugen ve Baker (1996)⁴⁶¹, Cohen, Gompers ve Vuolteenaho (2002)⁴⁶², Fama ve French (2008)⁴⁶³, ampirik çalışmalarında yüksek kârlılık ile firmaların yüksek getiri elde ettiğini göstermişlerdir. Diğer taraftan Fairfield, Whisenant ve Yohn (2003)⁴⁶⁴ ve Titman, Wei ve Xie (2004)⁴⁶⁵ ise kârlı firmaların yatırım imkanlarının daha iyi olacağını ancak hisse senedi getirilerinin düşük olacağını iddia etmiştir.

Çalışmada, kârlılık değişkeni olarak brüt kâr marjı, net kâr marjı, aktif getiri oranı, özsermaye getiri oranı kullanılmıştır.

-Likidite

Westerholm (2002)⁴⁶⁶, İsveç ve Finlandiya Menkul Kıymetler Borsaları üzerinde yaptığı çalışmada, likiditesi düşük şirketlerin piyasa değerinin olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Bekaert vd. (2007)⁴⁶⁷ likidite ölçüsünün gelecekteki getirileri önemli ölçüde tahmin ettiğini bulmuştur. Demir, Yeşildağ ve Açıan (2008)⁴⁶⁸ likidite ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Haugen ve Baker (1996)⁴⁶⁹, Pastor ve Stambaugh (2003)⁴⁷⁰, çalışmalarında hisse senedi getirileri ile likidite arasında negatif ilişkiler bulmuştur.

Çalışmada, likidite değişkeni olarak cari oran ve asit test oranı kullanılmıştır.

⁴⁶¹ Robert A. Haugen ve Nardin L. Baker “Commonality in the Determinants Of Expected Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, pp.401–439.

⁴⁶² Randolph B. Cohen, A. Gompers Paul ve Vuolteenaho Tuomo, “Who Underreacts to Cashflow News? Evidence From Trading Between Individuals and Institutions”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, pp.409–462.

⁴⁶³ E. F. Fama ve Kenneth R. French, “Dissecting Anomalies”, *Journal of Finance*, 63, 2008, pp.1653–1678.

⁴⁶⁴ Patricia M. Fairfield, Scott Whisenant ve Terry Lombardi Yohn, “Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing”, *The Accounting Review*, 78, 2003, pp.353–371.

⁴⁶⁵ Sheridan Titman, K.C. John Wei ve Feixue Xie, “Capital Investments and Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 2004, pp.677–700.

⁴⁶⁶ J. Westerholm, “The Relationship Between Liquidity, Trading Activity and Return: Studies of the Finnish and Swedish Stock Markets”, *Economy och Samhälle*, 107, 2002, pp.1–157.

⁴⁶⁷ G. Bekaert, C. R. Harvey ve C. Lundblad, “Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets”, *Review Financial Studies*, 20(6), 2007, pp.1783 - 1831.

⁴⁶⁸ Sezgin Demir, Eser Yeşildağ ve Fettah Açıan, “Likidite ile Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkinin Ölçülmesi: İMKB Uygulaması”, *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı:90, 2008, ss.49–70.

⁴⁶⁹ Haugen ve Baker, pp.401–439.

⁴⁷⁰ L. Pastor ve Robert F. Stambaugh, “Liquidity Risk and Expected Stock Returns”, *Journal of Political Economy*, 111, 2003, pp.642–685.

-Entelektüel Sermaye

Literatürde entelektüel sermayeyi ölçmek için geliştirilmiş çeşitli modeller yer almaktadır. Ante Pulic'in geliştirmiş olduğu Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC) Yöntemi Firmaya ait maddi ve maddi olmayan tüm faktörlerin toplam katma değer içindeki etkinliğini belirleyen ve diğer bilgi ölçme yöntemlerine oranla daha standartlaşmış, tutarlı ve sabit bir ölçüt sağlamaktadır. VAIC kısaca aşağıda belirtilen üç göstergenin toplamıdır.⁴⁷¹

Kullanılan Sermaye Etkinliği: CEE

İnsan Sermayesi Etkinliği: HCE

Yapısal Sermaye Etkinliği: SCE

VAIC = CEE + HCE + SCE 'dır.

VAIC'ı oluşturan bu üç unsurun hesaplanış şekli aşağıdadır.

CEE = VA/ CE

HCE = VA/ HC

SCE = SC/ VA

SC =İşletmenin yapısal sermayesi SC = VA- HC

HC = İşletmenin toplam maaş ve ücret giderleri

CE = İşletmenin kullanılan sermayesi (sabit varlıkların (net) defter değeri)

VA= İşletmenin yarattığı toplam katma değer,

VA = Faiz Giderleri + Amortisman Giderleri + Temettüleri + Kurumlar Vergisi + İştirak Kazançları + Dağıtılmayan Kârlar + Personel Giderleri

VAIC yöntemi bir çok araştırmacı tarafından, farklı çalışmalarda kullanılmıştır. Bontis vd. (2000)⁴⁷², Goh (2005)⁴⁷³, Pew vd. (2007)⁴⁷⁴, Kamath (2008)⁴⁷⁵, Joshi vd. (2010)⁴⁷⁶, Zeghal ve Maaloul (2010)⁴⁷⁷, Laing vd. (2010)⁴⁷⁸, Maditinos vd. (2011)⁴⁷⁹,

⁴⁷¹ Reza Gharoie Ahangar, "The relationship between intellectual capital and financial performance: An empirical investigation in an Iranian company", *African Journal of Business Management*, 5(1), 2011, pp. 91-92.

⁴⁷² Nick Chua Bontis, Keow Chong William ve Stanley Richardson, "Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries", *The Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 2000, pp. 85-100.

⁴⁷³ C.P. Goh, "Intellectual Capital Performance of Commercial Banks in Malaysia", *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), 2005, pp.385-396.

⁴⁷⁴ Pew, Tan, H., Plowman, D. ve Hancock, P., "Intellectual Capital and Financial Returns of Companies", *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, pp.76-95.

⁴⁷⁵ G.B. Kamath, "Intellectual Capital Performance of Indian Banking Sector", *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, pp.96-123

⁴⁷⁶ M. Joshi, D. Cahill ve J. Sidhu, Intellectual Capital Performance in the Banking Sector. An assessment of Australian Owned Banks", *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, 14(2), 2010, pp.151-170.

Ahangar (2011)⁴⁸⁰. Yörük ve Erdem (2008)⁴⁸¹, işletme performansına etki eden temel unsurların hâlâ fiziksel varlıklar olduğu sonucuna varmışlardır. Karacaer ve Aygün (2009)⁴⁸², yapısal sermaye etkinliği dışında entelektüel sermaye katsayısı ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Zeghal ve Maaloul (2010)⁴⁸³, entelektüel katma değer katsayısı ile hisse senetleri arasında pozitif ilişkiler bulmuştur.

Çalışmada, her bir şirket için entelektüel sermayeyi ölçmek için entelektüel katma değer katsayısı hesaplanmıştır.

-Defter Değeri/ Piyasa Değeri (DD/PD) Oranı

Hisse senedi getirilerini etkilediği kabul edilen önemli faktörlerden bir diğeri, DD/PD oranıdır. Çok sayıda çalışma DD/PD oranının hisse senedi getirilerini etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. Rosenberg, Reid ve Lanstein (1985)⁴⁸⁴, Barber ve Lyon (1997)⁴⁸⁵ DD/PD oranının hisse senedi getirilerinin önemli bir belirleyicisi olduğunu iddia etmişler ve iki değişken arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Rosenberg vd., (1985)⁴⁸⁶, Chan, Hamao ve Lakonishok (1991)⁴⁸⁷, Fama ve French (1992)⁴⁸⁸, Lakonishok vd., (1994)⁴⁸⁹, Dennis, Perfect, Snow ve Wiles (1995)⁴⁹⁰, Mukherji, Dhett ve Kim (1997)⁴⁹¹, Xing ve Zhang (2005)⁴⁹², de aynı şekilde pozitif ilişkiler bulmuştur.

⁴⁷⁷ D. Zeghal ve A. Maaloul, “Analyzing Value Added as An Indicator Of Intellectual Capital and It's Consequences On Company Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, 11(1), 2010, pp.39-60.

⁴⁷⁸ G. Laing, J. Dunn ve S.H. Lucas, “Applying the VAIC Model to Australian Hotels”, *Journal of Intellectual Capital*, 11(3), 2010, pp.269-283.

⁴⁷⁹ Dimitrios Maditinos, Dimitrios Chatzoudes, Charalampos Tsairidis ve Georgios Theriou, “The Impact of Intellectual Capital on Firms' Market Value and Financial Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 2011, pp.132-151.

⁴⁸⁰ Reza Gharoie Ahangar, “The Relationship Between Intellectual Capital and Financial Performance: An Empirical Investigation in an Iranian Company”, *African Journal of Business Management*, 5(1), 2011, pp. 88- 95.

⁴⁸¹ Yörük ve Erdem, ss.397-413.

⁴⁸² Karacaer ve Aygün, ss.127-140.

⁴⁸³ Zeghal ve Maaloul, pp.39-60.

⁴⁸⁴ Barr Rosenberg, Kenneth Reid ve Ronald Lanstein, “Persuasive Evidence of Market Inefficiency”, *Journal of Portfolio Management*, 11(3) 1985, pp.9-17.

⁴⁸⁵ Brad M. Barber ve John D. Lyon, “Firm Size, Book- To-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms”, *Journal of Finance*, 52(2), 1997, pp.875-883.

⁴⁸⁶ Rosenberg, Barr, Reid ve Lanstein, “pp.9-17.

⁴⁸⁷ Chan, Hamao ve Lakonishok, pp.1739-1764.

⁴⁸⁸ Fama ve French, 1992, pp. 427-465.

⁴⁸⁹ Josef Lakonishok, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”, *Journal of Finance*, 49, 1994, pp.1541-1578.

⁴⁹⁰ P. Dennis, S., Snow, K. Perfect, ve K. Wiles, “The Effects Of Rebalancing On Size and Book-To-Market Ratio Portfolio Returns”, *Financial Analysts Journal*, 51(3), 1995, pp.47-57.

⁴⁹¹ S. Mukherji, M. S. Dhett ve Y. H. Kim, “A Fundamental Analysis Of Korean Stock Returns”, *Financial Analysts Journal*, 53, 1997, pp.75-80.

⁴⁹² Yuhang Xing ve Lu Zhang, “Value Versus Growth: Movements in Economic Fundamentals”, *Simon School Working Paper No: FR 05-10*, 2005, pp.1-35.

Çalışma kapsamındaki her bir şirketin DD/PD oranı; şirket özsermayesinin şirketin piyasa değerine bölünmesi yoluyla hesaplanmıştır.

Kazanç/ Fiyat (K/F) Oranı

K/F oranının hisse senedi getirileri ile ilişkisini araştıran ilk çalışma Basu (1975)⁴⁹³ tarafından gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yüksek K/F portföyleri, düşük K/F portföylerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Basu (1977)⁴⁹⁴, Banz (1981)⁴⁹⁵, Rosenberg vd., (1985)⁴⁹⁶, Jaffe, Keim ve Westerfield (1989)⁴⁹⁷, Lakonishok vd., (1994)⁴⁹⁸, Lau, Lee ve McInish (2002)⁴⁹⁹, çalışmalarında K/F oranı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişkiler bulmuştur.

Çalışma kapsamındaki her bir şirketin K/F oranı; şirketin net kârının şirketin piyasa değerine oranlamasıyla hesaplanmıştır.

-Firma Büyüklüğü

Literatürde (Demsetz ve Lehn (1985)⁵⁰⁰, Adi Hisse Senetlerinin Piyasa Değerinin Beş Yıllık Ortalaması/ Aktiflerin Defter Değeri), (McConnell ve Servaes (1990)⁵⁰¹, Aktiflerin Yerine Koyma Maliyeti), (Titman ve Wessels, (1988)⁵⁰², Loderer ve Martin (1997)⁵⁰³, Yurtoğlu (2003)⁵⁰⁴, Karakaya (2004)⁵⁰⁵, Satışların Doğal Logaritması), (Cho (1998)⁵⁰⁶, Varlıkların Yerine Koyma Maliyetinin Doğal

⁴⁹³ S. Basu, "The Information Content Of Price-Earnings Ratios", *Financial Management*, 4(2), 1975, pp.53-64.

⁴⁹⁴ Basu, S., 1977, pp.663-682.

⁴⁹⁵ Banz, Rolf W. pp.3-18.

⁴⁹⁶ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9-17.

⁴⁹⁷ Jaffe, Jeffrey, Keim, Donald B. ve Westerfield, Randolph, "Earnings Yields, Market Values and Stocks Returns", *Journal of Finance*, 44, 1989, pp.135-148.

⁴⁹⁸ Lakonishok, vd., pp.1541-1578.

⁴⁹⁹ Lau, vd., pp.207-222

⁵⁰⁰ Harold Demsetz ve Kennet Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1985, pp.1155-1177.

⁵⁰¹ John J. McConnell ve Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, pp.595-612.

⁵⁰² Titman ve Wessels, pp.1-19.

⁵⁰³ C. F. Loderer ve Kenneth, J. Martin, "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*, Vol:5, 1997, pp.595-612.

⁵⁰⁴ Burçin Yurtoğlu, "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey", *Corporate Ownership & Control*, 1(1), 2003, pp.72-86.

⁵⁰⁵ Aykut Karakaya, *Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon 2004.

⁵⁰⁶ Myeong-Hyeon Cho, "Ownership Structure, Investment and The Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47(1), 1998, pp.103-121.

Logaritması), (Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999)⁵⁰⁷, Toplam Varlıklar), (Gürsoy (2001)⁵⁰⁸, Toplam Varlıkların Logaritması) gibi farklı değişkenler firma büyüklüğünü temsilen kullanılmıştır.

Banz (1981)⁵⁰⁹ ve Reinganum (1981)⁵¹⁰ hisse senedi getirileri firma büyüklüğünü araştıran ilk çalışmalardır. Firma büyüklüğü değişkeni olarak özkaynakların piyasa değerinin kullanıldığı bu çalışmalarda, firma büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkisinin olduğunu savunmuşlardır. Basu (1983)⁵¹¹, Fama ve French (1995)⁵¹² gibi çalışmalar hisse senedi getirileri ile firma büyüklüğü arasında önemli bir ilişkinin olduğunu bulmuşlardır. Brown, Kleidon ve Marsh, (1983)⁵¹³ çalışmasında ise bu etkinin zaman içinde değişebileceğini savunmuştur. Fama ve French (1992, 1995)⁵¹⁴ çalışmalarında iki değişken arasında negatif ilişkiler bulmuşlardır.

Çalışmada, firma büyüklüğünü ölçmek için varlıkların doğal logaritması kullanılmıştır.

-Ekonomik Katma Değer

Bazı araştırmacılar EVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücü konusunda hem fikir olmuşlardır (Lehn ve Makhija (1997)⁵¹⁵, Zimmerman (1997)⁵¹⁶). Lehn ve Makhija (1997)⁵¹⁷, çalışmasında değere dayalı performans değişkenleriyle hisse senedi getirileri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit etmiş ve EVA'nın etkin bir performans değişkeni olduğunu iddia etmiştir. Worthington ve West (2004)⁵¹⁸,

⁵⁰⁷ Clifford Holderness, Randall S. Kroszner ve Dennis, P. Sheehan, "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression", *The Journal of Finance*, 54(2), 1999, pp. 435-469.

⁵⁰⁸ Güner Gürsoy, *Equity Ownership Structure And Its Consequences: An Empirical Investigation in Turkish Firms*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Bilkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2001.

⁵⁰⁹ Banz, pp.3-18.

⁵¹⁰ Reinganum, pp.19-46.

⁵¹¹ Basu, 1983, pp.129-156.

⁵¹² Fama ve French, 1995, pp.131-155.

⁵¹³ Philip Brown, Alan Kleidon ve Terry Marsh, "New Evidence On The Nature Of Size-Related Anomalies In Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, pp. 33-56.

⁵¹⁴ Fama ve French, 1992, pp. 427-465; Fama ve French, 1995, pp.131-155.

⁵¹⁵ K. Lehn ve K. Makhija "EVA, Accounting Profits and CEO Turnover: An Empirical Examination: 1985-1994", *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 1997, pp.90-97.

⁵¹⁶ J. L. Zimmerman, "Eva and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 1997, pp.98-109.

⁵¹⁷ Lehn ve Makhija, pp.90-97.

⁵¹⁸ A. Worthington ve T. West, "Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added", *Australian Journal of Management*, 29(2), 2004, pp.201-224.

Avustralya’da yaptığı çalışmada hisse senedi getirilerinin artık kâr, kazançlar ve net nakit akımlarından daha çok EVA ile yakın bir ilişkisi olduğunu göstermiştir. Amerikada yapılan bir takım çalışmalar EVA ile hisse senedi getirileri veya firma değeri arasında ya çok zayıf ilişkiler bulmuşlar yada hiç ilişki tespit edememişlerdir (örneğin; Peterson ve Peterson, (1996)⁵¹⁹, De Villiers ve Aurret (1997)⁵²⁰)

EVA, sermayeden elde edilen kazanç oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın, sermaye (borç ve öz sermaye toplamı) ile çarpılması ile elde edilir.

$$EVA = VSNFK - (Yatırılan Sermaye \cdot A_{osm})$$

VSNFK (Vergi sonrası net faaliyet kârı) = Faiz ve vergi öncesi kâr * (1 - vergi oranı)

$$Yatırılan sermaye = (Dönen Varlıklar - Kısa vadeli boçlar) + Duran Varlıklar$$

$$A_{osm} = \text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti}$$

Analiz kapsamındaki şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplayabilmek için öncelikle borç maliyeti hesaplanmıştır. yabancı kaynak maliyeti olarak Türkiye Kalkınma Bankası’nın (TKB) orta vadeli yatırım kredilerine uyguladığı faiz oranları borç maliyeti olarak kullanılmıştır.

Bilindiği üzere ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin diğer önemli bileşeni de özsermaye maliyetidir. FVFM kullanılarak özsermaye maliyetleri belirlenmiştir. Bu model, risksiz faiz oranını, pazar risk primini ve ilgili hisse senedinin beta katsayısını kullanarak özsermaye maliyetini hesaplamaktadır. Modele göre:

$$k_o = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf})$$

$$k_o = \text{öz sermaye maliyeti}$$

$$k_{rf} = \text{risksiz faiz oranı}$$

$$k_m = \text{pazarın beklenen getiri}$$

$$\beta = \text{hisse senedinin beta katsayısı}$$

Özsermaye getirisi hesaplanırken risksiz faiz oranı olarak, 2002-2011 yılları arasında devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama getirisi alınmıştır. Pazarın beklenen getirisi olarak ise 2002-2011 yılları arasında İMKB-Sinai Endeksi’nin ortalama getirisi

⁵¹⁹ P. P. Peterson ve D.R. Peterson “Company Performance and Measures of Value Added”, Charlottesville, VA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996.

⁵²⁰ J.U. De Villiers ve C.J. Aurret, “A Comparison of EPS and EVA as Explanatory Variables For Share Price”, *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, 22, 1997, pp.47-63.

kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (Aosm) ise aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$Aosm = (HS/HS+B) k_0 + (B/HS+B) k_b(1-v)$$

k_0 =öz sermaye maliyeti

k_b = Borç maliyeti

HS= Hisse Senetlerinin Toplam Değeri

B= Finansal Borç

V= Kurumlar Vergisi Oranı

-Tobin-q

Lindenberg ve Ross (1981)⁵²¹, Lewellen ve Badrinath (1997)⁵²², McConnell ve Servaes (1990)⁵²³, Morck vd.,(1988)⁵²⁴, Lang, Stulz ve Walkling (1989; 1991)⁵²⁵, Lee ve Tompkins (1999)⁵²⁶, Chung ve Pruitt (1994)⁵²⁷ çalışmalarında Tobin q oranını kullanmışlardır. Bu çalışmalarda Tobin q oranının hesaplamasındaki güçlükler açıklanmış ve hesaplanan farklı yaklaşımlar denenmiştir. Tobin q oranı, firmanın pazar değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Ancak, varlıkların yenileme değerlerinin belirlemek çok zor olacağı için bu çalışmada Chung ve Pruitt (1994)⁵²⁸'in çalışmasında kullanılan yaklaşık Tobin'in q oranı kullanılacaktır. Yazarlar, yaklaşık oranın Tobin'in Q oranı ile oldukça yüksek oranda uyumlu olduğunu ifade etmektedirler. Yaklaşık Tobin'in Q oranı şu şekilde hesaplanmaktadır:

Tobin'in Q oranı = (Özsermayenin piyasa değeri + kısa vadeli borçlar + uzun vadeli borçlar)/ aktiflerin defter değeri

⁵²¹ E. B. Lindenberg ve S. A. Ross, "Tobin's Tobin q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Buiness*, 1981, pp.1-32.

⁵²² Wilbur G. Lewellen ve S.G. Badrinath, "On the Measurement of Tobin's q", *Journal of Financial Economics*, Vol: 44, 1997, pp.77-122.

⁵²³ McConnell ve Servaes, pp.595-612.

⁵²⁴ R. Morck, A. Shleifer ve R. W. Vishny "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 293-316.

⁵²⁵ L. H. P. Lang, R. M. Stulz ve R. A. Walkling "Managerial Performance, Tobin's q, and The Gains From Successful Tender Offers", *Journal of Financial Economics*, 1989, pp.137-154; L. H. P. Lang, R. M. Stulz ve R. A. Walkling "A Test of The Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, 29, 1991, pp. 315-335.

⁵²⁶ Darrell E. Lee ve James G. Tompkins "A Modified Verison of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin.s q", *Financial Management*, 28(1), 1999, pp. 20-31.

⁵²⁷ Kee H. Chung ve Stephen W. Pruitt "A Simple Approximation of Tobin.s q", *Financial Management*, 23(3), 1994, pp.70-74.

⁵²⁸ Chung ve Pruitt, pp.70-74.

-Beta

Black, Jensen ve Scholes (1972)⁵²⁹, Fama ve MacBeth (1973)⁵³⁰ çalışmalarında 1969 öncesi için hisse senedi getirileri ile şirket betaları arasında pozitif ilişki bulmuşlar. Lakonishok ve Shapiro (1984)⁵³¹, Fama ve French (1992)⁵³², Chui ve Wei (1998)⁵³³ hisse senedi getirileri ile beta arasında anlamlı ilişki bulamazken, Kothari, Shanken ve Sloan (1995)⁵³⁴ bu çalışmaların tersine, hisse senedi getirileri ile beta arasında güçlü ilişkiler bulmuştur. Pettengill vd. (1995)⁵³⁵, piyasaların yükseldiği dönemlerde hisse senedi getirileri ile beta arasında pozitif, piyasaların düştüğü dönemde ise negatif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Fletcher (1997)⁵³⁶, İngiltere için yaptığı çalışmada, Lau, Lee ve McInish (2002)⁵³⁷ ise Singapur ve Malezya için yaptıkları çalışmalarda, Pettengill vd. (1995)⁵³⁸'in sonuçlarını doğrular nitelikte olmuştur.

Çalışmada, pazar getirisi olarak da geçmiş 5 yıllık ortalama İMKB-Sinai Endeks getirisi alınarak, her bir şirket için her çeyrek dönemde beta değerleri hesaplanmıştır.

-Uluslararasılaşma

Literatürde uluslararasılaşma için çeşitli ölçüm biçimleri ileri sürülmüştür. En sık kullanılan değişken yurtdışı satışların toplam satışlara oranıdır. (Geringer, Beamish, ve DaCosta (1989)⁵³⁹, Geringer, Tallman ve Olsen (2000)⁵⁴⁰, Grant (1987)⁵⁴¹, Grant,

⁵²⁹ F. Black, M. Jensen ve M. Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests," in Jensen, M., ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger, New York 1972, pp.79-121.

⁵³⁰ Eugene F. Fama ve James, MacBeth, "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests", *Journal of Political Economy*, 81, 1973, pp. 607-636.

⁵³¹ Josef Lakonishok ve Alan Shapiro, "Systematic Risk, Total Risk and Size as Determinants of Stock Market Returns", *Journal of Banking and Finance*, 10, 1986, pp. 115-132.

⁵³² Fama ve French, 1992, pp. 427-465.

⁵³³ C.W. Chui ve K.C. Wei "Book-to-Market, Firm Size, and The Turn-Of-The-Year Effect: Evidence From Pacific-Basin Emerging Markets", *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 1998, pp.275-293.

⁵³⁴ S.P. Kothari, Jay Shanken ve Richard G. Sloan, "Another Look At The Cross Section of Expected Returns", *Journal of Finance*, 50, 1995, pp.185-224.

⁵³⁵ G.N. Pettengill, S. Sundaram ve I. Mathur, "The Condition Relation Between Beta and Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 1995, pp.101-116.

⁵³⁶ J. Fletcher, "An Examination of The Cross-Sectional Relationship of Beta And Return: UK Evidence", *Journal of Economics and Business*, 49, 1997, pp.211-221.

⁵³⁷ Lau, vd., pp.207-222

⁵³⁸ Pettengill, vd., pp.101-116.

⁵³⁹ J. Michael Geringer, Paul W. Beamish ve Richard C. DaCosta, "Diversification Strategy and Internationalization: Implications for MNE Performance," *Strategic Management Journal*, 10(2), 1989, pp.109-19.

⁵⁴⁰ J. Michael Geringer, Stephen Tallman ve David M. Olsen, "Product and Geographic Diversification Among Japanese Multinational Firms," *Strategic Management Journal*, 21(1), 2000, pp.51-80.

⁵⁴¹ Robert M. Grant, "Multinationality and Performance Among British Manufacturing Firms," *Journal of International Business Studies*, 18(1), 1987, pp.79-89.

Jammine ve Thomas (1988)⁵⁴², Lu ve Beamish (2001)⁵⁴³, Tallman ve Li 1996⁵⁴⁴). Çalışmada da, bu oran kullanılmıştır.

-Nakit Akımları

Chan, Hamao ve Lakonishok (1991)⁵⁴⁵, çalışmalarında nakit akımlarıyla hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Basu (1977)⁵⁴⁶, Banz (1981)⁵⁴⁷, Rosenberg vd., (1985)⁵⁴⁸, Lakonishok vd., (1994)⁵⁴⁹ çalışmalarında nakit akımlarının piyasa fiyatına oranı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişkiler bulmuştur.

Çalışma kapsamında şirketlerin nakit akımlarının piyasa değerlerine oranı kullanılmıştır.

-Momentum ve Zıtlık

Jegadeesh ve Titman (1993)⁵⁵⁰, Cleary ve Inglis (1998)⁵⁵¹, Hon ve Tonks (2002)⁵⁵² ve Gunasekarage ve Kot (2007)⁵⁵³ yaptıkları çalışmalarda momentum stratejisini destekleyen çalışmalar sunarken, De Bondt ve Thaler (1985)⁵⁵⁴, Jegadeesh ve Titman (1995)⁵⁵⁵, Mun, Vasconcellos ve Kish (2000)⁵⁵⁶ gibi çalışmalar ise zıtlık stratejini destekleyen sonuçlar sunmuşlardır.

⁵⁴² Robert M. Grant, P. Jammine Azar ve H. Thomas “Diversity, Diversification, and Profitability Among British Manufacturing Firms,” *Academy of Management Journal*, 31(4), 1988, pp.771–801.

⁵⁴³ Jane W. Lu ve Paul W. Beamish, “The Internationalization and Performance of SMEs,” *Strategic Management Journal*, 22 (6–7), 2001, pp.565–86.

⁵⁴⁴ Stephan Tallman ve Jiatao Li, “Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms,” *Academy of Management Journal*, 39(1), 1996, pp.179–96.

⁵⁴⁵ Chan, Hamao ve Lakonishok, pp.1739-1764.

⁵⁴⁶ Basu, S., 1977, pp.663–682.

⁵⁴⁷ Banz, pp.3-18.

⁵⁴⁸ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9-17.

⁵⁴⁹ Lakonishok, vd., pp.1541–1578.

⁵⁵⁰ N. Jegadeesh ve S. Titman, “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications For Stock Market Efficiency,” *The Journal of Finance*, 48(1), 1993, pp.65-91.

⁵⁵¹ J. Cleary ve A. Inglis “Momentum in Canadian Stock Returns,” *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 15(3), 1998, pp.279-281.

⁵⁵² M. T. Hon ve I. Tonks, “Momentum in The UK Stock Market,” *Journal of Multinational Finance Management*, 13, 2002, pp.43-70.

⁵⁵³ A. Gunasekarage ve H. W. Kot, “Return-Based Investment Strategies in The New Zealand Stock Market: Momentum Wins,” *Pacific Accounting Review*, 19(2), 2007, pp.108-124.

⁵⁵⁴ W. F. M De Bondt ve R. Thaler “Does The Stock Market Overreact?,” *Journal of Finance*, 40(3), 1985, pp.793-805.

⁵⁵⁵ N. Jegadeesh ve S. Titman “Overreaction, Delayed Reaction and Contrarian Profits,” *The Review of Financial Studies*, 8(4), 1995, pp.973-993.

⁵⁵⁶ J. C. Mun, G. M. Vasconcellos ve R. Kish “Tests of The Contrarian Investment Strategy Evidence From The French and German Stock Markets,” *International Review of Financial Analysis*, 8(3), 1999, pp.215–234.

Çalışmada momentum ve zıtlık etkisini ölçmek için, Yang vd.(2010)⁵⁵⁷ çalışmasında kullandığı hisse senetlerinin geçmiş getirileri kullanılmıştır.

3.3.2. Firma Dışı Faktörler

-Faiz Oranı

Flannery ve James (1984)⁵⁵⁸, Cook ve Hahn (1988)⁵⁵⁹, Bae (1990)⁵⁶⁰, Fung ve Lie (1990)⁵⁶¹, Kwan (1991)⁵⁶², Gjerde ve Saettem (1999)⁵⁶³, Achsani ve Strohe (2002)⁵⁶⁴, Uddin ve Alam (2007)⁵⁶⁵, Liu ve Shrestha (2008)⁵⁶⁶ ve Aydemir, Demirtaş ve Demirhan (2009)⁵⁶⁷ tarafından yapılan farklı çalışmalarda, faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimlerin hisse senetleri getirilerini açıklama gücünün bulunduğunu ve bu etkinin negatif yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faiz oranı değişkeni olarak; bankalarca TL üzerinden açılan kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları kullanılmıştır.

-Enflasyon

Lintner (1975)⁵⁶⁸, Bodie (1976)⁵⁶⁹, Nelson (1976)⁵⁷⁰, Jaffe ve Mandelker (1976)⁵⁷¹, Fama ve Schwert (1977)⁵⁷², Chen vd. (1986)⁵⁷³, Asprem (1989)⁵⁷⁴, Bottazzil ve Corradi (1991)⁵⁷⁵, McCarthy, Najand ve Seifert (1990)⁵⁷⁶, Groenewold vd. (1997)⁵⁷⁷,

⁵⁵⁷ Chau-Chen Yang, Cheng-Few Lee, Yan-Xiang Gu ve Yen-Wen Lee, “Co-Determination of Capital Structure and Stock Returns—A LISREL Approach An Empirical Test of Taiwan Stock Markets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 2010, pp. 222–233.

⁵⁵⁸ Flannery ve James, pp. 1141-1153.

⁵⁵⁹ Cook ve Hahn, pp. 167–180.

⁵⁶⁰ Bae, pp.71-79.

⁵⁶¹ H.G. Fung ve C.J. Lie., *Stock Market and Economic Activities: A Casual Analysis*, Pacific-Basin Capital Markets Research, Amsterdam 1990.

⁵⁶² Kwan, S., pp.61-76.

⁵⁶³ Gjerde ve Saettem, pp. 61-74.

⁵⁶⁴ N. Achsani ve H.G. Strohe, “Stock Market Returns and Macroeconomic Factors, Evidence from Jakarta Stock Exchange of Indonesia 1990-2001”, Universität Potsdam, *Wirtschaftsund Sozialwissenschaftliche Fakultät, Discussion Paper*, 2002.

⁵⁶⁵ Uddin ve Alam, pp.123-132.

⁵⁶⁶ Liu ve Shrestha, pp.744-755.

⁵⁶⁷ Aydemir, vd., pp.393-413.

⁵⁶⁸ Lintner, pp.259-280.

⁵⁶⁹ Bodie, pp. 459–470.

⁵⁷⁰ Nelson, pp.471-483.

⁵⁷¹ Jaffe ve Mandelker, pp. 447–458.

⁵⁷² Fama ve Schwert, pp.115-146.

⁵⁷³ Chen, vd., pp. 83-403.

⁵⁷⁴ Asprem, pp.589-612.

⁵⁷⁵ Bottazzil ve Corradi, pp.335-341.

⁵⁷⁶ McCarthy, vd., pp.251-263.

⁵⁷⁷ Groenewold, vd., pp.127-136.

Spyrou (2001)⁵⁷⁸ yaptıkları çalışmalarda, enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasında negatif ilişkiye dikkat çekmişlerdir. Diğer taraftan, Firth(1979)⁵⁷⁹, Graham (1996)⁵⁸⁰, Caporale ve Jung (1997)⁵⁸¹, Choudhry (1998)⁵⁸², Sangbae ve In (2004)⁵⁸³, Lutz (2007)⁵⁸⁴ yaptıkları çalışmalarda, Fisher hipotezini destekler nitelikte enflasyon ve hisse senedi arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Enflasyon değişkeni olarak tüketici fiyatları endeksi (tüfe) kullanılmıştır.

-Döviz Kuru

Aggarwal (1981)⁵⁸⁵, Solnik (1987)⁵⁸⁶, Roll (1992)⁵⁸⁷, Smith (1992)⁵⁸⁸, Phylaktis ve Ravazzollo (2005)⁵⁸⁹ hisse senedi fiyatları ile döviz kuru değişkenleri arasında pozitif bir ilişkinin varlığından bahsederken, Soenen ve Hennigar (1988)⁵⁹⁰, Goodwin, Farsio ve Willett (1992)⁵⁹¹, Kim (2003)⁵⁹² bu değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Chow vd., (1997)⁵⁹³, Bahmani ve Sohrabian (1992)⁵⁹⁴, Nieh ve Lee (2001)⁵⁹⁵, Ozair (2006)⁵⁹⁶ ise hiçbir ilişkinin var olmadığını belirtmişlerdir.

Döviz kuru değişkeni olarak ABD doları satış fiyatları kullanılmıştır.

-Dış Ticaret Dengesi

Dizdarlar ve Derindere (2008)⁵⁹⁷, Ali (2010)⁵⁹⁸, hisse senedi fiyatlarıyla, dış ticaret dengesi arasında anlamlı ilişki bulamazken, Yılmaz vd. (2006)⁵⁹⁹, Özer vd.

⁵⁷⁸ Spyrou, pp. 447-50.

⁵⁷⁹ Firth, pp.743-749.

⁵⁸⁰ Graham, pp. 29-35.

⁵⁸¹ Caporale ve Jung, pp. 265-66.

⁵⁸² Choudhry, pp. 75-96.

⁵⁸³ Sangbae ve In, pp.435-444.

⁵⁸⁴ Lutz, pp.1-7.

⁵⁸⁵ Aggarwal, pp.7-12.

⁵⁸⁶ Solnik, pp.141-149.

⁵⁸⁷ Roll, pp.3-41.

⁵⁸⁸ Smith, pp.607-629.

⁵⁸⁹ Phylaktis ve Ravazzolo, pp.1031-1053.

⁵⁹⁰ Soenen ve Hennigar, pp.7-16.

⁵⁹¹ Goodwin, vd., pp.899-906.

⁵⁹² Kim, pp.301-313.

⁵⁹³ Chow, vd., pp.105-123.

⁵⁹⁴ Bahmani ve Sohrabian, pp.459-464.

⁵⁹⁵ Nieh ve Lee, pp. 477-490.

⁵⁹⁶ A. Ozair, *Causality Between Stock Prices and Exchange Rates: A Case of The United States*, (Master of Science Thesis), Florida Atlantic University, Florida 2006.

⁵⁹⁷ Dizdarlar ve Derindere, ss. 113-124.

⁵⁹⁸ Ali, Imran, Ur Rehman, Kashif, Yilmaz, Ayse Kucuk, Khan, Muhammad Aslam ve Afzal, Hasan, "Causal Relationship Between Macro Economic Indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan", *African Journal of Business Management*, 4(3), 2010, pp. 312-319.

⁵⁹⁹ Yılmaz, vd., ss.1-16.

(2011)⁶⁰⁰ yapılan çalışmalar sonucunda anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Bhattacharya (2002)⁶⁰¹, Hindistan’da yaptığı araştırmada hisse senetleriyle dış ticaret dengesi arasında negatif ilişki bulmuştur.

Dış ticaret dengesi değişkeni, TCMB tarafından hazırlanan ödemeler dengesi ayrıntılı sunumundan elde edilmiştir.

-Altın Fiyatları

Atan vd. (2005)⁶⁰², Albeni ve Demir (2005)⁶⁰³, Zengin (2009)⁶⁰⁴, Türkiye’de hisse senedi fiyatları ile altın fiyatları arasında pozitif ilişkiler bulunmuşken, Demir ve Yağcılar (2009)⁶⁰⁵ çalışmalarında Türkiye’de hisse senedi getirileri ile altın fiyatları arasında negatif ilişki bulmuşlar ve altının hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olduğunu iddia etmişlerdir. Büyüksalvarcı (2010)⁶⁰⁶ çalışmasında ise altın fiyatları ile İMKB-100 endeksi arasında hiçbir ilişki bulamamıştır.

Çalışmada, altın fiyatlarının temsilen bir ons altının Londra satış fiyatı kullanılmıştır

-Para Arzı

Hisse senedi fiyatlarının para arzını etkilediği görüşü ise ilk olarak Cooper (1974)⁶⁰⁷, Rozeff (1974)⁶⁰⁸ tarafından iddia edilmiştir. Homa ve Jaffe (1971)⁶⁰⁹, Keran (1971)⁶¹⁰, Malkiel ve Quandt (1972)⁶¹¹, Hamburger ve Kochin (1972)⁶¹², Kraft ve Kraft

⁶⁰⁰ Özer, vd., ss.163-182

⁶⁰¹ Bhattacharya ve Mukherjee, pp.1-21.

⁶⁰² Atan M., Derviş B.ve Murat K., “Arbitraj Fiyatlama Yaklaşımının İMKB’de Test Edilmesi”, 9. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Kapadokya / Nevşehir 2005.

⁶⁰³ Albeni ve Demir, ss.1-18.

⁶⁰⁴ N. Zengin, *Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler ile İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2009.

⁶⁰⁵ Yusuf Demir ve Gamze Göçmen Yağcılar, İMKB’de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Belirlenmesi, *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1/2, 2009, ss.36-51.

⁶⁰⁶ Ahmet Büyüksalvarcı, “The Effects of Macroeconomics Variables on Stock Returns: Evidence from Turkey”, *European Journal of Social Sciences*, 14(3), 2010, pp.404-416.

⁶⁰⁷ Cooper, pp. 887-908.

⁶⁰⁸ Rozeff, pp.245-302.

⁶⁰⁹ K.E. Homa ve D.M. Jaffee, “The Supply of Money and Common Stock Prices”, *Journal of Finance*, 26(5), 1971, pp.1056-66.

⁶¹⁰ M. W. Keran, “Expectations, Money and the Stock Market”, *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, January, 1971, pp. 16-31.

⁶¹¹ B. G. Malkiel ve R. E. Quandt, “The Supply of Money and Common Stock Prices: Comment”, *Journal of Finance*, 5, 1972, pp. 921-926.

(1977)⁶¹³, Mukherjee ve Naka (1995)⁶¹⁴, Kwon ve Shin (1999)⁶¹⁵, Maysami ve Koh (2000)⁶¹⁶ yaptıkları çalışmalarda para arzı ile hisse senetleri arasında pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Berkman (1978)⁶¹⁷, para arzındaki beklenmedik artışın hisse senedi fiyatlarını düşüreceğini iddia etmiştir. Cooper (1974)⁶¹⁸, Nozar ve Taylor (1988)⁶¹⁹ tarafından yapılan çalışmalarda ise para arzındaki artışın hisse senedi fiyatlarını etkilemeyeceğini ileri sürmüşlerdir.

Para arzı değişkeni olarak, M1 kullanılmıştır.

-Petrol Fiyatları

Sadorsky (1999)⁶²⁰ Amerika'daki tüm hisse senedi getirileri ile petrol fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir. Özellikle petrol fiyatlarındaki değişimin asimetrik etkisine dikkat çekmiştir: petrol fiyatlarındaki artışın, azalıştan daha fazla ekonomi üzerinde etkisi olduğunu savunmuşlardır. Kandır (2008)⁶²¹ Türkiye üzerinde yaptığı çalışmada hisse senedi getirileri ile petrol fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olmadığını bulmuştur. Eryiğit (2009)⁶²² çalışmasında petrol fiyatlarıyla İMKB'deki alt sektör endeksleriyle ilişkisini araştırmış ve bankalar, leasing ve faktoring şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklığı dışındaki tüm sektör endeksleriyle anlamlı ilişki bulmuştur.

Çalışmada, Brent petrol fiyatları kullanılmıştır.

⁶¹² M. J. Hamburger ve L. A. Kochin, "Money and Stock Prices: The Channels of Influence", *Journal of Finance*, 27(2), 1972, pp. 231-249.

⁶¹³ J. Kraft ve A. Kraft, "Determinants of Common Stock Prices: A Time Series Analysis", *Journal of Finance*, 32(2), 1977, pp. 417-425.

⁶¹⁴ T.K. Mukherjee ve A. Naka, "Dynamic Relations Between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model", *Journal of Financial Research*, 18(2), 1995, pp.223-237.

⁶¹⁵ C.S. Kwon ve T.S. Shin, "Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns", *Global Finance Journal*, 10(1), 1999, pp. 71-81.

⁶¹⁶ R.C. Maysami ve A.T.S. Koh, "Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market", *International Review of Economics and Finance*, 9, 2000, pp. 79-96.

⁶¹⁷ N. G. Berkman, "On the Significance of Weekly Changes in M1," *New England Economic Review*, 1978, pp.5-22.

⁶¹⁸ Cooper, pp. 887-908.

⁶¹⁹ Nozar ve Taylor, pp.103-161.

⁶²⁰ P. Sadorsky, "Oil Price Shocks and Stock Market Activity", *Energy Economics*, 2, 1999, pp. 449-469

⁶²¹ Serkan Yılmaz Kandır, "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 16, 2008, pp.35-45.

⁶²² Mehmet Eryiğit, "Effects of Oil Price Changes on the Sector Indices of İstanbul Stock Exchange", *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, 2009, pp.209-216.

-Sanayi Üretim Endeksi

Geske ve Roll (1983)⁶²³, Chen vd. (1986)⁶²⁴, Fama (1990)⁶²⁵, Cochrane (1991)⁶²⁶ ve Lee (1992)⁶²⁷ yaptıkları çalışmalarda sanayi üretim endeksiyle hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu iddia etmişlerdir. Mukherjee ve Naka (1995)⁶²⁸ çalışmalarında Japonya’da sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve iki değişken arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Kasman (2006)⁶²⁹ çalışmasında, Türkiye’de sanayi üretimi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkide, sanayi üretiminden hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisine ulaşmıştır. Akkum ve Vuran (2005)⁶³⁰ çalışmada, İMKB ile sanayi üretim endeksi arasında beklenen yönde ilişki tespit edilememiştir.

Sanayi üretim endeksi, Tuik tarafından hesaplanan endeks kullanılmıştır.

-Yabancı Portföy Yatırımları

Merton (1987)⁶³¹ yatırımcı tabanında, yabancı portföy yatırımcılarının gelmesi sonucunda oluşan bir artış, riskin paylaşımı nedeniyle risk primlerinde bir azalışa neden olacaktır. Azalan risk primi sayesinde hisse senetleri fiyatlarında kalıcı bir artış gerçekleşeceğini iddia etmiştir. Clark ve Berko (1997)⁶³², yabancı yatırımların süreklilik arz etmesi nedeniyle, pazarda zamanla bu yatırımlara verilen tepkiler önceden fiyatlara yansıtılacağını iddia etmiştir. Başka bir ifadeyle, önceden ne kadar yabancı yatırım geleceğini tahmin eden yerel yatırımcılar, fiyat değerlemelerini ona göre yapacak ve beklenen oranda bir giriş yaşandığında ise bu giriş fiyatlar üzerinde anlamlı bir düzeyde etkili olmayacaktır. Ancak, şok yada sürpriz bir şekilde, önceden öngörülemeyen yabancı sermaye girişleri piyasada bir fiyat tepkisi ile karşılaşacaktır. Cutler vd.,

⁶²³ Geske ve Roll, pp.1-33.

⁶²⁴ Chen, vd., pp. 83-403.

⁶²⁵ E. F. Fama, “Stock Returns, Expected Returns and Real Activity”, *Journal of Finance*, 45(4), 1990, pp.1089-1108.

⁶²⁶ J.H. Cochrane, “Production Based Asset Pricing and the Link Between Stock Returns and Economic Fluctuations”, *Journal of Finance*, 46, 1991, pp.209-237.

⁶²⁷ Lee, pp.1591-1603.

⁶²⁸ Mukherjee ve Naka, pp.223-237.

⁶²⁹ S. Kasman, “Hisse Senetlerinin Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir İlişki Var mı?”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 238, 2006, ss.88-99.

⁶³⁰ T. Akkum ve B. Vuran, “Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Analizi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 20(233), 2005, ss.28-45

⁶³¹ Merton, pp. 483-510.

⁶³² Clark ve Berko, pp.1-50.

(1990)⁶³³, ne göre Piyasada davranışlarını önceki dönemlerde gerçekleşen fiyat hareketlerine göre belirleyen yatırımcılara geribildirim işlemcisi (feedback trader) denilmektedir. pozitif geribildirim işlemcisi olan bir yatırımcı piyasa yükselirken hisse senedi alımı yapmakta, düşerken ise satışa geçmektedir. Portföy yatırımlarındaki oynaklığın ve bir ülkeden diğerine hızla hareket ediyor olmasının nedeni bu tür yabancı yatırımcıların izlediği yatırım stratejisine bağlanmaktadır.

Dahlquist ve Robertsson (2004)⁶³⁴ tarafından yapılan çalışmada, Yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ile piyasa getirisi arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Çetenak (2006)⁶³⁵ tarafından yapılan çalışmada, İMKB’de yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Çatıkkas ve Okur (2008)⁶³⁶ yabancı yatırımcıların işlemleri ile İMKB işlem hacmi ve İMKB Ulusal 100 Endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit etmişlerdir. Sarılı (2010)⁶³⁷, çalışmalarında yabancı yatırım miktarı’nda meydana gelen %1’lik bir artış, İMKB-100 endeksinde pozitif yönde % 0.23’lük bir artışa neden olacağı sonucuna ulaşmışlardır. Yabancı portföy yatırımları değişkeni, TCMB tarafından hazırlanan ödemeler dengesi ayrıntılı sunumundan elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve kısaltmaları Tablo 3.1’de sunulmuştur.

⁶³³ D.M. Cutler, J.M. Poterba ve L.H. Summers, “Speculative Dynamics and the Role of Feedback Traders”, *American Economic Review*, 80, 1990, pp.63–68.

⁶³⁴ M. Dahlquist ve G. Robertsson, “A Note on Foreigners’ Trading and Price Effects Across Firms,” *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004, pp.615-632.

⁶³⁵ Emin Hüseyin Çetenak, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Konya 2006.

⁶³⁶ Özgür Çatıkkas ve Mustafa Okur, “İMKB’de Yabancı Yatırımcılar ve İMKB Ulusal 100 Endeksi Üzerine Etkileri”, *Möдав Dergisi*, 3, 2008, ss.161-178.

⁶³⁷ Sarılı, 2010.

Tablo 3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları

DEĞİŞKENLER	KISALTMALARI
Hisse Senedi Getirileri	GETİRİ
Kâr Payı	
Hisse Başı Kâr Payı	HBK
Sermaye Yapısı	
Toplam Borç/Toplam Kaynak	SY1
Toplam Borç/ Öz Sermaye	SY2
Kurumsal Yönetim	
En büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payının toplam özsermayeye oranı	EBO
Halkın şirket üzerindeki sermaye payını ifade eden halka açıklık oranı	HAO
Yöneticilerin sahip olduğu sermaye oranı	YSAH
Yabancı yatırımcının sermayedeki payı	YAPPAY
Kârlılık	
Brüt Kâr Marjı	BKM
Net Kâr Marjı	NKM
Aktif Getiri Oranı	AGO
Öz Sermaye Getiri Oranı	ÖGO
Likidite	
Cari Oran	CO
Asit-Test Oranı	ATO
Entelektüel Sermaye	
Entelektüel Katma Değer Katsayısı	EKDK
Borsa Performansı	
Defter Değeri /Piyasa Değeri Oranı	DDPD
Kazanç/Fiyat Oranı	KF
Tobin-Q	TOBQ
Firma Büyüklüğü	
Aktiflerin Doğal Logaritması	BUY
Finansal Performans	
Ekonomik Katma Değer	EKD
Beta	BETA
Uluslararasılaşma	
Yurtdışı satışlar/ Net Satışlar	YDISI
Nakit akımları	
Nakit akımları/Piyasa Değeri	NAKIM
Momentum ve Zıtlık	
Hisse Senedi Getirileri Gecikmeli Değerleri	GETİRİ(-1)
Altın Fiyatları	AF
Döviz Kuru	DK
Dış Ticaret Dengesi	DTD
Faiz Oranı	FO
Para Arzı	M1
Petrol Fiyatları	PF
Sanayi Üretim Endeksi	SUE
Tüketici Fiyat Endeksi	TUFE
Yabancı Portföy Yatırımları	YPY

3.4 ARAŞTIRMA BULGULARI

Daha önce de belirtildiği gibi, İMKB imalat sektöründeki çalışma döneminde devamlılığını sağlayan ve bilgilerine ulaşılabilen 113 firmanın hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörleri 2002:Q1-2011:Q3 dönemleri için araştıran bu çalışmada panel veri analizi kullanılmaktadır. Bu çerçevede havuz model, sabit etkiler modeli, tesadüfî etkiler modeli ve genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) tahmin yöntemleri kullanılmaktadır. Bu yöntemler EViews 7.1 ve Stata 10 paket programları kullanılarak uygulanmıştır. Önceki kısımlarda, kullanılan değişkenler ve panel veri analizine ilişkin açıklama ve tahmin prosedür hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümde alternatif sonuçlarına ilişkin bulgular tartışılacaktır.

İmalat sanayinin dışında, İMKB’de farklı sektörde faaliyet gösteren firmaların verilerine de ulaşılabilmektedir. Ancak bu sektörlerde faaliyet gösteren firmaların finansal yapılarının ve raporlama sistemlerinin imalat sanayindekilerden farklı olması nedeniyle sadece imalat sanayi firmaları incelenmektedir. Çalışmada 2002-2011 döneminin seçilmesinin nedeni ise 2002’den önceki kriz dönemleri dışlanması ve 2002’den sonra Türkiye’de ekonomik anlamda yakalanan istikrar döneminin incelenmesidir. Çalışma döneminde de kriz olduğu için, çalışma modeline geçmeden önce krizin dönemi ve doğrudan etkisi araştırılmıştır. İMKB imalat sektörü endeks getirisine bakarak, krizin etkili olduğu dönemin 2008’in son çeyreği ve 2009’un ilk iki çeyreği olduğu belirlenmiştir. Krizin etkisini belirlemek için, kriz dönemine 1, krizin olmadığı dönemlere 0 değeri verilerek bir gölge değişken oluşturulmuş ve krizin doğrudan etkisi araştırılmıştır. Araştırma sonucunda krizin % 22 negatif ve anlamsız bir etkisinin olduğu görülmüştür. Bundan dolayı 2008 krizi dışlanarak çalışma modellenmiştir.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlere ait betimleyici istatistikler Tablo 3.2’de sunulmuştur. Bu tabloda değişkenlere ait minimum, maksimum, ortalama değerlere ve standart sapmalarına yer verilmiştir.

Tablo 3.2. Bağımsız Değişkenlere Ait Temel İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
AGO	0.04426	0.23687	-0.17310	0.08169
ATO	1,41349	5,43438	0,25139	1,04679
BETA	0,98711	2,01827	0,17935	0,34725
BKM	0,21186	1,75048	-0,13513	0,23798
BUYUKLUK	18,96815	22,15367	14,93017	1,72226
CO	1,96932	6,56575	0,44727	1,22851
DDPD	1,15892	9,43981	6.17E-07	1,02865
EBO	0,54379	0,9507	0,087	0,18903
EKD	32103657	4.38E+08	-1.78E+08	89383883
EKDK	12,83535	67,59771	-5,18861	9,89366
HAO	0,16739	0,7899	0	0,10952
HBK	0,74288	18,9	0	3,13371
KF	0,03322	0,75306	-1,16782	0,23706
NAKIM	0,15902	1,67320	-0,96363	0,34831
NKM	0,03636	0,29668	-0,23582	0,08833
OGO	0,03796	0,50369	-1,19798	0,25708
SY1	0,47611	0,91272	0,13184	0,19256
SY2	1,34903	10,45833	0,15187	1,45996
TOBQ	17,80335	1078,082	0,33811	122,81550
YABPAY	0,13135	0,8404	0	0,23397
YDISI	0,29323	0,98083	0	0,27082
YONSAH	0,04607	0,35200	0	0,10173
AF	746,60933	1765,9	281,5	398,93020
DK	1,44134	1,78651	1,170436	0,13494
DTD	-3227,95	347	-9098	2140,21
FO	22,86104	67,28154	8,24765	12,7014
M1	45729997	1.05E+08	10697667	25512648
PF	63,52576	122,7855	24,75	28,00694
SUE	130,94360	155,8800	93,8	16,41759
TUFE	134,84020	188,69	76,16497	32,56264
YPY	179,26270	1909	-1365	520,7059

Çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılan hisse senedi getirilerinin firma içi ve firma dışı faktörlerle olan ilişkisini araştırmak için ilk önce bir değer fonksiyonu oluşturulmuştur.

$$Y_{it} = f(X_{1,it}, X_{2,it}, X_{3,it}, \dots, X_{31,it})$$

Y_{it} = i işletmesinin t dönemindeki hisse senedi getirisini,
 $X_{1,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki hisse başı kâr payını,
 $X_{2,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki toplam borç/ toplam kaynak oranını,
 $X_{3,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki toplam borç/ özsermaye oranını,
 $X_{4,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payının toplam özsermayeye oranını,
 $X_{5,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki halka açıklık oranını,
 $X_{6,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki yöneticilerin sahip olduğu sermaye oranını,
 $X_{7,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki yabancı yatırımcının sermayedeki payını,
 $X_{8,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki brüt kâr marjını,
 $X_{9,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki net kâr marjını,
 $X_{10,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki cari oranını,
 $X_{11,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki asit-test oranını,
 $X_{12,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki entellektüel sermayesini,
 $X_{13,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki defter değeri/ piyasa değerini,
 $X_{14,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki kazanç/ fiyat oranını,
 $X_{15,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki firma büyüklüğünü,
 $X_{16,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki ekonomik katma değerini,
 $X_{17,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki tobin-q oranını,
 $X_{18,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki betasını,
 $X_{19,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki yurtdışı satışlar/ net satışlar oranını,
 $X_{20,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki nakit akımlarını,
 $X_{21,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki aktif getiri oranını,
 $X_{22,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki özsermaye oranını
 $X_{23,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki tüketici fiyat endeksini,
 $X_{24,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki faiz oranlarını,
 $X_{25,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki döviz kurunu,
 $X_{26,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki altın fiyatlarını,
 $X_{27,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki petrol fiyatlarını,
 $X_{28,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki dış ticaret dengesini,
 $X_{29,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki sanayi üretim endeksini,
 $X_{30,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki para arzını,
 $X_{31,it}$ = i işletmesinin t dönemindeki ülkedeki yabancı portföy yatırımlarını,

ifade etmektedir.

Oluşturulan fonksiyondaki değişkenlerin tanımlarından da anlaşılacağı üzere, kullanılan veri seti panel veridir. Veri setinde yer alan değişkenler 113 işletme için olup 2002:Q1 ile 2011:Q3, dönemi için çeyreklik gözlem değerleri kullanılmıştır. Böylece veri seti aşağıdaki şekilde oluşmuştur:

$$i= 1,2,3,\dots,113$$

$$t= 2002:Q1, \dots, 2011:Q3$$

$$n= 113*39= 4407$$

Panel veri yöntemi kullanılarak hisse senedi getirileri ile yukarıda değer fonksiyonunda verilen değişkenler arasındaki ilişki aşağıdaki eşitlikteki gibi irdelenmiştir.

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 (X_{1,it}) + \beta_2 (X_{2,it}) + \beta_3 (X_{3,it}) + \dots + \beta_{31} (X_{31,it}) + \varepsilon_{it}$$

Yukarıdaki eşitlikte kullanılan firma içi ve firma dışı değişkenler arası korelasyon tabloları aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.3. Firma İçi Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	AGO	ATO	BETA	BKM	BUY	CO	DDPD	EBO	EKD	EKDK	HAO
AGO	1,000	0,099	0,178	0,036	-0,013	0,119	-0,008	-0,071	0,003	0,223	0,091
ATO	0,099	1,000	0,116	0,023	-0,177	0,873	0,141	-0,164	-0,117	0,336	0,146
BETA	0,178	0,116	1,000	-0,030	-0,099	0,121	-0,013	-0,003	0,085	0,113	-0,011
BKM	0,036	0,023	-0,030	1,000	-0,191	0,004	-0,246	0,113	-0,015	-0,043	-0,154
BUY	-0,013	-0,177	-0,099	-0,191	1,000	-0,186	0,357	0,235	0,054	0,176	0,075
CARI	0,119	0,873	0,121	0,004	-0,186	1,000	0,117	-0,146	-0,113	0,375	0,157
DDPD	-0,008	0,141	-0,013	-0,246	0,357	0,117	1,000	-0,258	-0,007	0,126	-0,008
EBO	-0,071	-0,164	-0,003	0,113	0,235	-0,146	-0,258	1,000	-0,062	-0,043	0,043
EKD	0,003	-0,117	0,085	-0,015	0,054	-0,113	-0,007	-0,062	1,000	0,103	-0,003
EKDK	0,223	0,336	0,113	-0,043	0,176	0,375	0,126	-0,043	0,103	1,000	0,073
HAO	0,091	0,146	-0,011	-0,154	0,075	0,157	-0,008	0,043	-0,003	0,073	1,000
HBK	0,349	0,255	0,016	0,016	-0,057	0,239	0,021	0,041	-0,138	0,024	0,211
KF	0,239	0,205	0,085	0,058	0,032	0,239	-0,011	-0,008	0,345	0,472	0,008
NAKIM	0,171	0,127	0,017	-0,100	0,124	0,120	0,331	-0,267	0,023	0,250	0,014
NKM	0,390	0,352	0,194	0,150	0,005	0,379	0,012	-0,003	0,275	0,493	0,006
OGO	0,296	0,174	0,104	0,015	-0,044	0,219	-0,048	-0,088	0,280	0,452	0,027
SY1	-0,252	-0,607	-0,150	0,103	0,020	-0,484	-0,178	0,219	-0,093	-0,436	-0,186
SY2	-0,225	-0,340	-0,094	0,089	0,042	-0,412	-0,153	0,248	-0,174	-0,366	-0,089
TOBQ	0,081	0,009	0,039	-0,066	-0,279	-0,009	-0,167	-0,083	0,362	-0,027	0,069
YABPAY	0,199	0,435	0,099	-0,006	-0,105	0,381	-0,150	0,090	-0,092	0,280	0,276
YDISI	0,084	-0,278	0,073	-0,063	-0,071	-0,228	0,072	-0,069	-0,142	0,184	-0,141
YSAH	0,020	-0,145	0,026	-0,154	-0,125	-0,097	0,152	-0,654	0,216	-0,005	-0,027

Tablo 3.4. Firma İçi Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	HBK	KF	NAKIM	NKM	OGO	SY1	SY2	TOBQ	YABPAY	YDISI	YSAH
AGO	0,349	0,239	0,171	0,390	0,296	-0,252	-0,225	0,081	0,199	0,084	0,020
ATO	0,255	0,205	0,127	0,352	0,174	-0,607	-0,340	0,009	0,435	-0,278	-0,145
BETA	0,016	0,085	0,017	0,194	0,104	-0,150	-0,094	0,039	0,099	0,073	0,026
BKM	0,016	0,058	-0,100	0,150	0,015	0,103	0,089	-0,066	-0,006	-0,063	-0,154
BUY	-0,057	0,032	0,124	0,005	-0,044	0,020	0,042	-0,279	-0,105	-0,071	-0,125
CO	0,239	0,239	0,120	0,379	0,219	-0,484	-0,412	-0,009	0,381	-0,228	-0,097
DDPD	0,021	-0,011	0,331	0,012	-0,048	-0,178	-0,153	-0,167	-0,150	0,072	0,152
EBO	0,041	-0,008	-0,267	-0,003	-0,088	0,219	0,248	-0,083	0,090	-0,069	-0,654
EKD	-0,138	0,345	0,023	0,275	0,280	-0,093	-0,174	0,362	-0,092	-0,142	0,216
EKDK	0,024	0,472	0,250	0,493	0,452	-0,436	-0,366	-0,027	0,280	0,184	-0,005
HAO	0,211	0,008	0,014	0,006	0,027	-0,186	-0,089	0,069	0,276	-0,141	-0,027
HBK	1,000	-0,096	0,095	0,242	0,043	-0,129	-0,040	-0,024	0,311	-0,066	-0,096
KF	0,095	1,000	0,275	0,749	0,755	-0,442	-0,538	-0,021	0,151	0,071	-0,010
NAKIM	0,095	0,275	1,000	0,375	0,367	-0,113	-0,213	-0,062	0,042	0,210	0,002
NKM	0,242	0,749	0,375	1,000	0,806	-0,503	-0,560	0,041	0,342	0,040	-0,110
OGO	-0,043	0,755	0,367	0,806	1,000	-0,482	-0,757	0,061	0,243	0,136	0,021
SY1	-0,128	-0,442	-0,113	-0,503	-0,482	1,000	0,821	-0,175	-0,602	0,098	-0,109
SY2	-0,039	-0,538	-0,213	-0,560	-0,757	0,821	1,000	-0,098	-0,358	-0,074	-0,167
TOBQ	-0,024	-0,021	-0,062	0,041	0,061	-0,175	-0,098	1,000	0,078	-0,151	-0,039
YABPAY	0,311	0,151	0,042	0,342	0,243	-0,602	-0,358	0,078	1,000	-0,453	-0,228
YDISI	-0,065	0,071	0,210	0,040	0,136	0,098	-0,074	-0,151	-0,453	1,000	0,132
YSAH	-0,096	-0,010	0,002	-0,110	0,021	-0,109	-0,167	-0,039	-0,228	0,132	1,000

Tablo 3.5. Firma Dışı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	AF	DK	DTD	FO	M1	PF	SUE	TUFE	YPY
AF	1,00	-0,03	-0,58	-0,57	0,57	0,40	0,33	0,64	0,17
DK	-0,03	1,00	-0,35	-0,23	0,41	-0,18	-0,15	0,29	-0,54
DTD	-0,58	-0,35	1,00	-0,45	-0,58	-0,54	-0,45	-0,82	0,16
FO	-0,57	-0,23	-0,45	1,00	-0,84	-0,43	-0,50	-0,89	-0,27
M1	0,57	0,41	-0,58	-0,84	1,00	0,26	0,29	0,97	-0,14
PF	0,40	-0,18	-0,54	-0,43	0,26	1,00	-0,35	0,80	-0,03
SUE	0,33	-0,15	-0,45	-0,50	0,29	-0,35	1,00	0,31	0,24
TUFE	0,64	0,29	-0,82	-0,89	0,97	0,80	0,31	1,00	-0,03
YPY	0,17	-0,54	0,16	-0,27	-0,14	-0,03	0,24	-0,03	1,00

Değişkenler arasındaki karşılıklı korelasyonu gösteren Tablo 3.3, Tablo 3.4 ve Tablo 3.5, modelin çoklu doğrusallık problemi taşıyıp taşımadığının saptanması amacı ile hesaplanmıştır. Modelin bağımsız değişkenlerin tamamı veya bir kısmı arasında tam veya tama yakın bir ilişkinin olması olarak tanımlanan çoklu doğrusallığın bulunması istenmeyen bir durumdur. Bu nedenle değişkenler arasında düşük korelasyon daha uygundur. Karşılıklı korelasyon tablosunda yer alan değerler (+1) ile (-1) arasında değer almaktadırlar ve katsayının önündeki işaret değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü ifade etmektedir. Tablo 3.3 ve Tablo 3.4’te firma içi değişkenler arası korelasyon tablosu incelendiğinde, net kâr marjı (NKM), öz sermaye getiri oranı (OGO) ve toplam borç/toplam kaynak oranı (SY1)’nin diğer değişkenlerle yüksek korelasyon ilişkisi tespit edilmiş ve modelden çıkarılmıştır. Tablo 5’te firma dışı değişkenler arası korelasyon tablosu incelendiğinde, tüketici fiyat endeksi (TUFE)’nin diğer değişkenlerle yüksek korelasyon ilişkisi tespit edilmiş ve modelden çıkarılmıştır.

Yukarıdaki korelasyon matrisinden görüldüğü üzere, bağımsız değişkenler arasında yüksek ilişkiler görülmektedir. Diğer değişkenlerle yüksek korelasyona sahip değişkenler modelden çıkarılmasına rağmen, modelde kalan değişkenler arasında da çeşitli derecelerde korelasyonlar mevcuttur. Bu yüzden değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı ilişkisi incelenmelidir. Panel veri setinin yapısından dolayı hem zaman boyutunun hem de yatay kesit boyutunun varlığından dolayı Ardışık Bağımlılık

(Otokorelasyon) problemi görülebilir. Veri setinde otokorelasyonun olup olmadığını anlamak için Wooldridge (2002)⁶³⁸ otokorelasyon testi yapılmıştır.

Tablo 3.6. Otokorelasyon Test Sonucu

Wooldridge Testi	F-Değeri	Olasılık
	1,136	0,3258

Tablo 3.6'daki Wooldridge otokorelasyon test istatistiği sonucuna göre, modelde “otokorelasyon yoktur” şeklinde kurulan boş hipotez reddedilememiştir. Diğer bir deyişle, denklemlerdeki hata terimleri arasında otokorelasyon problemi yoktur.

Panel veri setinin eşit varyanslı yani homoskedastik olduğu varsayılmakla birlikte bu varsayım, panel veri ile kurulacak modeller için kısıtlayıcı bir varsayımdır. Otokorelasyon analizinden sonra panel regresyon analizinin ön testlerinden birisi olan yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık gösterip göstermediği, Greene (2003)'nin LM testi⁶³⁹ ile araştırılmıştır. Greene'nin bu testinde boş hipotez aşağıdaki gibidir.

$$H_0 = \text{Tüm yatay kesit birimlerine ait hata terimleri eşvaryansa sahiptir}$$

Tablo 3.7. Değişen Varyans Test Sonucu

Greene Testi	Chi-Kare Değeri	Olasılık
	1167,45	0,0000

Greene'nin test istatistik sonuçlarına göre, H_0 reddedilmekte ve yatay kesit birimlerine ait hata terimleri değişen varyanslılık göstermektedir. Yapılan analizlerde değişken varyanslılık sorunu, White'ın yatay kesitsel kovaryans katsayısı yöntemi ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilmeye çalışılmıştır. Bu tahminci her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olduğu kadar aynı zamanda yatay kesitler arası korelasyon sorununa da bir çözüm getirecektir. Buna ek olarak, aynı boyuttaki değişken varyanslılığa izin vermek açısından yatay kesit ağırlıklı GLS yöntemi de eşanlı olarak kullanılmıştır. Ancak modelde hem değişen varyans, hem de içsel bağıntı sorunuyla

⁶³⁸ J. Wooldridge, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press, Cambridge 2002.

⁶³⁹ Greene, 2003.

karşılaşırsa, Arrelano'nun (1987) önerdiği düzeltme ile sağlıklı standart hatalara ulaşılabilir.

Bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle model kurulduktan sonra yapılması gereken ilk analiz serilerin durağanlığını araştırmak üzere birim kök testlerinin yapılmasıdır. Durağan olmayan serilerde ise bu sorunun giderilmesi, sahte regresyondan kaçınmak ve anlamlı sonuçlar elde etmek açısından oldukça önemlidir.

Panel birim kök testlerinin birçoğu, Dickey-Fuller birim kök testinden türetilmiş yaklaşımları önermektedir. Geleneksel birim kök testleri birim kök varlığını ifade eden hipotezin reddetmekte güçsüz kalmaktadır. Panel birim kök testlerinin geleneksel birim kök testlerine göre daha güçlü olmaları uygulamada avantajlar sağlamaktadır. Panel birim kök testleri ile, ele alınan panel için ortak bir birim kökün varlığı test edilmektedir. Panel birim kök testleri normal asimptotik dağılımlara sahiptir ve bireysel birim kök testleri ile karşılaştırıldığında ise testin gücü artmaktadır. Bu sebeplerden son yıllarda birçok yeni birim kök testi önerilmiştir. Panel veri çalışmalarında kullanılan birim kök testlerini iki kısımda incelemek mümkündür. Birinci grupta yer alan Im, Peseran, Shin (2003)⁶⁴⁰ ve Fisher odaklı testler (ADF ve PP testleri gibi), bireysel birim kök testleri olarak adlandırılmaktadır. Levin, Lin, Chu (2002)⁶⁴¹, Breitung (2000)⁶⁴² ve Hadri (2000)⁶⁴³ birim kök testleri ise ortak birim kök testleri olarak anılmaktadır.

Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002)⁶⁴⁴ testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, bunun dışında her birim için ADF Fisher Ki-Kare ve PP-Fisher Ki-Kare birim kök sına yöntemleriyle incelenmiştir. Bu testlerin tümünde boş hipotez “birim kök vardır” ifadesidir. Uygun gecikme düzeylerinin belirlenmesinde Schwartz Bilgi Kriteri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan Levin, Lin

⁶⁴⁰ K.S. Im, M.H. Pesaran ve Y. Shin, “Testing For Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, 115, pp. 2003, 53-74.

⁶⁴¹ A. Levin, C.F. Lin, ve C. Chu, “Unit Roots Tests in Panel Data: Asymptotic and Finitesample Properties”, *Journal of Econometrics*, 108, 2002, pp.1-24.

⁶⁴² J. Breitung “The Local Power of Some Unit Roots Tests For Panel Data”, en B. Baltagi (ed.), *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, Amsterdam: Elsevier Science, 2000, pp. 161-178.

⁶⁴³ K. Hadri, “Testing for Stationarity in Heteogeneous Panel Data”, *Econometric Journal*, 3, 2000, pp. 148-161.

⁶⁴⁴ Levin, vd., pp.1-24.

ve Chu, ADF Fisher Ki-Kare ve PP-Fisher Ki-Kare panel birim kök testlerine ait sonuçlar Tablo 3.8’de sunulmuştur.

Tablo 3.8. Panel Birim Kök Test İstatistikleri

	Levin, Lin & Chu		ADF - Fisher		PP - Fisher	
Değişkenler	Düzy	Fark	Düzy	Fark	Düzy	Fark
AGO	-11.2112*	-	339.045*	-	471.131*	-
ATO	-7.64455*	-	282.077*	-	1393.47*	-
BETA	-20.1301*	-	626.696*	-	1284.18*	-
BKM	-4.99572*	-	209.117*	-	341.877*	-
BUY	-4.19039*	-	235.926*	-	219.376*	-
CO	-12.1806*	-	413.330*	-	617.174*	-
DDPD	-20.6185*	-	584.960*	-	646.849*	-
EBO	-6.58311*	-	219.759*	-	153.492*	-
EKD	-4.46910*	-	306.459*	-	509.474*	-
EKDK	-5.74081*	-	289.854*	-	716.335*	-
HAO	-11.1856*	-	33.6318*	-	42.8742*	-
HBK	-13.5513*	-	328.005*	-	567.946*	-
KF	-13.9163*	-	386.601*	-	580.291*	-
NAKIM	-13.3523*	-	354.233*	-	580.717*	-
NKM	-11.5414*	-	356.706*	-	462.314*	-
OGO	-11.6049*	-	334.691*	-	477.372*	-
SY1	-2.25172**	-	307.029*	-	1350.84*	-
SY2	-4.92393*	-	116.130**	-	140.544*	-
TOBQ	-4.30236*	-	165.861*	-	202.039*	-
YABPAY	-3.76695*	-	58.7299*	-	60.8574*	-
YDISI	-13.8771*	-	382.743*	-	224.882*	-
YSAH	-5.76394*	-	124.028*	-	99.6275*	-
AF	5.79982	-13.7759*	170.576*	-	179.205*	-
DK	3.85847	-9.60639*	191.414*	-	320.884*	-
DTD	-11.1808*		499.260*	-	441.891*	-
FO	-23.0556*		495.588*	-	364.231*	-
M1	-5.07919*	-	226.470*	-	209.430*	-
PF	-3.76511*	-	319.271*	-	425.393*	-
SUE	-10.3485*	-	463.975*	-	419.055*	-
TUFE	-1.95431**	-	207.902*	-	231.844*	-
YPY	-9.89704*	-	182.062*	-	522.743*	-

Not: *, **, *** %1, %5, %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir

Tablo 3.8’de kullanılan değişkenler durağanlık açısından incelendiğinde, bütün değişkenlerin birim bazında durağan olduğu ve sy2 değişkeni dışında hepsinin %1’de anlamlı olduğu, sy2 değişkeninin ise %5’de anlamlı olduğu görülmüştür. Panel birim köklerine bakıldığında ise altın fiyatları ve döviz kuru dışında diğer değişkenlerin %1 veya %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Altın fiyatları ve döviz

kuru değişkenlerinin logaritmaları ve doğal logaritmaları hesaplansa da düzeyde durağan olmadıkları tespit edilmiş ve farkları alınarak durağanlık sağlanmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenler korelasyon, oto korelasyon, değişen varyans ve durağanlık açısından incelenerek, ön spesifikasyon testleri tamamlanmış ve gerekli değişiklikler ve uygulamalar yapılarak modelimiz uygun hale getirilmiştir. Hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörlere yönelik olarak yapılan statik panel veri modeli analiz sonuçları Tablo 3.9’da sunulmuştur.

Tablo 3.9. Statik Panel Veri Analizi Sonuçları

	Havuz		Sabit Etkiler		Rassal Etkiler	
	T İstatistik	P Değeri	T İstatistik	P Değeri	T İstatistik	P Değeri
C	1,4515	0,0155	0,7954	0,4265	4,4708	0,0000
AGO	4,8444	0,0000	-1,7386	0,0824	0,7375	0,3548
ATO	2,9590	0,0288	6,5759	0,0000	4,0395	0,0001
BETA	3,8049	0,0001	-5,1356	0,0003	2,9340	0,0034
BKM	8,6620	0,0000	3,7477	0,0000	18,7701	0,0000
BUY	-0,0676	0,9493	-2,4203	0,0157	-0,2509	0,0923
CO	-3,9849	0,0001	-6,2654	0,0000	-5,0175	0,0085
DDPD	-7,5558	0,0000	-18,0625	0,0004	-13,9425	0,0000
EBO	1,6055	0,1086	-6,7605	0,0000	1,1557	0,1845
EKD	2,2474	0,0432	5,6889	0,0054	4,1470	0,0000
EKDK	0,42115	0,6726	-0,5071	0,6121	3,4896	0,0005
HAO	0,00628	0,0143	0,5820	0,5572	0,1970	0,3548
HBK	-1,89098	0,1357	1,5787	0,1144	1,4893	0,2123
KF	-1,8421	0,0657	-0,7079	0,4791	2,7967	0,0052
NAKIM	1,2258	0,2258	0,4087	0,6828	2,5587	0,0106
SY2	-5,35333	0,0000	-5,8971	0,0000	-9,8783	0,0000
TOBQ	0,85321	0,3910	-1,9407	0,0525	0,6423	0,4857
YABPAY	-2,33276	0,0115	0,3516	0,7195	-6,1498	0,0000
YDISI	2,537675	0,0059	2,4986	0,0157	4,6826	0,0000
YSAH	-7,87467	0,0000	0,9080	0,3641	-1,5309	0,2879
AF	-1,50531	0,1325	-1,2646	0,2063	-1,4977	0,1425
DK	0,984489	0,3251	-3,0035	0,0027	-4,8166	0,0000
DTD	-1,30320	0,1927	-0,0875	0,4568	-1,4047	0,2163
FO	-2,66888	0,0077	-3,8818	0,0001	-4,9248	0,0364
M1	1,432745	0,1522	4,1502	0,0000	2,6416	0,0184
PF	0,893045	0,3720	-2,2055	0,0276	-0,3079	0,7573
SUE	-0,44120	0,6591	1,3210	0,1868	0,8141	0,4157
YPY	-0,40403	0,6863	2,0710	0,0439	0,7455	0,4561
R ²	0,472196		0,884348		0,664526	
Chow			4,1796 (0,012)			
Hausman					2,64 (0,496)	

Hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin, statik panel veri analiziyle tahmininden sonra, alternatif statik panel veri modellerinden hangisinin kullanılan veri seti için uygun olduğuna karar vermek en önemli konulardan biridir. Panel veri modelinde, doğrusal statik tahmin edici seçimi parametre tahminlerinin yansızlığı ve tutarlılığı açısından önemli olmaktadır. Çünkü tesadüfi etkiler tahmin edicisinin kullanılması durumunda etkiler modelde tutulmakta, bunun sonucunda tesadüfi etkilerin bağımsız değişkenlerle ilişkili olması durumunda bu tahmin edici tutarsız ve yanlı tahminler vermektedir. Diğer yandan sabit etkiler tahmin edicisinin kullanılması ve sabit etkilerin bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olması durumunda tahmin edici tutarlı olmasına rağmen etkin olmamaktadır. Bu nedenle, hangi tahmin edicinin model için daha iyi olduğunu anlamak için Chow'un F testi ve Hausman tanımlama testi uygulanmaktadır.⁶⁴⁵

Tahmin modelinin havuz modeli mi yoksa sabit etkiler modeli mi olduğuna karar vermek amacı ile F-test yapılması gereklidir. Bu teste Chow Testi denilmektedir. Chow testine göre boş hipotez H_0 ve alternatif hipotez H_1 aşağıdaki gibidir:

H_0 : Havuz modeli,

H_1 : Sabit etkiler modeli,

Boş hipotez, etkin modelin havuz modeli olduğunu ifade etmektedir. Eğer hesaplanan F-istatistiği tablo değerinin üstünde yer alırsa, kukla değişkenlerine ait katsayılarının farklı olduğu sonucuna ulaşılır ve boş hipotez reddedilir ve geçerli tahmin yöntemi olarak sabit etkiler modeli kullanılır.

Anlamlılık düzeyi $(P) = 0,012 < 0.050$ olduğu için, %5 hata payı ile havuz modelinin geçerli olduğunu içeren hipotez reddedilmiştir. Sabit etkiler modeli, havuz modeline tercih edilmiştir.

Bu durumda sabit etkiler modelinin parametre tahmincileri ile rastsal etkiler modelinin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani rassal etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenebilmektedir. Hausman test istatistiği “tesadüfi etkiler tahmincisi doğrudur” sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli kare dağılımı

⁶⁴⁵Erol, Hasan, *Bankalarda Net Faiz Marjının Belirleyicileri, Risk Duyarlılığı ve Politika Önerileri*, (TCMB Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara 2007, s.45

göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda tesadüfî etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı verilebilir. Bu durumda sabit etkili model tercih edilir.⁶⁴⁶

İki model arasında tercih yapabilmek için Hausman test istatistiği kullanılmaktadır. Sabit etkiler ile rassal etkiler yöntemlerinden hangisinin tercih edileceğine karar verebilmek için Hausman test hipotezi aşağıdaki şekilde kurulmuştur:

H_0 : Rassal etkiler mevcuttur,

H_1 : Rassal etkiler yoktur.

Anlamlılık düzeyi (P) değeri ile Tablo değeri (α) karşılaştırılır. Anlamlılık düzeyi (P) = 0,496 > 0.050 olduğu için rastsal etki vardır denilebilir. Bu durumda modeli rassal etki ile tahmin etmek gereklidir.

Yapılan Chow ve Hausman testleri sonucunda modelimiz için en uygun statik panel veri modelinin, rassal etkili panel veri modeli olduğuna karar verilmiş ve rassal etkili panel veri sonuçları Tablo 3.10'da sunulmuştur. Sabit ve rassal etkili modeller arasında karar verirken çalışmada incelenen birim sayısı da dikkate alınması gereken faktörlerden bir tanesidir. Özellikle birim sayısı büyük, incelenen zaman dilimi kısa olduğunda sabit etkili modeller için tahmin edilecek parametre sayısı çok olacak ve dolayısıyla serbestlik derecesi problemi doğacaktır. Rassal etkiler modelinde ise birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklar hata teriminin bir bileşeni olarak ele alındığından serbestlik derecesi problemi ortadan kalkmaktadır.

Eğer chow ve hausman test sonuçlarında havuz modeli, sabit etkiler modeline ve rassal etkili modelde, sabit etki modeline tercih edilseydi. Bu seferde havuz modeli ile rassal etkili model arasında hangisinin daha uygun model olduğuna karar vermek için Breusch Pagan (1979) testi uygulanması gerekecektir. Breusch Pagan testi ile birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda rastsal etkiler modelinin havuz modeline dönüşeceği sıfır hipotezi sınanmaktadır. Breusch Pagan Testi havuz modeli ile rastsal etkiler modelini karşılaştırmaktadır. Gruplar arası varyansın sıfır olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin reddi halinde rastsal etkiler modeli seçilmektedir. Ancak bu çalışmada, uygun model bu teste gerek kalmadan seçildiği için yer verilmemiştir.

⁶⁴⁶ Pazarlıoğlu ve Gürler, s.39.

Tablo 3.10. Rassal Etkili Panel Veri Analiz Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Sapma	T İstatistiği	Olasılık
C	8,981490	1,67476	4,4708	0,0000
AGO	4,908127	0,15412	0,7375	0,3548
ATO	1,174902	0,06040	4,0395	0,0001
BETA	0,086119	0,00344	2,9340	0,0034
BKM	2,795672	0,04908	18,7701	0,0000
BUY	-0,003763	0,00900	-0,2509	0,0923
CO	-1,372330	0,05234	-5,0175	0,0085
DDPD	-0,964107	0,01887	-13,9425	0,0000
EBO	0,008868	0,0084	1,1557	0,1845
EKD	0,000022	0,00035	4,1470	0,0000
EKDK	0,004159	0,00150	3,4896	0,0005
HAO	0,016525	0,00103	0,1970	0,3548
HBK	0,044116	0,00450	1,4893	0,2123
KF	0,856026	0,07069	2,7967	0,0052
NAKIM	0,323263	0,04023	2,5587	0,0106
SY2	-0,469590	0,01140	-9,8783	0,0000
TOBQ	0,00627	0,00011	0,6423	0,4857
YABPAY	-0,005569	0,00094	-6,1498	0,0000
YDISI	1,144225	0,06307	4,6826	0,0000
YSAH	-0,067837	0,00177	-1,5309	0,2879
AF	-0,00251	0,00236	-1,4977	0,1425
DK	-6,939676	1,06886	-4,8166	0,0000
DTD	-0,00702	0,00457	-1,4047	0,2163
FO	-0,043543	0,01033	-4,9248	0,0364
M1	0,00002	0,00014	2,6416	0,0184
PF	-0,001806	0,00585	-0,3079	0,7573
SUE	0,013621	0,00707	0,8141	0,4157
YPY	0,002888	0,00033	0,7455	0,4561
R²		0,664526		
Düzeltilmiş R²		0,647854		
F Değeri		86,45827		
P Değeri		0,000000		
Wald Testi		85,399 (0,0005)		

Analiz kapsamındaki değişkenlerin tümünün, bağımlı değişken üzerindeki etki derecesini gösteren R^2 , 0,664526 çıkmıştır. R^2 , bağımlı değişkendeki değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. R^2 değeri, 0 ile 1 arasında değerler alabilmektedir. R^2 değeri 1'e yakınsa bağımlı değişkendeki

değişimin, bağımsız değişkendeki değişimlerle açıklanması o kadar iyidir. R^2 değerinin 0'a yakın çıkması ise bağımlı değişkendeki değişimlerin, bağımsız değişkenlerdeki değişim dışındaki faktörlerden meydana geldiğini gösterir. Analiz sonucunda R^2 'nin 0,664526 çıkması; bağımlı değişken olan imalat firmaları hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişimlerin yaklaşık %67'lik kısmının çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler olan firma içi ve firma dışı faktörlerde meydana gelen değişimler tarafından açıklandığı söylenebilir. Tahmin edilmiş regresyonun bütün olarak anlamlılığının bir ölçüsü olan F sınaması, aynı zamanda R^2 'nin anlamlılığının da bir ölçüsüdür. Buna göre R^2 'nin anlamlılığını test eden F istatistiği tesadüfi etkili modelde 86,45827 ve F istatistiğinin olasılık değeri p "0" çıkmıştır. Bu sonuçlara bakarak R^2 değerinin anlamlı olduğu söylenebilir. Buna bağlı olarak bağımsız değişkenlerin hep birlikte bağımlı değişkeni %67 civarında etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücü tespit edildikten sonra, Wald testi ile bu değişkenlerin etkisinin anlamlılığına bakılır. Wald testine bakıldığında, %1'de anlamlı olduğu ve dolayısıyla modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklamada etkili olduğu söylenebilir.

Tablo 3.10'da rassal etkili analiz sonuçlarına bakıldığında; hisse senedi getirileriyle ATO, BETA, BUY, BKM, CO, DD/PD, EKD, EKDK, K/F, NAKİM, SY2, YABPAY, YDİSİ, DK, FO ve M1 değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; AGO, EBO, HAO, HBK, TOBQ, YSAH, AF, DTD, PF, SUE ve YPY değişkenleriyle anlamlı ilişkiler bulunamamıştır. Anlamlı ilişkiler bulunan değişkenler BUY ve NAKİM dışında hepsi %1'de anlamlıdır. Nakit akımları %'de 5'te, büyüklük ise %10'da anlamlı bulunmuştur. Anlamlı bulunan değişkenlere bakıldığında ise CO, DDPD, SY2, YABPAY, DK ve FO ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişkiler tespit edilirken, BETA, ATO, BKM, EKD, EKDK, KF, NAKİM, YDİSİ ve M1 değişkenleriyle pozitif ilişkiler tespit edilmiştir.

Statik panel veri analizi ile hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler statik bir şekilde incelenerek, uygun statik modele karar verildikten sonra, bu ilişki dinamik bir yapıda incelenecektir. Dinamik panel veri analizinin sonuçlarına geçmeden önce, GMM tahmininde modelleme ile ilgili bazı testlerin yapılması önerilmektedir. Bunun için ilk önce Wald testi, ikinci olarak da Sargan testi yapılır. Wald test istatistiği, modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin hepsinin, bağımlı değişkeni açıklamada anlamlılığını

göstermektedir. Sargan testi ise, modelde kullanılan araç değişkenlerin içsellik sorunu içerip içermediğini göstermektedir. Sistem-Gmm tahmininde, Fark-Gmm tahmininden farklı olarak modele ilave edilmiş olan araç değişkenlerin geçerliliği için Fark-Sargan test istatistiği yapılır. Bu istatistik testi Sistem-Gmm ve Fark-Gmm tahminleri ile hesaplanan iki ayrı Sargan testi arasındaki fark ile hesaplanır. Son olarak da; Ar(1) ve Ar(2) testleri ile modelde spesifikasyon hatalarının ve otokorelasyon sorununun olup olmadığı test edilir. Arellano ve Bond (1991) katsayıların yansız ve tutarlı tahminlerini vermek için genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) tekniğinde içten gelen değişkenlerin t-2 ve daha önceki dönemler ait değerlerini modelde katkısı olduğu düşünülerek kullanılmaktadırlar. Bu farklı hale getirilmiş olan eşitliğin ikinci ve daha yüksek derecelerden otokorelasyonun olmamasını gerekli kılmaktadır. Ar(1) otokorelasyon test istatistiğinin negatif ve anlamlı çıkması, Ar(2) test istatistiğinin ise anlamsız çıkması gerekmektedir. Dinamik panel veri modellerine ait özel testler Tablo 3.11’de sunulmuştur.

Tablo 3.11. Dinamik Panel Veri Analizi Spesifikasyon Testleri

	FARK-GMM	SİSTEM-GMM
Ar(1)	-7,456 (0,0000)	-5,4875 (0,0000)
Ar(2)	-1,2455 (0,3256)	-1,3567 (0,2654)
Wald	27,194 (0,0000)	28,21578 (0,0000)
Sargan	0,0798	0,2845
Sargan-Fark	-	0,3778

Wald test istatistiği, hem Fark-Gmm hem de Sistem-Gmm için modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin hepsinin, bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğunu göstermektedir. Sargan testi ile, Fark-Gmm için modelde kullanılan araç değişkenlerin içsellik sorunu içerdiği, Sistem-Gmm için ise modelde kullanılan değişkenlerin içsellik sorunu içermediği sonucu sağlanmıştır. Fark-Sargan test istatistiği ile de modele ilave edilmiş olan araç değişkenlerin geçerliliği anlamlı bulunmuştur. Ar(1) ve Ar(2) testleri ile modelde spesifikasyon hatalarının ve otokorelasyon sorununun olup olmadığı test edilmiş ve her iki model içinde; Ar(1) otokorelasyon test istatistiği negatif ve anlamlı çıkmış, Ar(2) test istatistiği ise anlamsız çıkmıştır. Böylece

modelde 1. dereceden otokorelasyonun olduğu, 2. mertebeden otokorelasyonun ise olmadığı gözlenmiştir. Özetle, modelden elde edilen sonuçlar Sistem-Gmm için teoride beklenen sonuçlarla uyumludur. Fark-Gmm için sargan testi ile içsellik problemi gözlemlenmiş, hem de Sistem-Gmm'in daha etkin olduğu gözlemlenerek, dinamik panel veri modeli olarak; Sistem-Gmm seçilmiştir.

Çalışmanın modelinin dinamik panel veri şeklinde kurgulanmasının temel sebebi, modelin bağımlı değişkeni olan hisse senedi getirilerinin gecikmeli değerinin, aynı zamanda modelin açıklayıcı değerşkenleri arasında bulunmasıdır. Sabit etki ve rassal etki modellerinde gecikmeli bağımlı değerşkenlerin kullanılması durumunda gecikmeli bağımlı değerşkenin hata terimiyle korelasyonlu olmasından dolayı sabit ve rassal etkiler modelleri ile yapılan tahminler ve ulaşılan tahminler tutarsız olmaktadır. Çalışmamızda bağımlı değerşkenin gecikmeli değerini modele alan dinamik panel veri tahmin yöntemlerinden Sistem-GMM tahmin yöntemlerine ait sonuçlar tablo 3.12'de sunulmuştur. Ayrıca, Tablo 3.12'de daha önce uygun model olarak seçilen rassal etkili modelde verilerek, hem statik ve dinamik panel veri analizinin karşılaştırılması yapılacak, hem de hisse senedi getirileri ile etkileyen faktörler arasındaki ilişki finansal açıdan ve literatür açısından irdelenecektir.

Tablo 3.12. Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi Sonuçları

	SİSTEM-GMM		RASSAL ETKİ	
DEĞİŞKENLER	KATSAYI	T DEĞERİ	KATSAYI	T DEĞERİ
C			8,981490	(4,4708)*
GETİRİ(-1)	0,2697	(5,0984)*		
AGO	0,2147	(0,8337)	4,908127	(0,7375)
AGO(-1)	0,093	(0,4311)**		
ATO	0,7194	(6,2517)*	1,174902	(4,0395)*
ATO(-1)	0,8358	(5,9097)*		
BETA	0,0213	(2,3249)**	0,086119	(2,9340)*
BKM	0,2005	(3,6374)*	2,795672	(18,7701)*
BKM(-1)	0,1141	(1,7113)***		
BUY	-0,4633	(-5,9695)*	-0,003763	(-0,2509)***
CO	-0,6258	(-1,0397)*	-1,372330	(-5,0175)*
CO(-1)	-0,7175	(-4,4348)*		
DDPD	-0,3404	(-8,7326)*	-0,964107	(-13,9425)*
EBO	0,0258	(1,4542)	0,008868	(1,1557)
EKD	0,0000647	(1,8433)*	0,000022	(4,1470)*
EKDK	0,0044	(1,3225)***	0,004159	(3,4896)*
HAO	0,0028	(0,8596)	0,016525	(0,1970)
HBK	0,0153	(1,3223)	0,044116	(1,4893)
KF	0,4921	(4,6173)*	0,856026	(2,7967)*
NAKİM	0,3408	(3,9434)**	0,323263	(2,5587)**
SY2	-0,2302	(-9,4700)*	-0,469590	(-9,8783)*
TOBQ	0,0033	(5,2786)	0,00627	(0,6423)
YABPAY	-0,0164	(-0,9605)	-0,005569	(-6,1498)*
YDISİ	0,4156	(1,1628)***	1,144225	(4,6826)*
YSAH	-0,0067	(-2,6210)	-0,067837	(-1,5309)
AF	0,1252	(0,9045)	-0,00251	(-1,4977)
DK	-1,1826	(-1,6885)***	-6,939676	(-4,8166)*
DTD	-0,0002	(-3,5106)	-0,00702	(-1,4047)
FO	-0,0388	(-5,4275)*	-0,043543	(-4,9248)**
M1	0,000382	(3,8310)**	0,00002	(2,6416)**
PF	-0,00083	(-0,2374)**	-0,001806	(-0,3079)
SUE	0,0078	(3,9736)	0,013621	(0,8141)
YPY	0,00048	(2,7206)	0,002888	(0,7455)

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

Statik ve dinamik panel veri analizi sonuçlarına göre; hisse senedi getirileriyle ATO, BETA, BUY, BKM, CO, DD/PD, EKD, EKDK, K/F, NAKİM, SY2, YDISİ, DK, FO ve M1 değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; AGO, EBO, HAO,

HBK, TOBQ, YSAH, AF, DTD, SUE ve YPY değişkenleriyle anlamlı ilişkiler bulunamamıştır. Dinamik modelde, statik modelden farklı olarak PF ile anlamlı ilişkiler elde edilirken, YABPAY ile anlamlı ilişki bulunamamıştır. AGO her iki modelde anlamsızken, dinamik modelde ele alınan AGO'nun bir dönem gecikmeli hali olan AGO(-1) ile anlamlı ve pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Ayrıca, dinamik modelde ele alınan GETIRI(-1), ATO(-1), BKM(-1), CO(-1) değişkenleriyle de anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Tablo 3.12'de de görüldüğü gibi, daha önceki tahmin yöntemlerinden farklı olarak GMM'de bağımsız değişken olarak hisse senedi getirilerinin gecikmeli değerleri modele katılmış ve getirinin bir dönem gecikmeli halinin modele katılması sonucunda ortaya çıkan sonuçlar bu tabloda verilmiştir. Literatürde, cari dönem kârlılık ve likidite düzeylerinin, önceki dönem kârlılık ve likidite düzeylerinden bütünüyle bağımsız olmadığı, önceki dönemin kârlılık ve likidite düzeylerinin sonraki dönemlere de yansıtacağı yönündeki görüşlere dayalı olarak bu değişkenlerin gecikmeli değerleri birçok çalışmada dikkate alınmıştır. Bu çalışmada da kârlılık ve likidite değişkenlerinin hem cari dönemdeki etkisi, hem de bir önceki dönemin cari döneme etkisi araştırılmıştır.

Getirinin bir dönem gecikmeli değerinin modele katılması sonucunda, bir dönem gecikmeli getirinin cari dönem getirisini %1'de anlamlı ve pozitif yönde etkilemiş olduğu görülmüştür. Burada aynı zamanda zıtlık ve momentum stratejileri irdelenmiştir. Momentum yatırım stratejisi, geçmişte iyi performans gösteren hisse senetlerinin alınmasını veya tutulmasını, geçmişte kötü performans gösteren hisse senetlerinin ise satılmasını öngörmektedir. Zıtlık stratejileri ise geçmişte kaybeden hisse senetlerinin satın alınmasını ve geçmişte kazanan hisse senetlerinin satılmasını içermektedir. Bu stratejilerde 3 ay ile 12 ay arasında elde tutma dönemi öngörülmektedir. Bu çalışmada 3 aylık elde tutma dönemi için yapılan analizde, cari dönem hisse senedi getirileriyle, önceki dönem hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki bulunmuş ve momentum stratejisi İMKB imalat firmaları hisse senedi getirileri için uygundur sonucu çıkmıştır. Bu sonuç, Jegadeesh ve Titman (1993)⁶⁴⁷, Cleary ve Inglis (1998)⁶⁴⁸, Hon ve Tonks (2002)⁶⁴⁹ ve Gunasekarage ve Kot (2007)⁶⁵⁰'un çalışmalarını destekler nitelikte olurken,

⁶⁴⁷ Jegadeesh ve Titman, 1993, pp.65-91.

⁶⁴⁸ Cleary ve Inglis, pp.279-281.

⁶⁴⁹ Hon ve Tonks, pp.43-70.

De Bondt ve Thaler (1985)⁶⁵¹, Jegadeesh ve Titman (1995)⁶⁵², Mun, Vasconcellos ve Kish (2000)⁶⁵³ gibi zıtlık stratejisini öneren çalışmalarla zıt sonuçlar elde edilmiştir.

İşletmenin likiditesi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, likidite değişkeni olarak kullanılan cari oran ve asit test oranı ile hem rassal etkili modelde hem de Sistem-Gmm'de %1'de anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Ancak hisse senedi getirileri ile cari oran arasında negatif ilişki bulunurken, asit test oranı ile pozitif ilişkiler bulunmuştur. İşletmenin cari rasyoya göre daha hassas ve daha likit varlıklardan oluşan asit test oranı ile kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün getiriler üzerinde olumlu etkisi bulunurken, stoklar gibi likiditesi daha düşük varlıklarını arttırarak kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün ise kârlılığı düşüreceği, işletmenin önündeki yatırım fırsatlarını değerlendiremeyeceği gibi nedenlerle negatif etkide bulunmaktadır. Cari oran ve asit test oranının gecikmeli değerleri dinamik panel modelde ele alınmış ve iki değişkeninde anlamlı olduğu ve cari dönemleriyle aynı yönde etkide bulunduğu gözlemlenmiştir. Ancak likiditenin gecikmeli dönem etkilerinin, cari dönem etkilerinden kuvvetli olduğu görülmüştür. İşletme likiditesinin, getiriler üzerindeki etkisinin dinamik bir yapıda olduğu ve cari dönem hisse senedi getirilerinin, cari dönem likiditesinden daha çok geçmiş dönem likiditesinden etkilendiği tespit edilmiştir. Bekaert vd. (2007)⁶⁵⁴ ve Demir, Yeşildağ ve Açı (2008)⁶⁵⁵,ın çalışmalarıyla uyumlu şekilde, likidite ve hisse senedi getirileri arasında güçlü ve anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Westerholm (2002)⁶⁵⁶, likiditesi düşük şirketlerin piyasa değerinin olumsuz etkilendiğini iddia etmiştir, asit test oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki pozitif ilişki bunu doğrular niteliktedir. Cari oran ile hisse senedi getirileri arasındaki negatif ilişki ise Haugen ve Baker (1996)⁶⁵⁷, Pastor ve Stambaugh (2003)⁶⁵⁸,un çalışmalarını desteklemektedir.

İşletmenin kârlılığı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, kârlılık değişkeni olarak kullanılan brüt kâr marjı ile cari dönemde %1'de anlamlı ve pozitif, gecikmeli değeriyle %10'da anlamlı ve pozitif ilişkiler bulunmuştur. Aktif getiri

⁶⁵⁰ Gunasekarage ve Kot, pp.108-124.

⁶⁵¹ De Bondt ve Thaler, pp.793-805.

⁶⁵² Jegadeesh ve Titman, 1995, pp.973-993.

⁶⁵³ Mun, Jvd., pp.215-234.

⁶⁵⁴ Bekaert, Harvey ve Lundblad, pp.1783 - 1831.

⁶⁵⁵ Demir, Yeşildağ ve Açı, ss.49-70.

⁶⁵⁶ Westerholm, pp.1-157.

⁶⁵⁷ Haugen ve Baker, pp.401-439.

⁶⁵⁸ Pastor ve Stambaugh, pp.642-685.

oranıyla anlamlı ilişkiler elde edilemezken, gecikmeli değeriyle %5'te pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlar, Haugen ve Baker (1996)⁶⁵⁹, Cohen, Gompers ve Vuolteenaho (2002)⁶⁶⁰, Fama ve French (2008)⁶⁶¹'in çalışmalarında yüksek kârlılık ile firmaların yüksek getiri elde ettiği iddialarını desteklemektedir. Diğer taraftan, Fairfield, Whisenant ve Yohn (2003)⁶⁶² ve Titman, Wei ve Xie (2004)⁶⁶³ ise kârlı firmaların yatırım imkanlarının daha iyi olacağını ancak hisse senedi getirilerinin düşük olacağını iddia etmiştir. İşletmenin hem cari dönemdeki hem de geçmiş dönemdeki satışlarını kâra dönüştürme yeteneği hisse senedi getirileri üzerinde pozitif etkide bulunmaktadır. İşletmenin aktiflerine yapılan yatırımı kâra dönüştürme yeteneği ise getiriler üzerinde gecikmeli olarak etkide bulunmaktadır.

İşletmenin borsa performansı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, her iki analiz sonuçlarına göre; borsa performans değişkeni olarak kullanılan defter değeri/ piyasa değeri oranı ve kazanç/fiyat oranı ile %1'de anlamlı ilişkiler elde edilirken, tobin'in q'su ile anlamlı ilişki bulunamamıştır. defter değeri/ piyasa değeri oranı ile negatif ilişkiler elde edilirken, kazanç/fiyat oranı ile pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Yatırımcılar, işletmenin piyasada oluşan hisse senedi fiyatlarına göre ne kadar kâr elde ettiğini ve piyasa fiyatına göre kârını arttırmasını olumlu görmektedirler. Kazanç/fiyat oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki pozitif ilişki, Basu (1977)⁶⁶⁴, Banz (1981)⁶⁶⁵, Rosenberg vd., (1985)⁶⁶⁶, Jaffe, Keim ve Westerfield (1989)⁶⁶⁷, Lakonishok vd., (1994)⁶⁶⁸, Lau, Lee ve McInish (2002)⁶⁶⁹, çalışmalarında bulunan sonuçlarla uyumluluk göstermektedir. Defter değeri/ piyasa değeri oranı ile hisse senedi getirileri arasında, Rosenberg vd., (1985)⁶⁷⁰, Chan, Hamao ve Lakonishok (1991)⁶⁷¹, Fama ve French (1992,1995)⁶⁷², Lakonishok vd., (1994)⁶⁷³, Dennis, Perfect,

⁶⁵⁹ Haugen ve Baker, pp.401–439.

⁶⁶⁰ Cohen, vd., pp.409–462.

⁶⁶¹ Fama, 2008, pp.1653–1678.

⁶⁶² Fairfield, vd., pp.353–371.

⁶⁶³ Titman, vd., pp.677–700.

⁶⁶⁴ Basu, S., 1977, pp.663–682.

⁶⁶⁵ Banz, pp.3–18.

⁶⁶⁶ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9–17.

⁶⁶⁷ Jaffe, vd., pp.135–148.

⁶⁶⁸ Lakonishok, vd., pp.1541–1578.

⁶⁶⁹ Lau, vd., pp.207–222

⁶⁷⁰ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9–17.

⁶⁷¹ Chan, Hamao ve Lakonishok, pp.1739–1764.

⁶⁷² Fama ve French, 1992, pp. 427–465; Fama ve French, 1995, pp.131–155.

⁶⁷³ Lakonishok, vd., pp.1541–1578.

Snow ve Wiles (1995)⁶⁷⁴, Mukherji, Dhatt ve Kim (1997)⁶⁷⁵, Barber ve Lyon (1997)⁶⁷⁶, Xing ve Zhang (2005)⁶⁷⁷ 'in çalışmalarındaki gibi güçlü ilişkiler bulunmuş ve hisse senedi getirilerinin önemli bir belirleyicisi yönündeki tezleri desteklenmiştir. Ancak bu çalışmalarda pozitif ilişkiler elde edilirken, İMKB imalat sektörü için negatif ilişki bulunmuştur. Daha yüksek DD/PD oranına sahip firmalara ait hisse senetlerinin (değer hisseleri) daha düşük DD/PD oranına sahip firmalara ait hisse senetlerinden (büyüme hisseleri) daha yüksek getiri sağladığı yönündeki ilk bulgular Rosenberg vd., (1985)⁶⁷⁸, Chan, Hamao ve Lakonishok (1991)⁶⁷⁹ ve Fama ve French (1992,1995)⁶⁸⁰ tarafından ortaya konmuştur. Daha sonra yukarıdaki diğer çalışmalar gibi birçok çalışma tarafından bu tez desteklenmiştir. DDPD etkilerinin (defter değerine göre piyasa değeri azaldıkça getirinin artması) kuramsal açıklaması konusunda bir görüş birliğine henüz varılamamış ve bu konuda birçok görüş ortaya atılmıştır. Daha sonra DDPD etkilerinin tersine, Claessens vd., (1998)⁶⁸¹ ve Bossaerts ve Fohlin (2000)⁶⁸² ise hisse senetleri getirilerinde büyüme priminin söz konusu olduğunu, yani DDPD oranı düşük senetlerin daha yüksek getiri elde ettiklerini gösterdiler. Fama ve French, Claessens vd., (1998)⁶⁸³,nin gelişmekte olan piyasalar için yaptığı çalışmanın kesitler-arası regresyonların aşırı uç getiri oranlarına karşı çok hassas oluşuna, aşırı uç getirilerin varlığı ise gelişen piyasalarda çok sık gözlenen bir olgu oluşuna bağladılar. Bu çalışma Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasa için yapılmış ve bazı şirketlerin bazı dönemlerinde uç getiriler gözlemlenmiştir. Bundan dolayıda olsa, elde edilen sonuçlar Türkiye imalat sektörü için Claessens vd., (1998)⁶⁸⁴ ve Bossaerts ve Fohlin (2000)⁶⁸⁵,in çalışmalarını desteklemekte, büyüme hisselerinin değer hisselerinden daha fazla getiri

⁶⁷⁴ Dennis, vd., pp.47-57.

⁶⁷⁵ Mukherji, vd., pp.75-80.

⁶⁷⁶ Barber ve Lyon., pp.875-883.

⁶⁷⁷ Yuhang Xing ve Lu Zhang, "Value Versus Growth: Movements in Economic Fundamentals", *Simon School Working Paper No: FR 05-10*, 2005, pp.1-35.

⁶⁷⁸ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9-17.

⁶⁷⁹ Chan, Hamao ve Lakonishok, pp.1739-1764.

⁶⁸⁰ Fama ve French, 1992, pp. 427-465; Fama ve French, 1995, pp.131-155.

⁶⁸¹ S. Claessens, S. Dasgupta, ve J. Glen, "The Cross-Section of Stock Returns: Evidence from the Emerging Markets", *Emerging Markets Quarterly*, Vol:2, 1998, pp. 4-13.

⁶⁸² P. Bossaerts ve C. Fohlin, "Has the Cross-Section of Average Returns Always Been The Same? Evidence From Germany, 1888-1913", *Social Science Working Paper: 1084*, July California Institute of Technology, 2000.

⁶⁸³ Claessens, vd., pp. 4-13.

⁶⁸⁴ Claessens, vd., pp. 4-13.

⁶⁸⁵ Bossaerts ve Fohlin.

elde edeceği yani şirketlerin defter değerine göre piyasa değerleri arttıkça getirilerinin de artacağı sonucuna ulaşılmıştır.

İşletmelerin büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, büyüklük ile getiriler arasında negatif ve rassal etkili model de %10'da, Sistem-Gmm'de %1'de anlamlı ilişki elde edilmiştir. Banz (1981)⁶⁸⁶ ve Reinganum (1981)⁶⁸⁷, Basu (1983)⁶⁸⁸, Fama ve French (1998)⁶⁸⁹ gibi çalışmalar küçük firmalara ait hisse senetlerinin büyük firmalarınkilere kıyasla daha yüksek getiri sağlayacağı yönünde kanıtlar sunmuştur. Buna büyüme anomalisi adı verilmiştir. Brown, Kleidon ve Marsh, (1983)⁶⁹⁰ gibi bazı çalışmalar ise büyüklük etkisinin zaman içinde değişebileceğini ortaya koymuştur. Elde edilen sonuçlar Banz (1981)⁶⁹¹ ve Reinganum (1981)⁶⁹², Basu (1983)⁶⁹³, Fama ve French (1998)⁶⁹⁴ gibi çalışmaları destekler niteliktedir. Büyüme anomalisinin varlığı Türkiye için destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir.

İşletmelerin betaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, beta ile getiriler arasında pozitif ve rassal etkili modelde %1'de, Sistem-Gmm'de %5'de anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Elde edilen sonuç, Black, Jensen ve Scholes (1972)⁶⁹⁵, Fama ve MacBeth (1973)⁶⁹⁶'in çalışmalarında olduğu gibi getiri ve beta arasında pozitif yönlü bir ilişkidir. Lakonishok ve Shapiro (1984)⁶⁹⁷, Fama ve French (1992)⁶⁹⁸, Chui ve Wei (1998)⁶⁹⁹ gibi beta ve getiri arasında anlamlı ilişki bulamayan çalışmaların tersine %1'de ve %5'de anlamlıdır. Ayrıca, Pettengill vd. (1995)⁷⁰⁰, Fletcher (1997)⁷⁰¹, Lau, Lee ve McInish (2002)⁷⁰² çalışmalarında, piyasaların yükseldiği dönemlerde hisse senedi getirileri ile beta arasında pozitif, piyasaların düştüğü dönemde ise negatif bir

⁶⁸⁶ Banz, pp.3-18.

⁶⁸⁷ Reinganum, pp.19-46.

⁶⁸⁸ Basu, 1983, pp.129-156.

⁶⁸⁹ E. F. Fama ve K. R. French, "Value Versus Growth: The International Evidence." *Journal of Finance*, 53, 1998, pp.1975-1999.

⁶⁹⁰ Philip Brown, Alan Kleidon ve Terry Marsh, "New Evidence On The Nature Of Size-Related Anomalies In Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, pp. 33 56.

⁶⁹¹ Banz, pp.3-18.

⁶⁹² Reinganum, pp.19-46.

⁶⁹³ Basu, 1983, pp.129-156.

⁶⁹⁴ Fama ve French, 1998, pp.1975-1999.

⁶⁹⁵ Black, vd., pp.79-121.

⁶⁹⁶ Fama ve MacBeth, pp. 607-636.

⁶⁹⁷ Lakonishok ve Shapiro, pp. 115-132.

⁶⁹⁸ Fama ve French, 1992, pp. 427-465.

⁶⁹⁹ Chui ve Wei, pp.275-293.

⁷⁰⁰ Pettengill, vd., pp.101-116.

⁷⁰¹ Fletcher, pp.211-221.

⁷⁰² Lau, vd., pp.207-222

ilişki olduğunu iddia etmişlerdir. Çalışma döneminde, İMKB-imalat sanayi endeks getirisine bakıldığında, genel olarak artış eğiliminde olduğu ve sadece 2008'in son çeyreğinde ani bir düşüş yaşandığı, buda endeksin 2009'un ilk çeyreğinde toparlanma ve artış şeklinde bir seyir izlemesiyle devam ettiği görülmektedir. Bu bağlamda, Pettengill vd. (1995)⁷⁰³, Fletcher (1997)⁷⁰⁴, Lau, Lee ve McInish (2002)⁷⁰⁵, in çalışmalarını destekler nitelikte, borsanın yükselişte olduğu bu dönemde hisse senedi getirileri ve beta arasında pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Yatırımcılar, çalışma döneminde daha fazla getiri elde etmek için riski olumlu algılamış ve riskli işletmelere yatırım yapmışlardır.

İşletmelerin kurumsal yönetimi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, kurumsal yönetim değişkenleri olarak literatürde sıkça kullanılan mülkiyet yapısını temsil eden değişkenler; En büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payı, halka açıklık oranı, yöneticilerin sahip olduğu sermaye oranı, yabancı yatırımcının sermayedeki payı kullanılmıştır. Rassal etkili modelde; yabancı yatırımcının sermayedeki payı ile hisse senedi getirileri arasında %1'de anlamlı ve negatif ilişkiler elde edilirken, diğer değişkenlerle anlamlı ilişkiler bulunamamıştır. Sistem-Gmm'de ise bütün kurumsal yönetim değişkenleriyle anlamlı ilişkiler elde edilememiştir. Dinamik modelde kurumsal yönetim değişkenleriyle anlamlı ilişki bulunamamasının sebebi olarak kullanılan değişkenlerin dinamik bir yapısının olmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Othman vd. (2010)⁷⁰⁶ çalışmalarında yönetici sahipliği ve hisse senedi getirileri arasında anlamlı ilişki bulamamış, sahiplik yoğunluğu ile negatif ilişkiler bulmuşlardır. Çalışmada, Othman vd. (2010)⁷⁰⁷,nin çalışmasındaki gibi yönetici sahipliği ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ilişki bulunamamış, anlamsızda olsa sahiplik yoğunluğu ile hisse senedi getirileri arasında Mitton (2002)⁷⁰⁸,nin çalışmasındaki gibi pozitif ilişki elde edilmiştir. Doidge (2004)⁷⁰⁹, Kim ve Singal

⁷⁰³ Pettengill, vd., pp.101–116.

⁷⁰⁴ Fletcher, pp.211–221.

⁷⁰⁵ Lau, vd., pp.207-222

⁷⁰⁶ Rohana Othman, Roshayani Arshad, Cik Som Ahmad ve Nor Azrina Amir Hamzah, "The Impact of Ownership Structure on Stock Returns", *International Conference on Science and Social Research*, Kuala Lumpur 2010, pp.217-221.

⁷⁰⁷ Othman, vd., pp.217-221.

⁷⁰⁸ T. Mitton, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 64, 2002, pp. 215-241.

⁷⁰⁹ C. Doidge, "U.S. Cross-Listings and The Private Benefits Of Control: Evidence From Dual-Class Firms", *Journal of Financial Economics*, 72, 2004, pp.519-553.

(2003)⁷¹⁰, Bae, Bailey ve Mao (2005)⁷¹¹ çalışmalarında yabancı yatırımcılar piyasaya girdikçe, firmaların kurumsal yönetim seviyelerinde iyileşme olduğunu iddia etmişlerdir. Çalışmada, yabancıların sermayedeki payı kurumsal yönetime olumlu katkılar sağlasada, hisse senedi getirileri ile ters yönlü ilişki içindedir. Kang ve Stulz (1997)⁷¹², yabancıların sermayedeki payı ile hisse senetleri arasında negatif ilişki bulurken, Hao (2004)⁷¹³ aksine pozitif ilişkiler bulmuştur. Kang ve Stulz (1997)⁷¹⁴, un çalışmalarını destekler nitelikteki sonuç, literatüre (home bias) ev yanlılığı olarak geçmiştir. Ülkemizdeki hisse senedi getirileri, yabancı sermayeden oluşan firmalardan ziyade, yerel sermayeden oluşan firmaları seçmektedir.

İşletmelerin nakit akımlarıyla ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, nakit akımlarıyla her iki modelde de %5’de anlamlı ve pozitif ilişkiler bulunmuştur. Bu sonuçla paralel şekilde, Basu (1977)⁷¹⁵, Banz (1981)⁷¹⁶, Rosenberg vd., (1985)⁷¹⁷, Chan vd., (1991)⁷¹⁸, Lakonishok vd., (1994)⁷¹⁹, de çalışmalarında nakit akımlarıyla hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişkiler bulmuşlardır.

İşletmelerin entellektüel sermayesi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, entellektüel sermayeyi ölçmek için entellektüel katma değer katsayısı (EKDK) kullanılmıştır EKDK yöntemi birçok araştırmacı tarafından, farklı çalışmalarda kullanılmıştır; Bontis vd. (2000)⁷²⁰, Goh (2005)⁷²¹, Pew vd. (2007)⁷²², Kamath (2008)⁷²³, Joshi vd. (2010)⁷²⁴, Zeghal ve Maaloul (2010)⁷²⁵, Laing vd. (2010)⁷²⁶,

⁷¹⁰ H. Kim ve V. Singal, “Stock Market Openings: Experience Of Emerging Economies”, *Journal of Business*, 73, 2000, pp.25-66.

⁷¹¹ K.H. Bae, W. Bailey ve C.X. Mao, “Stock Market Liberalization and the Information Environment”, *Queen’s University Working Paper*, Cornell University, 2005, pp.1-39.

⁷¹² J. K. Kang ve R.M. Stulz, “Why Is There A Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 46, 1997, pp.3-28.

⁷¹³ Jiang Hao, “Foreign Ownership and Equity Returns: Evidence From Japan”, *17th Australasian Finance and Banking Conference*, Sydney 2004, pp.1-32

⁷¹⁴ Kang ve Stulz, pp.3-28.

⁷¹⁵ Basu, S., 1977, pp.663–682.

⁷¹⁶ Banz, pp.3-18.

⁷¹⁷ Rosenberg, Reid ve Lanstein, pp.9-17.

⁷¹⁸ Chan, vd., pp.1739-1764.

⁷¹⁹ Lakonishok, vd., pp.1541–1578.

⁷²⁰ Bontis, vd., pp. 85–100.

⁷²¹ Goh, pp.385-396.

⁷²² Pew, pp.76-95.

⁷²³ Kamath, pp.96-123

⁷²⁴ Joshi, pp.151-170.

⁷²⁵ Zeghal ve Maaloul, pp.39-60.

⁷²⁶ Laing, vd., pp.269-283.

Maditinos vd. (2011)⁷²⁷, Ahangar (2011)⁷²⁸. EKDK ile hisse senedi getirileri arasında rassal etkili modelde %1’de ve Sistem-Gmm’de %5’de anlamlı ve pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Karacaer ve Aygün (2009)⁷²⁹, Chen, Cheng ve Hwang (2005) gibi çalışmalar işletmelerin entellektüel sermayesinin firmanın performans ve başarısına olumlu katkılar sunduğunu belirtmiştir. Çalışma sonuçları, Tan vd., (2007)⁷³⁰, Zeghal ve Maaloul (2010)⁷³¹ gibi çalışmaları destekler nitelikte, bir firmanın entellektüel sermayesi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Yörük ve Erdem (2008)⁷³²’in çalışmasının aksine ülkemizde firmaların sadece fiziksel varlıklardan değil de, entelektüel varlıklardan da etkilendiği sonucuna varılmıştır. EKD’nin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi pozitif yönde olsa da zayıf bir etkidir. Entelektüel varlıkların, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi şimdilik çok büyük olmasa da zaman içinde şirketlerin ve yatırımcıların en az fiziksel varlıklar kadar entelektüel varlıklara da önem vereceği düşünülmektedir.

İşletmelerin uluslararasılaşması ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, uluslararasılaşma değişkeni olarak literatürde sıkça kullanılan yurtdışı satışların toplam satışlara oranı kullanılmıştır; (Geringer, Beamish, ve DaCosta (1989)⁷³³, Geringer, Tallman ve Olsen (2000)⁷³⁴, Grant (1987)⁷³⁵, Grant, Jammie ve Thomas (1988)⁷³⁶, Lu and Beamish (2001)⁷³⁷, Tallman ve Li (1996)⁷³⁸). İşletmelerin yurtdışı satışlarının toplam satışlara oranıyla, hisse senedi getirileri arasında rassal etkili modelde %1’de ve Sistem-Gmm’de %10’da anlamlı ve pozitif ilişki görülmüştür. Şirketlerin uluslararasılaşması bir süreçtir, bu süreç ihracatla başlar, doğrudan satış ve pazarlama, dışarıda ortak üretim, ortak yatırım, dışarıda doğrudan üretim ve küresel entegrasyon şeklinde devam eder. İMKB imalat sektöründeki firmaların

⁷²⁷ Maditinos, vd., pp.132-151.

⁷²⁸ Ahangar, pp. 88- 95.

⁷²⁹ Karacaer ve Aygün, ss.127-140.

⁷³⁰ H.P. Tan, D. Plowman ve P. Hancock, “Intellectual Capital and Financial Returns of Companies”, *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, pp.76–95.

⁷³¹ Zeghal ve Maaloul, pp.39-60.

⁷³² Yörük ve Erdem, ss. 397-413.

⁷³³ Geringer, vd., 1989, pp.109–19.

⁷³⁴ Geringer, vd., 2000, pp.51–80.

⁷³⁵ Grant, pp.79–89.

⁷³⁶ Grant, vd., pp.771–801.

⁷³⁷ Lu ve Beamish, pp.565–586.

⁷³⁸ Tallman ve Li, pp.179–96.

uluslararasılaşmalarının ilk adımı olan ihracat performansları, hisse senedi getirilerine olumlu katkılarda bulunmaktadır.

İşletmelerin kâr payı dağıtımı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, kâr payı değişkeni olarak hisse başı kâr payı kullanılmıştır. Her iki analiz sonucunda da pozitif ve Omran ve Pointon (2004)⁷³⁹, Kaba (2009)⁷⁴⁰, Park ve Kim (2010)⁷⁴¹, Khrawish (2011)⁷⁴², in çalışmalarıyla zıt şekilde anlamsız ilişki elde edilmiştir. Gordon(1959)⁷⁴³, Ogden (1994)⁷⁴⁴, Stevens ve Jose (1992)⁷⁴⁵, Kato ve Loewenstein (1995)⁷⁴⁶, Ariff ve Finn (1986)⁷⁴⁷ ve Lee (1995)⁷⁴⁸ hisse senedi fiyatlarıyla kâr payı ödemeleri arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulurken, Loughlin (1982)⁷⁴⁹, Easton ve Sinclair (1989)⁷⁵⁰ negatif ilişki tespit etmişlerdir. Çalışmada hisse başı kâr payı ile hisse senedi getirileri arasında anlamsız ilişki bulunmasının sebebinin, İMKB imalat sektöründeki bazı firmaların hiç kâr payı dağıtmaması ve kâr payı dağıtan firmaların da düzensiz kâr payı dağıtmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

İşletmelerin finansal performansı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, işletmelerin finansal performansını ölçmek için ekonomik katma değer (EKD), kullanılmıştır. EKD ile hisse senedi getirileri arasında her iki analizde de %1’de anlamlı ve pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Lehn ve Makhija (1997)⁷⁵¹ ve Zimmerman (1997)⁷⁵² gibi araştırmacılar EKD’nin hisse senedi getirilerini açıklama gücü konusunda hem fikir olmuşlardır. Worthington ve West (2004)⁷⁵³, Avustralya’da yaptığı çalışmada hisse senedi getirilerinin artık kâr, kazançlar ve net nakit akımlarından daha çok EKD ile yakın bir ilişkisi olduğunu göstermiştir. Lehn ve Makhija (1997)⁷⁵⁴,nin çalışmasıyla paralel şekilde hisse senedi getirileri ile EKD arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

⁷³⁹ Omran, M. ve Pointon, J., pp.121-133.

⁷⁴⁰ Kaba, 2009.

⁷⁴¹ Park ve Kim, pp.736-751.

⁷⁴² Khrawish, pp.134-146.

⁷⁴³ Gordon, pp.99-105.

⁷⁴⁴ Ogden, pp.345-369.

⁷⁴⁵ Stevens ve Jose, pp.195-216.

⁷⁴⁶ Kato ve Loewenstein, pp.816-847.

⁷⁴⁷ Ariff ve Finn, pp.243-267.

⁷⁴⁸ Lee, 1995, pp.1-22.

⁷⁴⁹ P.H. Loughlin, *The Effect of Dividend Policy on Changes in Stockholders, Wealth*, (A PhD Thesis), Graduate School of Saint Louis University, USA 1982.

⁷⁵⁰ Easton ve Sinclair, pp.1-19.

⁷⁵¹ Lehn ve Makhija, pp.90-97.

⁷⁵² Zimmerman, pp.98-109.

⁷⁵³ Worthington ve West, pp.201-224.

⁷⁵⁴ Lehn ve Makhija, pp.90-97.

Peterson ve Peterson (1996)⁷⁵⁵, DeVilliers ve Auret (1997)⁷⁵⁶ gibi çalışmalar Amerikada EKD'nin etkisi olsada çok zayıf olduğu yönünde kanıtlar sunmuşlardır. Bu çalışmalarla paralel şekilde EKD'nin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi oldukça zayıftır.

İşletmelerin sermaye yapısı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, sermaye yapısı değişkeni olarak toplam borçlar/toplam aktif oranı (SY1) ve toplam borç/özsermaye oranı (SY2) kullanılmış, ancak SY1 değişkeni diğer değişkenlerle yüksek korelasyon içinde olmasından dolayı modelden çıkarılmıştır. SY2 değişkeni ile hisse senedi getirileri arasında her iki modelde de %1'de anlamlı ve negatif ilişki bulunmuştur. Lucas ve McDonald (1990)⁷⁵⁷, Baker ve Wurgler (2002)⁷⁵⁸, Welch (2004)⁷⁵⁹ün çalışmalarıyla paralel şekilde ampirik olarak sermaye yapısıyla piyasa fiyatları arasında güçlü bir ilişki olduğunu bulunmuştur. Bhandari (1988)⁷⁶⁰, borç/öz kaynak oranı ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu iddia etmiştir. Masulis(1980)⁷⁶¹, Masulis (1983)⁷⁶², Barbee, Mukherji ve Raines (1996)⁷⁶³, Kayaçetin (2003)⁷⁶⁴ hisse senedi getirileri ile sermaye yapısı değişkenleri arasında pozitif ilişkiler bulurken, Hatipoğlu (1997)⁷⁶⁵, Baker ve Wurgler (2002)⁷⁶⁶, Welch (2004)⁷⁶⁷, Muradoğlu, Bakke ve Kvernes (2005)⁷⁶⁸ negatif ilişki tespit etmiştir. Ülkemizde dış kaynak finansmanı genelde içsel kaynaklardan daha yüksek maliyetli olduğu düşünülürse bu oranın düşük olması tercih edilir. Borçlanma yoluyla finanslamanın firma için taşıdığı riskler, alacaklılar, hissedarlar ve yöneticiler tarafından çok iyi bilinir. Finansal kaldıraç oranı yükseldikçe, alacaklılar daha yüksek faiz oranı talep edebilir ya da borç vermekten kaçınabilirler. Yine, kreditorler, tahvil ihraç sınırı, yatırımların ertelenmesi, temettü kısıtlanması vb. birtakım kısıtlayıcı şartlar öne

⁷⁵⁵P. P. Peterson ve D.R. Peterson, *Company Performance and Measures of Value Added*, Charlottesville, VA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996.

⁷⁵⁶De Villiers ve Auret, pp.47-63.

⁷⁵⁷Lucas ve McDonald, pp.1019-1043.

⁷⁵⁸Baker ve Wurgler, pp.1-32.

⁷⁵⁹Welch, pp.106-131.

⁷⁶⁰Bhandari, pp.507-528.

⁷⁶¹Masulis,1980, pp.139-178.

⁷⁶²Masulis, 1983, pp.107-126.

⁷⁶³Barbee, vd., pp.56-60.

⁷⁶⁴Nuri Volkan Kayaçetin, *Cross Section of Stock Returns on the Istanbul Stock Exchange*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Orta Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2003.

⁷⁶⁵Hatipoğlu, Erdoğan, *Finansal Kaldıraç Derecesinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1997.

⁷⁶⁶Baker ve Wurgler, pp.1-32.

⁷⁶⁷Welch, pp.106-131.

⁷⁶⁸Muradoğlu, vd., pp.801-804.

sürebilirler. Ayrıca, yüksek oranlarda borçlanma, firmanın özsermaye riskini de artırır. Ülkemizde son yıllarda borçlanma maliyetleri düşmesine rağmen, hisse senedi piyasaları için hala riskli görülmektedir.

Döviz kuru ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, rassal etkili modelde %1’de, Sistem-Gmm’de ise %10’da anlamlı ve negatif ilişkiler elde edilmiştir. Bu konuda birçok çalışma yapılmasına rağmen bir fikir birliğine varılamamıştır. Soenen ve Hennigar (1988)⁷⁶⁹, Goodwin vd., (1992)⁷⁷⁰, Kim (2003)⁷⁷¹, in çalışmalarıyla paralel şekilde negatif bir ilişki bulunmuştur. Literatürde, bir ekonomide döviz piyasalarında gözlenecek sürekli artışın yatırımcıların dikkatini çekeceğine ve döviz piyasasında görülen hareketlenmenin yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini likit hale getirip dövize yönelmesine sebep olacağına, böylece döviz fiyatlarındaki yükselme hisse senedi talebini azaltarak, hisse senedi fiyatlarında bir düşme meydana geleceğine yönelik bir kabul vardır. Döviz fiyatlarındaki durgunluk veya düşme ise mekanizmayı ters yönde işletecek, yani yatırımlar hisse senedi piyasasına yükselecek ve hisse senetlerine olan talep artışı fiyatlarının yükselmesi sonucunu doğuracaktır.

Faiz oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, rassal etkili modelde %5’de, Sistem-Gmm’de ise %1’de anlamlı ve negatif ilişkiler elde edilmiştir. Hisse senedi piyasasının faiz oranlarına karşı duyarlılığı yüksektir. Faiz oranında bir artış beklenen getiri oranını artıracak ve hisse senedi fiyatı faiz oranındaki artışla birlikte düşecektir. Faiz oranındaki bir artış nakit bulundurma alternatif maliyetini artıracak ve elde tutmak yerine sermayenin özellikle faiz getiren diğer menkul kıymetlere yönelmesi hisse senedi fiyatlarında bir azalışa neden olacaktır. Daha yüksek bir faiz oranı yatırımcılar için borçlanma araçlarının getirisini hisse senetlerinin getirisine göre daha cazip hale getirmektedir. Bu durum ise hisse senetlerine olan talebi ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Aynı zamanda, daha yüksek bir faiz oranı gelecekte elde edilecek kâr paylarının hesaplanmasında daha yüksek bir iskonto faktörü ve daha düşük hisse senedi fiyatları anlamına gelmektedir. Flannery ve James (1984)⁷⁷², Cook ve Hahn (1988)⁷⁷³, Bae (1990)⁷⁷⁴, Fung ve Lie (1990)⁷⁷⁵, Kwan

⁷⁶⁹ Soenen ve Hennigar, pp.7–16.

⁷⁷⁰ Goodwin, vd., pp.899–906.

⁷⁷¹ Kim, pp.301-313.

⁷⁷² Flannery ve James, pp. 1141-1153.

⁷⁷³ Cook ve Hahn, pp. 167–180.

⁷⁷⁴ Bae, pp.71-79.

(1991)⁷⁷⁶, Gjerde ve Saettem (1999)⁷⁷⁷, Achsani ve Strohe (2002)⁷⁷⁸, Uddin ve Alam (2007)⁷⁷⁹, Liu ve Shrestha (2008)⁷⁸⁰ ve Aydemir, Demirtaş ve Demirhan (2009)⁷⁸¹ tarafından yapılan farklı çalışmalarda, faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimlerin hisse senetleri getirilerini açıklama gücünün bulunduğunu ve bu etkinin negatif yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Faiz oranlarındaki düşüşün iyi, yükselişin ise kötü sinyal verdiği ve bu şekilde hisse senedi getirilerini etkilediği yönünde kanıtlar sunmuşlardır. Bu çalışmada da, elde edilen sonuç yukarıdaki çalışmaları ve literatürü desteklemektedir. Fama (1975-1976)⁷⁸², Fama ve Gibbons (1982)⁷⁸³, Nelson ve Schwert (1977)⁷⁸⁴ nominal sözleşme hipotezinde bu etkinin, firmalar bazında ise firmaların bilançolarındaki varlık ve kaynakların vade yapısına göre değişeceğini iddia etmektedir. Diğer taraftan, Lee (1997)⁷⁸⁵ çalışmasında S&P endeks getirisi ile kısa dönem faiz oranları arasındaki ilişkiyi araştırmış, ancak iki değişken arasındaki ilişkinin zaman içinde değiştiğini bulmuştur. Değişkenler arasındaki ilişki dönemler itibarıyla negatif ve anlamlı ilişkiden anlamsız veya pozitif ve anlamsız bir ilişkiye dönüştüğünü bulmuştur. Kurihara (2006)⁷⁸⁶, çalışmasında faiz oranlarının Japon hisse senedi fiyatlarını etkilemediğini ortaya koymuştur. Wongbangpo ve Sharma (2002)⁷⁸⁷, çalışmalarında, faiz oranlarının Filipinler, Singapur ve Tayland piyasalarında hisse senedi fiyatları üzerinde negatif etki yaparken, Endonezya ve Malezya piyasalarında ise pozitif yönde etki yaptığını bulmuşlardır.

⁷⁷⁵ H.G. Fung ve C.J. Lie, *Stock Market and Economic Activities: A Casual Analysis*, Pacific-Basin Capital Markets Research, Amsterdam 1990.

⁷⁷⁶ Kwan, S., pp.61-76.

⁷⁷⁷ Gjerde ve Saettem, pp. 61-74.

⁷⁷⁸ N. Achsani ve H.G. Strohe, "Stock Market Returns and Macroeconomic Factors, Evidence from Jakarta Stock Exchange of Indonesia 1990-2001", Universität Potsdam, *Wirtschaftsund Sozialwissenschaftliche Fakultät, Discussion Paper*, 2002.

⁷⁷⁹ Uddin ve Alam, pp.123-132.

⁷⁸⁰ Liu ve Shrestha, pp.744-755.

⁷⁸¹ Aydemir, vd., pp.393-413.

⁷⁸² E.F. Fama, "Short-term Interest Rates as Predictors of Inflation.", *American Economic Review*, June 1975, pp.269-282; Fama, E.F., "Inflation Uncertainty and the Expected Return on Treasury Bills.", *Journal of Political Economy*, 1976, pp.427-448.

⁷⁸³ E. F. Fama ve M. Gibbons, "Inflation, Real Returns and Capital Investment", *Journal of Monetary Economics*, 1982, pp.397-424.

⁷⁸⁴ Nelson ve Schwert, pp. 478-486.

⁷⁸⁵ W. Lee, "Market Timing and Short-Term Interest Rates", *Journal of Portfolio Management*, 23 (3), 1997, pp. 35-46.

⁷⁸⁶ Y. Kurihara, "The Relationship between Exchange Rate and Stock Prices during the Quantitative Easing Policy in Japan", *International Journal of Business*, 11(4), 2006, pp.375-386.

⁷⁸⁷ Wongbangpo ve Sharma, pp.27-51.

Para arzı ile işletmelerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, para arzı ile hisse senedi getirileri arasında %5’de anlamlı ve pozitif ilişki bulunmuştur. Brunner (1961)⁷⁸⁸, Tobin(1963)⁷⁸⁹ ve Friedman ve Schwartz (1963)⁷⁹⁰ tarafından para arzındaki bir değişimle yatırımcı tarafından oluşturulan bir portföydeki diğer varlıkların fiyatları arasında bir ilişkinin var olduğu görüşü basit bir hipotezle ortaya atılmıştır. Palmer (1970)⁷⁹¹ ve Spirinkel (1971)⁷⁹² tarafından bu konuda yapılan ilk çalışmalar, para arzının hisse senedi fiyatlarını etkilediği görüşünü ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan hisse senedi fiyatlarının para arzını etkilediği görüşü ise ilk olarak Cooper (1974)⁷⁹³, Rozeff (1974)⁷⁹⁴ tarafından iddia edilmiştir. Homa ve Jaffe (1971)⁷⁹⁵, Keran (1971)⁷⁹⁶, Malkiel ve Quandt (1972)⁷⁹⁷, Hamburger ve Kochin (1972)⁷⁹⁸, Kraft ve Kraft (1977)⁷⁹⁹, Mukherjee ve Naka (1995)⁸⁰⁰, Kwon ve Shin (1999)⁸⁰¹, Maysami ve Koh (2000)⁸⁰² yaptıkları çalışmalarda para arzı ile hisse senetleri arasında pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Berkman (1978)⁸⁰³, para arzındaki beklenmedik artışın hisse senedi fiyatlarını düşüreceğini iddia etmiştir. Cooper (1974)⁸⁰⁴, Nozar ve Taylor (1988)⁸⁰⁵ tarafından yapılan çalışmalarda ise para arzındaki artışın hisse senedi fiyatlarını etkilemeyeceğini ileri sürmüşlerdir. Pearce ve Roley (1983)⁸⁰⁶ çalışmasında hisse senedi fiyatlarının sadece beklenmedik para arzı değişimine azalış veya tam tersi bir şekilde cevap vereceğini iddia etmiştir. Hardouvelis (1986)⁸⁰⁷ ve Hafer (1986)⁸⁰⁸ Amerika verilerini kullanarak, Loderer, Lys ve Schweizer (1986)⁸⁰⁹ ise İsviçre verilerini kullanarak aynı

⁷⁸⁸ Brunner, K., , pp. 47-56.

⁷⁸⁹ James Tobin, *An Essay on Principles of Debt Management, The Commission on Money and Credit: Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey 1963.

⁷⁹⁰ Friedman ve Schwartz, pp.476- 485.

⁷⁹¹ Palmer, M., pp.19–22.

⁷⁹² B. W. Spirinkel, *Money and Markets: A Monetarist View*, Homevood III, Richard D.Irwin, Inc., 1971.

⁷⁹³ Cooper, pp. 887-908.

⁷⁹⁴ Rozeff, pp.245-302.

⁷⁹⁵ Homa ve Jaffee, pp.1056–66.

⁷⁹⁶ Keran, pp. 16-31.

⁷⁹⁷ Malkiel ve Quandt, pp. 921-926.

⁷⁹⁸ Hamburger ve Kochin, pp. 231-249.

⁷⁹⁹ Kraft ve Kraft, pp. 417-425.

⁸⁰⁰ Mukherjee ve Naka, pp.223-237.

⁸⁰¹ Kwon ve Shin, pp. 71-81.

⁸⁰² Maysami ve Koh, pp. 79-96.

⁸⁰³ Berkman, pp.5–22.

⁸⁰⁴ Cooper, pp. 887-908.

⁸⁰⁵ Nozar ve Taylor, pp.103-161.

⁸⁰⁶ Pearce ve Roley, pp.1323-33.

⁸⁰⁷ Hardouvelis, pp.113-227.

⁸⁰⁸ Hafer, pp.5-14.

⁸⁰⁹ Loderer, vd., pp.33-47.

sonuçlara ulaşmış ve beklenmeyen para arzı ile hisse senetleri arasında negatif bir ilişki olduğunu iddia etmişler. Dhakal vd. (1993)⁸¹⁰ yaptığı çalışmada, para arzındaki değişimin üretimi, enflasyonu ve faiz oranlarını etkileyerek hisse senedi fiyatlarındaki değişmeye neden olduğunu göstermiştir. Homa and Jaffe (1971), Keran (1971)⁸¹¹, Malkiel ve Quandt (1972)⁸¹², Hamburger ve Kochin (1972)⁸¹³, Kraft ve Kraft (1977)⁸¹⁴, Mukherjee ve Naka (1995)⁸¹⁵, Kwon ve Shin (1999)⁸¹⁶, Maysami ve Koh (2000)⁸¹⁷, un çalışmalarıyla paralel şekilde hisse senetleri ile para arzı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Para arzı çalışma döneminde hisse senetleri üzerinde olumlu etkilerde bulunmuştur. Öte yandan enflasyonist beklentilerle olumsuz etkide bulunması da finansal literatürde beklenen para arzı etkilerinden biridir. Ancak inceleme dönemi, Türkiye için enflasyonun kontrol altına alındığı, tek haneli enflasyon rakamlarına kadar düştüğü bir dönem olduğu için para arzı borsa üzerinde canlandırıcı ve olumlu etkilerde bulunmuştur.

Petrol fiyatları ile işletmelerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, rassal etkili modelde anlamlı sonuçlar elde edilemezken, Sistem-Gmm’de %5’de anlamlı ve negatif ilişkiler elde edilmiştir. Ülkemiz petrol ithalat eden ve petrol fiyatlarına karşı duyarlı bir ekonomik sisteme sahip ülkeler grubunda yer alan gelişmekte olan bir ülkedir. Petrol tüketiminin petrol fiyatlarının artış oranı doğrultusunda azaltılması mümkün olmadıgından ve ülkenin petrol tüketimini azaltarak diğer enerji kaynaklarına yönelme imkanı kısıtlıysa yüksek petrol fiyatlarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi artmaktadır. Petrol fiyatlarındaki aşırı dalgalanmanın en belirgin etkisi enflasyon rakamları üzerindedir. Yüksek petrol fiyatları, petrol ve petrol türevlerinin önemli bir girdi ve ara malı olmasından dolayı, maliyet tabanlı enflasyonu artırıcı bir etki göstermektedir. Bu durumda toptan ve tüketici mal fiyatları enflasyonunu yükseltmektedir. Yüksek petrol fiyatlarının olumsuz bir başka etkisi de büyüme rakamları üzerinde görülmektedir. Enflasyonu tetikleyen petrol fiyatları, üretimde düşüşe ve bunun doğal sonucu olarak da büyüme rakamlarının

⁸¹⁰ D. Dhakal, M. Kandil ve S.C. Sharma, “Causality Between the Money Supply and Share Prices: A Var Investigation”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32(3), 1993, pp.52-74.

⁸¹¹ Keran, pp. 16-31.

⁸¹² Malkiel ve Quandt, pp. 921-926.

⁸¹³ Hamburger ve Kochin, pp. 231-249.

⁸¹⁴ Kraft ve Kraft, pp. 417-425.

⁸¹⁵ Mukherjee ve Naka, pp.223-237.

⁸¹⁶ Kwon ve Shin, pp. 71-81.

⁸¹⁷ Maysami ve Koh, pp. 79-96.

düşük çıkmasına ve hatta ekonomik sistemin soğumasına neden olabilmektedir. Hamilton (1983)⁸¹⁸ Amerikadaki 1973'te olan hariç tüm resesyonların öncesinde petrol fiyatlarında değişim olduğunu iddia etmiştir. Bununla birlikte Bernanke vd., (1997)⁸¹⁹ resesyonların temel nedeninin petrol fiyatları olamayacağını fakat merkez bankalarının artan petrol fiyatlarına karşılık enflasyonu kontrol etmek için faizleri arttırdığını iddia etmiştir. Diğer taraftan, Sadorsky (1999)⁸²⁰ Amerika'daki tüm hisse senedi getirileri ile petrol fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir. Özellikle petrol fiyatlarındaki değişimin asimetrik etkisine dikkat çekmiştir: petrol fiyatlarındaki artışın, azalıştan daha fazla ekonomi üzerinde etkisi olduğunu savunmuşlardır. Kaul ve Seyhun (1990)⁸²¹ NYSE hisse senedi getirileri ve petrol fiyat oynaklığı arasında negatif ve anlamlı ilişkiye dikkat çekmişlerdir. Huang vd. (2005)⁸²² bazı Amerikan petrol şirketlerinin hisse senedi getirileri ile petrol fiyatları arasında anlamlı ilişkiler bulmuştur. Kandır (2008)⁸²³ Türkiye üzerinde yaptığı çalışmada hisse senedi getirileri ile petrol fiyatları arasında anlamlı bir ilişki olmadığını bulmuştur. Eryiğit (2009)⁸²⁴ çalışmasında petrol fiyatlarıyla İMKB'deki alt sektör endeksleriyle ilişkisini araştırmış ve bankalar, leasing ve faktoring şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklığı dışındaki tüm sektör endeksleriyle anlamlı ilişki bulmuştur. Huang vd. (2005)⁸²⁵, Sadorsky (1999)⁸²⁶, Eryiğit (2009)⁸²⁷ çalışmalarıyla paralel şekilde dinamik modelde petrol fiyatları ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken, statik modelde Kandır (2008)⁸²⁸'in çalışması gibi anlamsız ilişki bulunmuştur. İlişkinin yönü ise her iki model de Kaul ve Seyhun (1990)⁸²⁹'un çalışmasındaki gibi negatiftir.

⁸¹⁸ J.D. Hamilton, "Oil and the Macroeconomy Since World War II", *The Journal of Political Economy*, 91, 1983, pp.228-248.

⁸¹⁹ B. Bernanke, M. Gertler ve M. Watson, "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 1, pp.91-142.

⁸²⁰ Sadorsky, pp. 449-469

⁸²¹ G. Kaul ve H. N. Seyhun, "Relative Price Variability, Real Shocks, and the Stock Market", *Journal of Finance*, 45, 1990, pp.479-496.

⁸²² B.N. Huang, M. J. Hwang ve H.P. Peng, "The Asymmetry of the Impact of Oil Price Shocks on Economic Activities: An Application of The Multivariate Threshold Model", *Energy Economics*, 27, 2005, pp.445-476.

⁸²³ Kandır, pp.35-45.

⁸²⁴ Eryiğit, pp.209-216.

⁸²⁵ Huang, vd., pp.445-476.

⁸²⁶ Sadorsky, pp. 449-469

⁸²⁷ Eryiğit, pp.209-216.

⁸²⁸ Kandır, pp.35-45.

⁸²⁹ Kaul ve Seyhun, pp.479-496.

Altın fiyatları, dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi ve yabancı portföy yatırımları ile işletmelerin hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye bakıldığında, bu değişkenlerle, her iki modelde de anlamlı ilişkiler elde edilememiştir.

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. Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatları arasında birbirine rakip yatırım araçları olması nedeniyle negatif ilişkiler beklenmektedir. Ancak çalışmadan elde edilen sonuç Büyükşalvarcı (2010)⁸³⁰, un çalışması gibi anlamsızda olsa ilişkinin yönü, Atan vd. (2005)⁸³¹, Albeni ve Demir (2005)⁸³², Zengin (2009)⁸³³ çalışmalarıyla paralel şekilde pozitiftir. Diğer taraftan, Demir ve Yağcılar (2009)⁸³⁴ çalışmalarında Türkiye’de hisse senedi getirileri ile altın fiyatları arasında negatif ilişki bulmuşlar ve altının hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olduğunu iddia etmişlerdir. Bu çalışmada, hisse senetlerinin, altına alternatif bir yatırım aracı olamadığı görülmektedir. Bunun sebebi olarak hem artan altın fiyatları hem de ülkemizde hisse senetlerinin altın kadar geniş yatırımcı potansiyelini bulamaması gösterilebilir. Hisse senetleriyle, altın fiyatları arasında anlamsız ilişkiye de, çalışma döneminde altın fiyatlarını devamlı artmasının sebep olduğu düşünülmektedir.

Dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki literatürde çok fazla araştırılmamasına rağmen gerek ekonomilerin dışa açıklığı gerekse diğer makro değişkenlerle dolaylı ilişkisi nedeniyle bazı araştırmacılar tarafından incelenmiştir. Bu çalışmada da kullanılan dış ticaret dengesi ile hisse senedi getirileri arasında, Yılmaz vd. (2006)⁸³⁵, Özer vd. (2011)⁸³⁶ çalışmalarının tersine, Dizdarlar ve Derindere (2008)⁸³⁷,

⁸³⁰ Büyükşalvarcı, pp.404-416.

⁸³¹ M. Atan, Derviş B.ve Murat K., “Arbitraj Fiyatlama Yaklaşımının İMKB’de Test Edilmesi”, 9. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Kapadokya / Nevşehir 2005.

⁸³² Albeni ve Demir, ss.1-18.

⁸³³ N. Zengin, *Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler ile İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2009.

⁸³⁴ Demir ve Yağcılar, ss.36-51.

⁸³⁵ Yılmaz, vd., ss.1-16.

⁸³⁶ Özer, ss.163-182

⁸³⁷ Dizdarlar ve Derindere, ss. 113-124.

Ali (2010)⁸³⁸ çalışmalarıyla paralel şekilde anlamlı ilişki bulunamamıştır. İlişkinin yönü ise, Bhattacharya (2002)⁸³⁹ çalışmasıyla paralel şekilde negatiftir. Sadeghi (1992), dış ticaret dengesinde meydana gelen beklenmedik bir iyileşmenin enflasyon ve faiz oranları vasıtasıyla sermaye piyasalarına olumlu etkide bulunacağını, beklenenden daha düşük bir dış ticaret açığının ise olumlu etkide bulunacağını iddia etmektedir. Çalışma döneminde de, dış ticaret dengesi bir çeyrek dışında tüm dönemlerde açık vermiştir. Bu yüzden de hisse senedi getirileriyle negatif ilişki bulunmuştur. Ancak dış ticaret dengesinin doğrudan bir etkisi tespit edilememiş ve dış ticaret dengesinin hisse senedi getirileri üzerinde faiz oranları ve döviz kurları gibi diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi vasıtasıyla etkilediği düşünülmektedir.

Binswanger (2000)⁸⁴⁰, firmaların hisse senetlerinin fiyatları, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine eşitse, nakit akımları sanayi üretim endeksi, gayri safi yurtiçi hasıla, gayri safi milli hasıla...v.b. değişkenlerle ölçülebilen reel ekonomik aktivitelerden etkileneceğini belirtmiştir. Fama (1981)⁸⁴¹ çalışmasında sanayi üretimi ile hisse senedi getirileri arasında güçlü ve eşzamanlı bir etkileşimin olduğunu iddia etmiştir. Tainer (1993)⁸⁴², sanayi üretim endeksinin ekonomik aktivitelerin bir ön habercisi olduğunu vurgulamış ve endekste olacak bir artışın ekonomik bir büyümeye işaret edeceğini belirtmiş ve durgunluk dönemlerinde de düşeceğini iddia etmiştir. Geske ve Roll (1983)⁸⁴³, Chen vd. (1986)⁸⁴⁴, Fama (1990)⁸⁴⁵, Cochrane (1991)⁸⁴⁶, Lee (1992)⁸⁴⁷, Mukherjee ve Naka (1995)⁸⁴⁸ ve Nasseh ve Strauss (2000) yaptıkları çalışmalarda bu hipotezi destekler nitelikte, sanayi üretim endeksiyle hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu iddia etmişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuç yukarıdaki çalışmalarla paralel şekilde, sanayi üretim endeksi ile hisse

⁸³⁸ Ali, vd., pp. 312-319.

⁸³⁹ Bhattacharya ve Mukherjee, pp.1-21.

⁸⁴⁰ Mathias Binswanger, "Stock Market Booms and Real Economic Activity: Is This Time Different?", *International Review of Economics and Finance*, 9, 2000, pp.387-415.

⁸⁴¹ E.F. Fama, "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, 71, 1981, pp.545-565.

⁸⁴² E. M. Tainer, *Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis*, John Wiley & Sons Inc., New York 1993.

⁸⁴³ Geske ve Roll, pp.1-33.

⁸⁴⁴ Chen, vd., pp. 83-403.

⁸⁴⁵ Fama, pp.1089-1108.

⁸⁴⁶ Cochrane, pp.209-237.

⁸⁴⁷ Lee, pp.1591-1603.

⁸⁴⁸ Mukherjee ve Naka, pp.223-237.

sendi getirileri arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu görülse de, ilişki anlamlı bulunmamıştır.

Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ve anlamsız bir ilişki elde edilmiştir. Analiz sonucu, Çetenak (2006)⁸⁴⁹,ın çalışmasıyla paralel şekilde, İMKB’de yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişki olmadığı sonucu elde edilmiştir. Diğer taraftan, Dahlquist ve Robertsson (2004)⁸⁵⁰, Çatikkas ve Okur (2008), Sarılı (2010)⁸⁵¹, tarafından yapılan çalışmalarda, yabancı yatırımcıların yatırım işlemleri ile piyasa getirisi arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Clark ve Berko (1997)⁸⁵² tarafından kurulan beklenen akım hipotezine göre, yabancı yatırımların süreklilik arz etmesi nedeniyle, pazarda zamanla bu yatırımlara verilen tepkiler önceden fiyatlara yansıtılacaktır. Bir başka ifade ile önceden ne kadar yabancı yatırım geleceğini tahmin eden yerel yatırımcılar, fiyat değerlemelerini ona göre yapacak ve beklenen oranda bir giriş yaşandığında ise bu giriş fiyatlar üzerinde anlamlı bir düzeyde etkili olmayacaktır. Ancak, şok yada sürpriz bir şekilde, önceden öngörülemeyen yabancı sermaye girişleri piyasada bir fiyat tepkisi ile karşılaşacaktır. Çalışma döneminde yatırımcıların, ülkeye gelecek yabancı yatırımı aşağı yukarı tahmin ettiği ve beklenmedik bir miktarda yabancı yatırımı yapılmadığı ve bu yüzden ilişkinin anlamsız olduğu düşünülmektedir.

⁸⁴⁹ Emin Hüseyin Çetenak, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Adana 2006.

⁸⁵⁰ Dahlquist ve Robertsson, pp.615-632.

⁸⁵¹ Selin Sarılı, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Sermaye Piyasası ve Borsa Bilim Dalı, İstanbul 2010.

⁸⁵² Clark ve Berko, pp.1-50.

SONUÇ

Küreselleşen dünyada ekonomik ve finansal sınırların ortadan kalkma eğilimi göstermesi yatırım tercihlerinin çeşitlenmesine yol açmıştır. Yatırımcılar doğal olarak kendileri için en uygun olan yatırım araçlarını kullanarak en yüksek kazancı elde etmeyi arzulamaktadırlar. Sabit getirili yatırım araçları ana parayı ve belli bir getiriye garanti ederler. Bu yatırım araçları ile daha fazla kâr elde etme imkanı sınırlıdır. Dolayısıyla yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılar, getirisi riskli olan hisse senedi piyasalarına yönelmektedirler. Tüm finansal araçlarda olduğu gibi, yatırımcılar, hisse senedi yatırımlarından daha yüksek getiri elde etme imkanlarını araştırmaktadırlar. Hisse senetlerinin getirileri ekonomik, siyasi, psikolojik ve mevsimsel birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörlerin belirlenmesi, hisse senetlerinin getirilerinin tahmin edilmesinde ve yatırım kararlarının belirlenmesinde çok önemli rol oynamaktadır.

Bu çalışmada, İMKB imalat sektöründe çalışma döneminde devamlılığını sağlayan ve bilgilerine ulaşılabilen 113 firmanın hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörlerin etkisini incelemek amacıyla panel veri modellerinden yararlanılmıştır. Bu çerçevede statik panel veri modeli olarak; havuz modeli, sabit etkiler modeli, tesadüfi etkiler modeli ve dinamik model olarak; Fark-Gmm ve Sistem-Gmm tahmin yöntemlerinden yararlanılmıştır. 2002:Q1-2011:Q3 dönemlerini kapsayan söz konusu panel veri modellerinde, hisse senedi getirileri bağımlı değişken olarak, firma içi ve firma dışı değişkenler ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmada, seçilen firma dışı (makroekonomik) değişkenler ve firma içi değişkenler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Kullanılan makro ekonomik değişkenler para arzı, döviz kuru (Amerikan Doları), enflasyon (TÜFE endeksi), altın fiyatları, petrol fiyatları, faiz oranı, sanayi üretim endeksi, dış ticaret dengesi, yabancıların portföy yatırımları kullanılmıştır. Firmaya özgü olan mikroekonomik değişkenler olarak kâr payı, sermaye yapısı, işletme büyüklüğü, entellektüel sermaye, kurumsal yönetim, finansal performans, uluslararasılaşma, borsa performans oranları, kârlılık, likidite, nakit akımları, hisse senetlerinin gecikmeli değerleri ve işletme hisse senetlerinin betası kullanılmıştır.

Bu amaçla ilk olarak, firma içi ve firma dışı değişkenler arası korelasyon ilişkisi incelenmiş, net kâr marjı (NKM), öz sermaye getiri oranı (OGO) ve toplam borç/toplam kaynak oranı (SY1)'nin ve tüketici fiyat endeksi (TÜFE)'nin diğer değişkenlerle

yüksek korelasyon ilişkisi tespit edilmiş ve modelden çıkarılmıştır. Diğer değişkenlerle yüksek korelasyona sahip değişkenler modelden çıkarılmasına rağmen, modelde kalan değişkenler arasında da çeşitli derecelerde korelasyon olmasından dolayı, değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı ilişkisini incelemek için Wooldridge (2002) oto korelasyon testi yapılmıştır. Test sonucunda oto korelasyon olmadığına karar verilmiştir. Otokorelasyon analizinden sonra panel regresyon analizinin ön testlerinden birisi olan yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık gösterip göstermediği, Greene (2003)'nin LM testi ile araştırılmıştır. Test istatistik sonuçlarına göre, yatay kesit birimlerine ait hata terimleri değişken varyanslılık göstermiştir. Yapılan analizlerde değişken varyanslılık sorunu, White'ın yatay kesitsel kovaryans katsayısı yöntemi ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilmeye çalışılmıştır. Buna ek olarak, aynı boyuttaki değişken varyanslılığına izin vermek açısından yatay kesit ağırlıklı GLS yöntemi de eşanlı olarak kullanılmıştır. Bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Kullanılan değişkenler durağanlık açısından incelendiğinde, bütün değişkenlerin birim bazında durağan olduğu ve sy2 değişkeni dışında hepsinin %1'de anlamlı olduğu, sy2 değişkeninin ise %5'de anlamlı olduğu görülmüştür. Panel birim köklerine bakıldığında ise altın fiyatları ve döviz kuru dışında diğer değişkenlerin %1 veya %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Altın fiyatları ve döviz kuru değişkenlerinin logaritmaları veya doğal logaritmaları hesaplanırsa da düzeyde durağan olmadıkları tespit edilmiş ve farkları alınarak durağanlık sağlanmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenler korelasyon, oto korelasyon, değişen varyans ve durağanlık açısından incelenerek, ön spesifikasyon testleri tamamlanmış ve gerekli değişiklikler ve uygulamalar yapılarak model uygun hale getirilmiştir. Model uygun hale getirildikten sonra, statik panel veri modelleriyle tahminler yapılmış ve uygun statik panel veri modelini seçmek için Hausman ve Chow'un F testi uygulanmıştır. Chow testine göre; Sabit etkiler modeli, havuz modeline tercih edilmiştir. Hausman testine göre ise rassal etkiler sabit etkiler yöntemine tercih edilmiştir. Yapılan chow ve hausman testleri sonucunda modelimiz için en uygun statik panel veri modelinin, rassal etkili panel veri modeli olduğuna karar verilmiştir.

Statik panel veri analizi ile hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler statik bir şekilde incelenerek, uygun statik modele karar verildikten sonra, bu ilişki dinamik bir yapıda incelenmiştir. Sargan testi ile, Fark-Gmm için modelde kullanılan araç değişkenlerin içsellik sorunu içerdiği, Sistem-Gmm için ise modelde kullanılan değişkenlerin içsellik sorunu içermediği sonucu sağlanmıştır. Fark-Sargan test istatistiği ile de modele ilave edilmiş olan araç değişkenlerin geçerliliği anlamlı bulunmuştur. Ar(1) otokorelasyon test istatistiği negatif ve anlamlı çıkmış, Ar(2) test istatistiği ise anlamsız çıkmıştır. Böylece modelde 1. dereceden otokorelasyonun olduğu, 2. mertebeden otokorelasyonun ise olmadığı gözlenmiştir. Fark-Gmm için sargan testi ile içsellik problemi gözlemlenmesi, hem de Sistem-Gmm'in daha etkin olması, dinamik panel veri modeli olarak; Sistem-Gmm'in seçilmesine sebep olmuştur. Böylece statik model olarak; rassal etkili model, dinamik model olarak; Sistem-Gmm seçilmiştir.

Yapılan statik ve dinamik panel veri analizi sonuçlarına göre; hisse senedi getirileriyle ATO, BETA, BUY, BKM, CO, DD/PD, EKD, EKDK, K/F, NAKİM, SY2, YDİSİ, DK, FO ve M1 değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; AGO, EBO, HAO, HBK, TOBQ, YSAH, AF, DTD, SUE ve YPY değişkenleriyle anlamlı ilişkiler bulunamamıştır. Dinamik modelde, statik modelden farklı olarak PF ile anlamlı ilişkiler elde edilirken, YABPAY ile anlamlı ilişki bulunamamıştır. AGO her iki modelde anlamsızken, dinamik modelde ele alınan AGO'nun bir dönem gecikmeli hali olan AGO(-1) ile anlamlı ve pozitif ilişkiler elde edilmiştir. Ayrıca, dinamik modelde ele alınan GETİRİ(-1), ATO(-1), BKM(-1), CO(-1) değişkenleriyle de anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Elde edilen sonuçlara genel anlamda bakıldığında, hisse senedi getirilerine; işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödemesi için likiditesini arttırması kârlılığını azaltacağı ve yatırım fırsatlarını değerlendirmede sıkıntılar oluşturabileceğinden olumsuz etkilerde bulunmakta, ancak daha likit varlıklarını arttırarak kısa vadeli borçlarını ödemesi ise riskini azaltacağından olumlu etkilerde bulunmaktadır. Likiditenin önceki dönemin etkisinin, cari dönemden daha güçlü olduğu görülmektedir. Yani işletmelerin şu andaki likiditesi, sonraki dönem getirisi üzerinde güçlü bir etkide bulunmaktadır. Satışları kâra dönüştürme ve aktiflere yapılan yatırımı kâra dönüştürme yeteneği literatürle uyumlu şekilde olumlu etkilerde bulunmaktadır. Satışların kâra dönüşmesi hem cari dönemde hem gecikmeli dönemde etkide bulunurken, aktiflerin kârlılığı sadece gecikmeli etkide

bulunmaktadır. Cari dönemde aktiflere yapılan yatırımın kâra dönüşmesi zaman alacağından, gecikmeli etkide bulunduğu düşünülmektedir. Kârlılık etkisi, likiditeden farklı olarak, cari dönem etkisi, geçmiş dönem etkisinden daha güçlüdür. Türkiye’de son yıllarda borçlanma maliyeti düşmesine rağmen, dış kaynak finansmanı genelde içsel kaynaklardan daha yüksek maliyetli olduğu için, özkaynaklarına göre borçlarının artması olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Borçlanma risk olarak görülerek getirileri azaltırken, işletme betaları daha yüksek risk daha yüksek getiri algısıyla olumlu etkilerde bulunmaktadır. Entellektüel varlıkların etkisi, fiziksel varlıklar kadar kuvvetli olmasa da, piyasalar geliştikçe işletmelerin fiziksel büyümeden ziyade entellektüel büyümeyi tercih edecekleri düşünülmektedir. Entellektüel varlıklara yatırım ilk etapta maliyetli olsa da, zaman içinde hem maliyeti fiziksel varlıklardan daha düşük hem de getirisi fiziksel varlıklardan daha fazla olacağı düşünülmektedir. İşletmelerin uluslararasılaşması olumlu algılanırken, sermayedeki yabancı payı olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Yerel sermaye olumlu algılanmakta ve literatürde ev yanlılığı (home bias) olarak bilinmektedir. İşletmelerin defter değerine göre piyasa değerinin artması ve piyasa fiyatına göre kârının artması olumlu etkilerde bulunmaktadır. Ancak işletmelerin aktif büyüklüğü olumsuz etkilemekte, işletmeler büyüdükçe getirileri düşmektedir. Bu durum literatüre büyüme anomalisi olarak geçmiştir. İşletmelerde piyasa değeri arttıkça, bunu destekler şekilde nakit akımı yaratması beklenmektedir. Nakit akımlarıyla desteklenmeyen piyasa değerindeki artışlar olumsuz algılanmaktadır. İşletmelerin ekonomik katma değer yaratması zayıfta olsa olumlu etkilerde bulunmaktadır. İşletmelerin zamanla kısa vadeli kârlarla getiri elde etmektense, ekonomik katma değer yaratarak daha kalıcı getirileri hedefleyeceği düşünülmektedir. Ayrıca, ekonominin ve sermaye piyasalarının gelişmesiyle ve istikrarı yakalamasıyla birlikte, işletmelerin ve yatırımcıların borç-özsermaye maliyetini dikkate alarak performans değerlendirmesi yapacakları düşünülmektedir. Makroekonomik değişkenlere bakıldığında ise literatürde beklenen şekilde döviz kuru, faiz oranı ve petrol fiyatlarını negatif, para arzının ise pozitif etkisinin bulunduğu görülmektedir. Ayrıca, İMKB imalat sektöründe 3 ay elde tutma dönemi için momentum stratejisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu strateji tek bir hisse senedinde yanılabilir, bunun için en iyi kazanan hisse senetlerinden elde edilecek bir portföy ile 3 ay elde tutma dönemi için kâr edileceği düşünülmektedir. Buna, getiri momentumu denilmektedir.

Tüm bu bulgular bir bütün olarak ele alındığında, firmaların hisse senedi getirilerinin hem geçmiş dönem getiri değerlerinden, hem halka açıklanan oranlarından hem de ülkenin makroekonomik göstergelerinden etkilendiği anlaşılmaktadır. Etkin piyasa hipotezi ile hisse senedi fiyatlarının geçmişteki fiyatlarla ilişkisi olmadığı, hisse senedi fiyatlarının ekonomi, sektör ve ortaklıklarla ilgili bütün bilgileri yansıttığı, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının rassal olarak hareket ettiği ve temel ve teknik yaklaşımların geçersiz olduğunu ileri sürmüştür. Elde edilen sonuçlar, İMKB imalat sektörü için piyasaların etkinliğini ve rassal yürüyüşü reddetmekte, temel ve teknik analizin geçerliliğini desteklemektedir. Etkin piyasalar hipotezi 1970’lerde akademik çevrelerde finansal piyasaları açıklamada genel kabul görse de, beklenen fayda ve rasyonel birey varsayımları nedeniyle eleştiriler almaya başlamış, 1980’lere gelindiğinde ise hipotez bir bütün halinde sorgulanır olmuştur. Etkin piyasalar hipotezinin eleştirilmeye başlanması davranışsal finansın başlangıcı olarak kabul edilebilmektedir. Davranışsal finans modelleri, diğer hisse senedi fiyat tespit yöntem ya da modellerinden farklı olarak, hisse senedi fiyatlarının oluşumunda insanların içinde bulunduğu psikolojik yapının etkili olduğu üzerine kuruludur. Bu çalışma, psikolojik ve duygusal faktörler de eklenerek genişletilebilir.

KAYNAKLAR

Makale

- Aarstol, M., “Inflation, Agency Costs and Equity Return”, *Journal of Economics and Business*, 52, 2000, 387-403.
- Abdalla, I. ve Murinde V., “Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and Philippines”, *Applied Financial Economics*, 7, 1997, 25-35.
- Achsani, N. ve H.G. Strohe., “Stock Market Returns and Macroeconomic Factors, Evidence from Jakarta Stock Exchange of Indonesia 1990-2001”, Universität Potsdam, *Wirtschaftsund Sozialwissenschaftliche Fakultät Discussion Paper*. 2002.
- Aggarwal, R., “Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market Under Floating Exchange Rates”, *Akron Business and Economic Review*, 12, 1981, 7-12.
- Ahangar, Reza Gharoie, “The Relationship Between Intellectual Capital and Financial Performance: An Empirical Investigation in an Iranian Company”, *African Journal of Business Management*, 5(1), 2011, 88-95.
- Aharony J. ve Swary I., “Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders' Return: An Empirical Analysis.”, *Journal of Finance*, 35, 1980, 1-12.
- Ahmed, Shahid, “Aggregate Economic Variables and Stock Markets in India”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 14, 2008, 141-164.
- Ajayi, Richard A., Joseph Friedman ve Seyed M. Mehdian, “On the Relationship between Stock Returns and Exchange Rates: Tests of Granger Causality”, *Global Finance Journal*, 9(2), 1998, 241-251.
- Akay, Hülya Kanalcı, “Hisse Senetleri Piyasalarında Risk Türleri ve İMKB’de Bir Uygulama”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 2003, 213, 115-131.
- Akçaraoğlu, Alpaslan ve Yurdakul, Funda, “Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na İlişkin Ampirik Kanıtlar”, *İMKB Dergisi*, 6(21), 2002, 1-20.

- Akkum, T. ve Vuran, B., “Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Analizi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 20(233), 2005, 28-45
- Aktaş, Metin, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 37(2), 2008, 137-150.
- Al-Jafari, Mohamed Khaled, Salameh, Rashed Mohammed ve Habbash, Mohammad Rida, “Investigating the Relationship between Stock Market Returns and Macroeconomic Variables: Evidence from Developed and Emerging Markets”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 79, 2011, 6-30.
- Al-Shubiri, Faris Nasif, “Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks”, *International Journal of Business and Management*, 5(10), 2010, 137-147.
- Albeni, M. ve Demir Y., “Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14, 2005, 1-18.
- Ali, Imran, Ur Rehman, Kashif, Yilmaz, Ayse Kucuk, Khan, Muhammad Aslam ve Afzal, Hasan, “Causal Relationship Between Macro Economic Indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan”, *African Journal of Business Management*, 4(3), 2010, 312-319.
- Ali, Mohammad Bayezid, Chowdhury ve Tanbir Ahmed, “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), 2010, 52-64.
- Anari, A., ve Kolari, J., “Stock Prices and Inflation”, *The journal of Financial Research*, 24(4), 2001, 587-602.
- Anderson, T.W. ve Hsiao, Cheng, “Estimation of Dynamic Models with Error Components”, *Journal of the American Statistical Association*, 76, 1981, 598-606.
- Andrade, G., Mitchell, M. ve Stafford, E., “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 2001, 103-120.

- Arahony, J. ve I. Swary “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, 35, 1980, 1-12.
- Arellano, Manuel ve Bond, Stephen, “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence ve an Application to Employment Equations”, *The Review of Economic Studies*, 58, 1991, 277-297.
-, Manuel ve Bover, Olympia, “Another Look at The Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models”, *Journal of Econometrics*, 68, 1995, 29-51.
- Ariff, M. ve Finn, F. J., “Announcement Effects and Market Efficiency in a Thin Market: An Empirical Application to the Singapore Equity Market”, *Asia Pacific Journal of Management*, 6, 1986, 243-267.
- Asquith, Paul ve Kim, E. Han, “The Impact of Merger Bids on the Participating Firms’ Security Holders”, *The Journal of Finance*, 37(5), 1982, 1209-1228.
- Asprem, M., “Stock Prices, Asset Portfolios and Macroeconomic Variables in Ten European Countries”. *Journal of Banking and Finance*, 13, 1989, 589-612.
- Ata, H. Ali ve Ağ, Yusuf, “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 2010, 45-60.
- Atan M., Derviş B. ve Murat K., “Arbitraj Fiyatlama Yaklaşımının İMKB’de Test Edilmesi”, 9. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Kapadokya / Nevşehir, Türkiye, 2005.
- Aydemir, Oğuzhan, “Hisse Senedi Getirileri ve Reel Sektör Arasındaki İlişki: Ampirik Bir Çalışma”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 2008, 37-55.
- Aydemir, O., Demirtaş, G. ve Demirhan, B. “Hisse Senedi Piyasasının Gelişiminde Makro Ekonomik Değişkenlerin Rolü: Panel Veri Analizi”, *13.Ulusal Finans Sempozyumu*, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF*, 2009, 393-413.
- Aydoğan, Kürşat ve Güney, Alparslan, “Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K oranı ve Temettü Verimi”, *İMKB Dergisi*, 1(1), 1997, 83-96.
- Ayrıçay, Yücel, “Finansal Türev Piyasalardaki Riskler”, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, 17(211), 2002, 56-70.

- Bae, K.H., Bailey W. ve Mao, C.X., “Stock Market Liberalization and the Information Environment”, *Queen’s University Working Paper*, Cornell University, 2005, 1-39.
- Bae, S. C., “Interest Rate Changes and Common Stock Returns of Financial Institutions”, *Journal of Financial Research*, 13, 1990, 71-79.
- Bahmani-Oskooee, M. ve Sohrabian, A., “Stock Prices and The Effective Exchange Rate Of The Dolar”, *Applied Economics*, 24, 1992, 459–464.
- Banz, Rolf W. “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, 3-18.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey, “Market Timing and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 57, 2002, 1–32.
- Barak, Osman, “İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 2008, 207-229.
- Barbee, William C., Mukherji, Jr. Sandip ve Raines, Garry H., “Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better than Book-Market and Firm Size?”, *The Financial Analysts Journal*, 1996, 56-60.
- Barber, Brad M. ve Lyon, John D. “Firm Size, Book- To-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms”, *Journal of Finance*, 52(2), 1997, 875-883.
- Basu, S., “The Information Content Of Price-Earnings Ratios”, *Financial Management* 4(2), 1975, 53-64.
- Basu, S., “Investment Performance of Common Stocks in Relation To Their P/E ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis”, *Journal of Finance*, 32, 1977, 663–682.
-, S, “The Relationship Between Earnings’ Yield, Market Value and Return For NYSE Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, 129-156.
- Bayrakdaroglu, Ali, “Performans Ölçütlerinin Hisse Senedi Getirilerini Açıklayabilme Gücü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2012, 139-158.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. ve Lundblad, C. “Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets”, *Review Financial Studies*, 20(6), 2007, 1783 - 1831.

- Berkman, N. G., "On the Significance of Weekly Changes in M1," *New England Economic Review*, 1978, 5–22.
- Bernanke, B., Gertler, M., ve Watson, M., "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 1, 91-142.
- Bhandari, Laxmi C., "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, 43(2), 1988, 507-528.
- Bhargava, Vivek ve Malhotra, D.K., "Do Price-Earnings Ratios Drive Stock Values?", *The Journal of Portfolio Management*, 32(1), 2006, 86-92.
- Bhattacharya, B., ve Mukherjee, J., "The Nature of the Causal Relationship Between Stock Market and Macroeconomic Aggregates in India: An Empirical Analysis", *Paper Presented in the 4. Annual Conference on Money and Finance*, Mumbai, 2002, 1-21.
- Binswanger, Mathias, "Stock Market Booms and Real Economic Activity: Is This Time Different?", *International Review of Economics and Finance*, 9, 2000, 387–415.
- Black, F., Jensen, M. ve Scholes, M., "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests," in Jensen, M., ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger, New York, 1972, 79-121.
- Black S., Bernard, Love, Inessa ve Rachinsky, Andrei, "Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Times Series Evidence from Russia", *Emerging Markets Review*, 7, 2006, 361-379.
- Blundell, Richard ve Bond, Stephen, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 1998, 115–143.
- Bodie, Z., "Common Stocks As A Hedge Against Inflation", *Journal of Finance*, 31, 1976, 459–470.
- Bontis, Nick Chua, William, Keow, Chong ve Richardson, Stanley "Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries", *The Journal of Intellectual Capital*, 1(1) 2000, 85–100.
- Bossaerts, P. ve Fohlin, C., "Has the Cross-Section of Average Returns Always Been The Same? Evidence From Germany, 1888-1913", Social Science Working Paper 1084, July California Institute of Technology, 2000.

- Bottazzil, L. ve Corradi, V., “Analyzing the Risk Premium in the Italian Stock Market:ARCH-M Models vs. Non-parametric Models”, *Applied Economics*, 23, 1991, 335-341.
- Boudoukh, J. ve M. Richardson, “Stock Returns and Inflation: A Long-horizon Perspective”, *American Economic Review*, 83, 1993, 1346-1355.
-, J., M. Richardson ve R. F. Whitelaw, “Industry Returns and Fisher Effect”, *The Journal of Finance*, 49, 1994, 1595-1615.
- Brandt, M.W., Wang, K.Q., “Time-varying Risk Aversion and Unexpected Inflation”, *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, 1457–1498.
- Breen, William, Lawrence R. Glosten, and Ravi Jagannatan, “Economic Significance of Predictable Variations in Stock Index Returns”, *Journal of Finance*, 44, 1989, 1177-1189.
- Breitung, J. “The Local Power of Some Unit Roots Tests For Panel Data”, en B. Baltagi (ed.), *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, *Amsterdam: Elsevier Science*, 2000, 161-178.
- Brown, Philip, Kleidon, Alan ve Marsh, Terry, “New Evidence On The Nature Of Size-Related Anomalies In Stock Prices”, *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, 33 56.
- Brunner, K., “Some Major Problems in Monetary Theory”, *American Economic Review*, May, 1961, 47-56.
- Bulmash, S. B. ve Trivoli, G. W., “Time-Lagged Interactions Between Stock Prices And Selected Economic Variables”, *The Journal of Portfolio Management*, 17(4), 1991, 66-67.
- Büyükalvarcı, Ahmet, “The Effects of Macroeconomics Variables on Stock Returns: Evidence from Turkey”, *European Journal of Social Sciences*, 14(3), 2010, 404-416.
- Campbell, John Y., “Stock Returns and The Term Structure”, *Journal of Financial Economics*, 18(2), 1987, 373-399.
- Canbaş, Serpil, Kandır, Serkan Yılmaz ve Erişmiş, Ahmet, “Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(512), 2007, 15-27.

- Caporale, T. ve Jung, C., "Inflation and Real Stock Prices". *Applied Financial Economics*, 7, 1997, 265-66.
- Carmichael, B. ve Samson, L. "Expected Returns and Economic Risk in Canadian Financial Markets", *Applied Financial Economics*, 13(3), 2003, 177-189.
- Chan, K.C., N.F.Chen ve D.A.Hsieh, "An Exploratory Investigation of the Firm Size effect", *Journal of Financial Economics*, 14, 1985, 451-471.
-, K. C., Hamano Y. ve Lakonishok J., "Fundamentals and Stock Returns in Japan", *The Journal of Finance*, 46(5), 1991, 1739-1764.
- Chaudhuri, K., ve Smiles, S., "Stock Market and Aggregate Economic Activity: Evidence from Australia", *Applied Financial Economics*, 14, 2004, 121-129.
- Chen, N. F., Roll, R. ve Ross, S., "Economic Forces and The Stock Market", *Journal of Business*, 59(3), 1986, 83-403.
- Chen, M.; Cheng, S. ve Hwang, Y., "An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance", *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 2005, 159-176.
- Cho, Myeong-Hyeon; "Ownership Structure, Investment and The Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47(1), 1998, 103-121.
- Choudhry, T., "Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries", *Journal of International Financial Markets*, 11, 2001, 75-96.
- Chow, E.H., Lee W.Y. ve Solt M.S., "The Exchange Rate Risk Exposure of Asset Returns", *Journal of Business*, 70, 1997, 105-123.
- Chowdhury, Mustafa, Howe, John S., ve Lin, Ji-Chai, "The Relation between Aggregate Insider Transactions and Stock Market Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol: 28, No:3, 1993, 431-437.
- Chui, C.W. ve Wei, K.C., "Book-to-Market, Firm Size, and The Turn-Of-The-Year Effect: Evidence From Pacific-Basin Emerging Markets", *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 1998, 275-293.
- Chung, Kee H. ve Pruitt, Stephen W., "A Simple Approximation of Tobin's q ", *Financial Management*, 23(3), 1994, 70-74.
- Cihangir, Mehmet ve Kandemir, Tuğrul, "Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma

- Modeli Aracılığıyla Saptanmasına Yönelik Bir Çalışma”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 2010, 257-296.
- Clark, J., ve Berko, E., “Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 24, 1997, 1-50.
- Claessens, S., Dasgupta, S. ve Glen, J., “The Cross-Section of Stock Returns: Evidence from the Emerging Markets”, *Emerging Markets Quarterly*, Vol:2, 1998, 4-13.
- Cleary, J. ve Inglis A., “Momentum in Canadian Stock Returns”, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 15(3), 1998, 279-281.
- Cochrane, J.H., “Production Based Asset Pricing and the Link Between Stock Returns and Economic Fluctuations”, *Journal of Finance*, 46, 1991, 209-237.
- Cohen, Randolph B., Paul A. Gompers ve Tuomo, Vuolteenaho, “Who Underreacts to Cashflow News? Evidence From Trading Between Individuals and Institutions”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, 409–462.
- Cook, T. ve Hahn, T., “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20(2), 1988, 167–180.
- Cooper, R., “Efficient Capital Markets and The Quantity Theory of Money”, *Journal of Finance*, 29(3), 1974, 887-908.
- Coşkun, Metin ve Temizel, Fatih, “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Getirileri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği”, *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(7), 2009, 1-18.
- Çatıkkaş, Özgür ve Okur, Mustafa, “İMKB’de Yabancı Yatırımcılar ve İMKB Ulusal 100 Endeksi Üzerine Etkileri”, *Möдав Dergisi*, 3, 2008, 161-178.
- Çelik, Tankut Taner ve Taş, Oktay, “Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları”, *İTÜ Dergisi Sosyal Bilimler*, 4(2), 2007, 11-22.
- Çetin, Ayten,” Entelektüel Sermaye ve Ölçülmesi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 20(1), 2005, 359-378.
- Çıtak, Levent, “F/K Oranları İle İMKB 100 Endeksi Getirileri Arasındaki İlişkiler Üzerine Bir Araştırma”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 5(1), 2004, 73-88.

-, Levent ve Yıldız, Fatma Kaplan, “Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 2007, 273-295.
- Cutler, D.M., Poterba, J.M. ve Summers, L.H., “Speculative Dynamics and The Role of Feedback Traders”, *American Economic Review*, 80, 1990, 63–68.
- Dahlquist, M. ve Robertsson, G., “A Note on Foreigners’ Trading and Price Effects Across Firms,” *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004, 615-632.
- De Bondt, W. F. M. ve Thaler R. “Does The Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance*, 40(3), 1985, 793-805.
- De Villiers, J.U. ve Auret, C.J., “A comparison of EPS and EVA as explanatory variables for share price”, *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, 22, 1997, 47-63.
- Demir, Özcan, “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değerine Olan Etkisi”, *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*, Elazığ, 2005, 77-82.
- Demir, Sezgin, Yeşildağ, Eser ve Açıkan, Fethi “Likidite ile Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkinin Ölçülmesi: İMKB Uygulaması”, *Mali Çözüm Dergisi*, 90, 2008, 49-70.
- Demir, Yusuf, “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(2), 2001, 109-130.
-, Yusuf ve Yağcılar, Gamze Göçmen, İMKB’de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlandırma Modeli İle Belirlenmesi, *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(2), 2009, 36-51.
- Demireli, Erhan, “Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma”, *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 2008, 215-241.
- Demsetz, Harold ve Lehn, Kenneth; “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93, 1985, 1155-1177.
- Denis, Diane K. ve McConnell, John J., “International Corporate Governance”, *Journal of Financial and Quantitative Finance*, 38(1), 1-36.

- Dennis, P., S., Snow, Perfect, K. ve Wiles, K., “The Effects Of Rebalancing On Size and Book-To-Market Ratio Portfolio Returns”, *Financial Analysts Journal*, 51(3), 1995, 47-57.
- Dhakal, D., Kandil, M. ve Sharma, S.C., “Causality Between the Money Supply and Share Prices: A Var Investigation”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32(3), 1993, 52–74.
- Dickey, D.A. ve Fuller, W.A., “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Journal of American Statistical Association*, 1979, 427-431.
- Dizdarlar, Işın ve Derindere, Sinem, “Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB-100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma”, *Yönetim Dergisi*, 19(61), 2008, 113-124.
- Doidge, C., “U.S. Cross-Listings and The Private Benefits Of Control: Evidence From Dual-Class Firms”, *Journal of Financial Economics*, 72, 2004, 519-553.
- Dokko, Y. ve R. Edelstein, “The Empirical Interrelationships among The Mundell and Darby Hypothesis and Expected Stock Market Returns”, *Review of Economics and Statistics*, 69, 1987, 161-166.
- Drobetz Wolfgang, Schillhofer Andreas ve Zimmermann Heinz, “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”, *European Financial Management*, 10(2), 2004, 267–293.
- Duman M. ve Karamustafa O., “Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri, Enflasyon ve Reel Üretim İlişkisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 21, 2004, 94–100.
- Durukan, M. Banu, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, 3(11), 1999, 19-47.
- Eades, K., “Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17, 1982, 471-500.
- Easton, S. A. ve Sinclair, N. A., “The Impact of Unexpected Earnings and Dividends on Abnormal Returns to Equity”, *Accounting & Finance*, 29, 1989, 1-19.
- Ege, İlhan ve Bayraktaroğlu, Ali, “Küreselleşme Surecinde İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 2009, 139–158.

- Elton, Edwin J. ve Gruber, Martin J., “Modern Portfolio Theory, 1950 to Date”, *Journal of Banking and Finance*, 21, 1997, 1743-1759.
- Erdem Cumhuri, Erdem, Meziyet Sema ve Arslan, Cem Kaan, “Makroekonomik Değişkenler ve İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 239, 2006, 125-135.
- Eryiğit, Mehmet, “Effects of Oil Price Changes on the Sector Indices of İstanbul Stock Exchange”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, 2009, 209-216.
- Eun, C.S. ve Huang, W., “Asset pricing in China's domestic stock markets: is there a logic?” *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(5), 2007, 452–480.
- Fairfield, Patricia M., Whisenant, Scott ve Yohn, Terry Lombardi, “Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing”, *The Accounting Review*, 78, 2003, 353–371.
- Fama, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, 383-417.
-, E.F., “Short-term Interest Rates as Predictors of Inflation.”, *American Economic Review*, June 1975, 269-282.
-, E.F., “Inflation Uncertainty and the Expected Return on Treasury Bills.”, *Journal of Political Economy*, 1976, 427-448.
-, E.F. “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88, 1980, 288-307.
-, E.F., “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money”, *American Economic Review*, 71, 1981, 545–565.
-, E.F., “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money: Reply.”, *American Economic Review*, 73, 1983, 471–472.
-, E. F., “Stock Returns, Expected Returns and Real Activity”, *Journal of Finance*, 45(4), 1990, 1089-1108.
-, Eugene F. ve MacBeth, James, “Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests”, *Journal of Political Economy*, 81, 1973, 607-636.
-, E. F., ve Schwert, G. W., “Asset Returns and Inflation”, *Journal of Financial Economics*, 5, 1997, 115-146.

-, E. F. ve Gibbons, M., “Inflation, Real Returns and Capital Investment”, *Journal of Monetary Economics*, 1982, 397-424.
-, E. F. ve French, K. R., “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, *The Journal of Finance*, 47(2), 1992, 427-465.
-, E. F. ve K.R. French, “Common Risk Factors In The Returns On Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 33,1993, 3-56.
-, E. F. ve K.R. French, “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”, *Journal of Finance*, 50, 1995, 131-155.
-, E. F., ve K. R. French. “Value Versus Growth: The International Evidence.” *Journal of Finance*, 53, 1998, 1975-1999.
-, E. F. ve K. R. French, “Dissecting Anomalies”, *Journal of Finance*, 63, 2008, 1653-1678.
- Feldstein, Martin, “Inflation and The Stock Market”, *American Economic Review*, 70 (5), 1980, 839–847.
- Ferson, W. E., “Changes in Expected Security Returns, Risk, and the Level of Interest Rates”, *Journal of Finance*, 44, 1989, 1191-1217.
- Firth, M., “The Relationship Between Stock Market Returns and Rates of Inflation”, *The Journal of Finance*, 34(3), 1979, 743-749.
- Flannery, Mark J. ve M. James, C., , “The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions”, *The Journal of Finance*, 39 (4), 1984, 1141-1153.
- Fletcher, J., “An Examination of The Cross-Sectional Relationship of Beta And Return: UK Evidence”, *Journal of Economics and Business*, 49, 1997, 211–221.
- Frank, P. ve Young, A., “Stock Price Reaction of Multinational Firms to Exchange Realignments”, *Financial Management*, 1, 1972, 66-73.
- Friedman, M. ve Schwartz, A. J., “Money and Business Cycles”, *Review of Economics and Statistics*, 45(1), 1963, 476- 485.
- Froot, Kenneth A., O’connell, Paul G. J., Seasholes, Mark S., “The Portfolio Flows of International Investors”, *Journal of Financial Economics*, 59(2), 2001, 151-193.
- Gan, C., Minsoo Lee, Hua Hwa Au Yong ve Jun Zhang, “Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence”, *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 2006, 89-101.

- Gençtürk, Mehmet, “Finansal Kriz Dönemlerinde Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 2009, 127-136.
- Geringer, J. Michael, Beamish Paul W. ve DaCosta, Richard C., “Diversification Strategy and Internationalization: Implications for MNE Performance,” *Strategic Management Journal*, 10(2), 1989, 109–19.
-, J. Michael, Tallman, Stephen ve Olsen, David M., “Product and Geographic Diversification Among Japanese Multinational Firms,” *Strategic Management Journal*, 21(1), 2000, 51–80.
- Geske, R. ve Roll, R., “The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation”, *Journal of Finance*, 38(1), 1983, 1-33.
- Gjerde, O. ve F. Sættem, “Casual Relations among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy”, *Journal of International Finance Markets Institutions and Money*, 9, 1999, 61-74.
- Glosten, Lawrence R., Jagannathan, Ravi ve Runkle, David E., “On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Returns on Stocks”, *Journal of Finance*, 48(5), 1993, 1779-1801.
- Goh, C.P., “Intellectual Capital Performance of Commercial Banks in Malaysia”, *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), 2005, 385-396.
- Goodwin, T. H., Farsio, F. ve Willett, T. D., “The Dollar and the Dow”, *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e-Commerciali*, No:39, 1992, 899–906.
- Gordon, M. J., “Dividend, Earning, and Stock Prices”, *The Review of Economics and Statistics*, 41, 1959, 99-105.
-, M. J., “The Savings, Investment and Valuation of the Corporation”, *Review of Economics and Statistics*, 45, 1962, 37-51.
- Graham, F. C., “Inflation, Real Stock Returns, and Monetary Policy”. *Applied Financial Economics*, 6, 1996, 29-35.
- Granger, C. W. J., Huang, B. N. ve Yang, C. W., “A Bivariate Casuality Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Recent Asian Flu”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 2000, 337–54.
- Grant, Robert M., “Multinationality and Performance Among British Manufacturing Firms,” *Journal of International Business Studies*, 18(1), 1987, 79–89.

-, Robert M., Azar P. Jammine ve H. Thomas “Diversity, Diversification, and Profitability Among British Manufacturing Firms,” *Academy of Management Journal*, 31(4), 1988, 771–801.
- Groenewold, Nicolaas, O’Rourke, Gregory ve Thomas, Stephan, “Stock Returns and Inflation: A Macro Analysis”, *Applied Financial Economics*, 7, 1997, 127-136.
- Gökgöz, Fazıl, Üç “Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 63(2), 2008, 43-64.
- Gultekin, N.B., “Stock Market Returns and Inflation: Evidence From Other Countries”, *Journal of Finance*, 38, 1983, 49–65.
- Gunasekarage, A. ve Kot, H. W., “Return-Based Investment Strategies in The New Zealand Stock Market: Momentum Wins”, *Pacific Accounting Review*, 19(2), 2007, 108-124.
- Hadri, K., “Testing For Stationarity in Heterogeneous Panel Data”, *Econometrics Journal*, 3, 2000, 148-161.
- Hafer, R., “The Response of Stock Prices to Changes in Weekly Money and the Discount Rate”, *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 68, 1986, 5-14.
- Hamburger, M. J. ve Kochin, L. A., “Money and Stock Prices: The Channels of Influence”, *Journal of Finance*, 27(2), 1972, 231-249.
- Hamilton, J.D., “Oil and the Macroeconomy Since World War II”, *The Journal of Political Economy*, 91, 1983, 228-248.
- Hao, Jiang, “Foreign Ownership and Equity Returns: Evidence From Japan”, *17th Australasian Finance and Banking Conference*, 2004, Sydney, 1-32
- Hardouvelis, G. A., “Macroeconomic Information and Stock Prices”, *First Boston Working Paper Series*, No: FB-86-13, 1986, 113-227.
- Harris, Milton ve Raviv, Artur, “The Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Finance*, 48, 1991, 297-356.
- Haugen, Robert A., ve Baker, Nardin L. “Commonality in the Determinants Of Expected Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, 401–439.
-, Robert A. ve Senbet, Lemma W. “The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure,” *The Journal of Finance*, 33(2), 1978, 383-393.

- Heston S. L., Rouwenhorst K. ve Wessels R. E., “The Role of Beta and Size in the Cross-Section of European Stock Returns”, *European Financial Management*, 5(1), 1999, 9-27.
- Hiraki, T., “Testing The Proxy Effect Hypothesis of Inflation on Stock Returns For Japanese Market”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 2, 1985, 73–87.
- Homa, K.E. ve Jaffee, D.M., “The Supply of Money and Common Stock Prices”, *Journal of Finance*, 26(5), 1971, 1056–66 .
- Homsud, Nopbhanon, Wasunsakul, Jatuphon, Phuangnark, Sirina ve Joongpong, Jitwatthana, “A Study of Fama and French Three Factors Model and Capital Asset Pricing Model in the Stock Exchange of Thailand”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, 2009, 31-40.
- Hon, M. T. ve Tonks I. “Momentum in The UK Stock Market”, *Journal of Multinational Finance Management*, 13, 2002, 43-70.
- Holderness, Clifford, G., Kroszner, Randall, S. ve Sheehan, Dennis, P.; “Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”, *The Journal of Finance*, 54(2), 1999, 435-469.
- Huang, B.N., Hwang, M. J. ve Peng, H.P., “The asymmetry of the impact of oil price shocks on economic activities: An application of the multivariate threshold model”, *Energy Economics*, 27, 2005, 445-476.
- Im, K.S., Pesaran, M.H. ve Shin, Y., “Testing For Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, 115, 2003, 53-74.
- Islam, S. M. N. ve Watanapalachaikul, S., “Time series financial econometrics of the Thai stock market: a multivariate error correction and valuation model”, 2003, Available at: <http://blake.montclair.edu/~cibconf/conference/DATA/Theme2/Australia2.pdf>.
- İskenderoğlu, Ömer, Kandır, Serkan Yılmaz ve Önal, Yıldırım Beyazıt, “Hisse Senedi Piyasası ve Reel Ekonomik Faaliyetler Arasındaki İlişkinin Araştırılması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 2011, 333-348.
- İşcan, Erhan, “Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi”, *Maliye Dergisi*, 158, 2010, 607–617.

- Jaffe, J.F., Mandelker, G., “The Fisher Effect For Risky Assets: An Empirical Investigation”, *Journal of Finance*, 31, 1976, 447–458.
-, Jeffrey, Keim, Donald B. ve Westerfield, Randolph, “Earnings Yields, Market Values and Stocks Returns”, *Journal of Finance*, 44, 1989, 135-148.
- Jegadeesh, N. ve Titman, S.. “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications For Stock Market Efficiency”, *The Journal of Finance*, 48(1), 1993, 65-91.
-, N. ve Titman S., “Overreaction, Delayed Reaction and Contrarian Profits”, *The Review of Financia Studies*, 8(4), 1995, 973-993.
- Jensen, M. C. ve Meckling, W H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Fincincial Economics*, 3, 1976, 305-360.
- Jones, C.M. ve Kaul, G., “Oil and the Stock Markets”, *The Journal of Finance*, 51, 1996, 463-491.
- Joshi, M., Cahill, D. ve Sidhu, J., “Intellectual Capital Performance in the Banking Sector. An Assessment of Australian Owned Banks”, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, 14(2), 2010,151-170.
- Kabakçı, Yurdağül, “Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış*, (8)1, 2008, 167–182.
- Kamath, G.B., “Intellectual Capital Performance of Indian Banking Sector”, *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, 96-123
- Kandır, Serkan Yılmaz, “Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: İMKB Mali Sektör Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15(2), 2006, 217-230.
-, Serkan Yılmaz, “Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 16, 2008, 35-45.
- Kanıbir, Hüseyin, “Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entellektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları”, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(3), 2004, 77–85.

- Kang, J. K., ve Stulz, R.M., “Why Is There A Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 46, 1997, 3-28.
- Kaplan, Steven ve Weisbach, Michael S., “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures”, *NBER Working Paper Series*, No:3484, 1990, 20-34.
- Karacaer, Semra ve Aygün, Mehmet, “Entelektüel Sermayenin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 27(2), 2009, 127-140.
- Karamustafa, Osman, Varıcı, İdris ve Er, Bünyamin, “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 2009, 100 – 119.
- Kardiyen, Filiz, “Portföy Optimizasyonunda Ortalama Mutlak Sapma Modeli ve Markowitz Modelinin Kullanımı ve İMKB Verilerine Uygulanması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 2008, 335-350.
- Kasman, S., “Hisse Senetlerinin Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir İlişki Var mı?”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 238, 2006, 88-99.
- Kato, K. ve Loewenstein, U., “The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan”, *The Review of Financial Studies*, 8, 1995, 816-847.
- Kaul, G., “Stock Returns and Inflation: The Role Of The Monetary Sector”, *Journal of Financial Economics*, 18, 1987, 253–276.
-, G., “Monetary Regimes and The Relation Between Stock Returns and Inflationary Expectations”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 1990, 307–321.
-, G. ve Seyhun, H. N., “Relative Price Variability, Real Shocks, and the Stock Market”, *Journal of Finance*, 45, 1990, 479-496.
- Kayalı, Cevdet A., Yereli, Ayşe N. ve Ada, Şebnem, “Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 14(1), 2007, 67-90.

- Keim, D., "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12(1), 1983, 13-32.
- Keran, M. W., "Expectations, Money and the Stock Market", *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, January, 1971, 16-31.
- Kıran, B., "Türkiye’de Döviz Kuru ve Hisse Senedi Fiyatlarının Sınır Testi Analizi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 275, 2009, 66–88.
- Kim, H. ve Singal, V., "Stock Market Openings: Experience Of Emerging Economies", *Journal of Business*, 73, 2000, 25-66.
- Kim, K., "Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model", *Review of Financial Economics*, 12, 2003, 301-313.
- Khrawish, Husni Ali, "Dividend Yields and Expected Stock Returns: Evidence From Banking Sector in Amman Stock Exchange (Ase)", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 34, 2011, 134-146.
- Kothari, S.P., Shanken, Jay ve Sloan, Richard G., "Another Look At The Cross Section of Expected Returns", *Journal of Finance*, 50, 1995, 185-224.
- Kraft, J. ve Kraft, A., "Determinants of Common Stock Prices: A Time Series Analysis", *Journal of Finance*, 32(2), 1977, 417-425.
- Kurihara, Y., "The Relationship between Exchange Rate and Stock Prices during the Quantitative Easing Policy in Japan", *International Journal of Business*, 11(4), 2006, 375-386.
- Kwan, C., "Efficient Market Tests of the Information Content of Dividend Announcement: Critique and Extension", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 16, 1981, 193-206.
- Kwan, S., "Re-examination of Interest Rate Sensitivity of Commercial Bank Stock Returns Using a Random Coefficient Model", *Journal of Financial Services Research*, 5, 1991, 61-76.
- Kwon, C.S. ve Shin, T.S., "Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns", *Global Finance Journal*, 10(1), 1999, 71-81.
- Laing, G., Dunn, J. ve Lucas, S.H., "Applying the VAIC Model to Australian Hotels", *Journal of Intellectual Capital*, 11(3), 2010, 269-283.

- Lakonishok, Josef ve Shapiro, Alan, "Systematic Risk, Total Risk and Size as Determinants of Stock Market Returns", *Journal of Banking and Finance*, 10, 1986, 115-132.
-, Josef, Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", *Journal of Finance*, 49, 1994, 1541–1578.
- Lang, L. H. P., Stulz, R. M. ve Walkling R. A., Walkling "Managerial Performance, Tobin's q, and The Gains From Successful Tender Offers", *Journal of Financial Economics*, 1989, 137-154.
-, L. H. P., Stulz, R. M. ve Walkling R. A., "A Test of The Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, 29, 1991, 315-335.
- Lau, Sie Ting, Lee, Chee Tong ve McInish, Thomas H., "Stock Returns and Beta, Firms Size, E/P, CF/P, Book-to-Market And Sales Growth: Evidence From Singapore And Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, 12, 2002, 207-222
- Lee, B. S., "Causal Relations Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation", *The Journal of Finance*, 4, 1992, 1591–1603.
-, B. S., "The Response of Stock Prices to Permanent and Temporary Shocks to Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 1995, 1-22.
-, B. S., "Stock Returns and Inflation Revisited: An Evaluation Of The Inflation Illusion Hypothesis", *Journal of Banking & Finance*, 34, 2010, 1257–1273.
- Lee, Darrell E. ve Tompkins, James G., "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's q", *Financial Management*, 28(1), 1999, 20-31.
- Lee, W., "Market Timing and Short-Term Interest Rates", *Journal of Portfolio Management*, 23 (3), 1997, 35-46.
- Lehn, K. ve Makhija, K., "EVA, Accounting Profits and CEO Turnover: An Empirical Examination: 1985–1994", *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 1997, 90–97.
- Léon, N'dri Konan, "The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns and Volatility: Evidence from Korea", *International Research Journal of Finance and Economics*, 114, 2008, 285-290.

- Lewellen, Wilbur G. ve Badrinath, S.G., "On the Measurement of Tobin's q ", *Journal of Financial Economics*, 44, 1997, 77-122.
- Levin, A., Lin, C-F. ve Chu, C-S. J., "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finitesample Properties", *Journal of Econometrics*, 108, 2002, 1-24.
- Lindenberg, E. B. ve Ross, S. A., "Tobin's Tobin q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Buiness*, 1981, 1-32.
- Lintner, John, "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations", *The Review of Economics and Statistics*, 44, 1962, 243-269.
-, J., "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification," *Journal of Finance*, 20(4), 1965, 587-615.
-, J., "Inflation and Security Returns", *Journal of Finance*, 30, 1975, 259-280.
- Litzenberger, R., ve K. Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence.", *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, 163-195.
- Liu, M.-H. ve Shrestha, K.M., "Analysis of the long-term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration", *Managerial Finance*, 34(11), 2008, 744-755.
- Loderer, C. F., Lys, T. ve Schweizer, U., "Daily Monetary Impulses and Security Prices", *Journal of Monetary Economics*, 18, 1986, 33-47.
-, C. F. ve Martin, Kenneth, J., "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*, 5, 1997, 595-612.
- Lu, Jane W. ve Paul W. Beamish "The Internationalization and Performance of SMEs," *Strategic Management Journal*, 22 (6-7), 2001, 565-86.
- Lucas, Deborah J., ve McDonald, Robert L., "Equity Issue and Stock Price Dynamics", *Journal of Finance*, 45, 1990, 1019-1043.
- Lutz, Jack, " Inflation and Timberland Returns", *Forest Research Notes*, Vol:4, No:3, 2007, 1-7.
- Ma, C.K. ve Kao, G.W., "On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(3), 1990, 441-449.
- Mahmood, Wan Mansor Wan ve Dinniah, Nazihah Mohd, "Stock Returns and Macroeconomics Variables: Evidence from the Six Asian-Pacific Countries", *International Research Journal of Finance and Economics*, 30, 2009, 154,164.

- Malkiel, B. G. ve Quandt, R. E., “The Supply of Money and Common Stock Prices: Comment”, *Journal of Finance*, Issue:5, 1972, 921-926.
- Mandelker, G. ve Tandon, K., “Common Stock Returns, Real Activity, Money, and Inflation: Some International Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, 4(2), 1985, 267–286.
- Markowitz, Harry, “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol:7, No:1, 1952, 77-91.
- Marshall, D. A., “Inflation and Asset Returns in a Monetary Economy”, *Journal of Finance*, 52, 1992, 1315- 42.
- Masulis, Ronald W., “The Effects Of Capital structure Change On Security Prices”, *The Journal of Financial Economics*, 1980, 139-178.
-, Ronald W., “The Impact of Capital Structure on Firm Value, Some Estimates”, *The Journal of Finance*, 38(1), 1983, 107-126.
- Maditinos, Dimitrios, Chatzoudes, Dimitrios, Tsairidis, Charalampos ve Theriou, Georgios, “The Impact of Intellectual Capital on Firms’ Market Value and Financial Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 2011, 132-151.
- Maysami, R.C. ve Koh, A.T.S., “Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market”, *International Review of Economics and Finance*, 9, 2000, 79-96.
- McCarthy, J., Najand, M., ve Seifert, B., “Empirical Test of the Proxy Hypothesis”. *Financial Review*, 25, 1990, 251-263.
- McConnell, John J. ve Servaes, Henri, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, 595-612.
- Merton, R. C., “An Intertemporal Capital Asset Pricing Model”, *Econometrica*, 41(5), 1973, 867-887.
-, R. C., “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information”, *Journal of Finance*, 42(3), 1987, 483-510.
- Miller, M. H. “Debt and Taxes”, *Journal of Finance*, 32, 1977, 261-75.
-, M. H. ve Modigliani Franco, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34(4), 1961, 411-433.
- Mitton, T., “A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 64, 2002, 215-241.
- Modigliani, F. ve Cohn, R., “Inflation, Rational Valuation, and The Market”, *Financial Analysts Journal*, 35, 1979, 24–44.

-, F. ve Miller, M. H., "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 1958, 261-97.
-, F. ve Miller, M. H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, 1963, 433-43.
- Morck, R., Shleifer, A. ve Vishny, R. W., "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 293-316.
- Mossin Jan, "Equilibrium in a Capital Asset Market," *Econometrica*, 34(4), 1966, 768–783.
- Mukherjee T.K. ve Naka, A., "Dynamic Relations Between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model", *Journal of Financial Research*, 18(2), 1995, 223-237.
- Mukherji, S., Dhatt, M. S. ve Kim, Y. H., "A Fundamental Analysis Of Korean Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, 53, 1997, 75–80.
- Mun, J. C., Vasconcellos G. M. ve Kish R. "Tests of The Contrarian Investment Strategy Evidence From The French and German Stock Markets", *International Review of Financial Analysis*, 8(3), 1999, 215–234.
- Muradoğlu, Gülnur, Bakke, Morton ve Kvernes, Gyrid L., "An Investment Strategy Based on the Gearing Ratio", *Applied Economics Letters*, 12, 2005, 801-804.
- Myers, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle," *The Journal of Finance*, 39(3), 1984, 575-592.
-, Stewart C. ve Majluf, Nicholas S., "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 1984, 187-221.
- Nasseh, A. ve Strauss, J., "Stock Prices and Domestic and International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 2000, 229–245.
- Nelson, C. R., "Inflation and Rates of Return on Common Stocks" *Journal of Finance*, 31(2), 1976, 471-483.
-, C. R. ve Schwert, G. William, "Short-term Interest Rates As Predictors of Inflation: On Testing The Hypothesis That The Real Rate Of Interest Is Constant", *American Economic Review*, 67, 1977, 478–486.

- Nieh, C.C. ve Lee, C.F., “Dynamic Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41, 2001, 477–490.
- Noe, Thomas H., “Capital Structure and Signaling Game Equilibria,” *Review of Financial Studies*, 1(4), 1988, 331-355.
- Nozar, H. ve Taylor, P., “Stock Prices, Money Supply and Interest Rates: The Question of Causality”, *Applied Economics*, 20, 1988, 103-161.
- Ogden, J. P., “A Dividend Payment Effect in Stock Returns”, *Financial Review*, Vol:29, 1994, 345-369.
- Okuyan, H. Aydın ve Erbaykal, Erman, “İMKB’de Yabancı İşlemleri ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 2011, 256-264.
- Omran, M. ve Pointon, J., “Dividend Policy, Trading Characteristics and Share Prices: Empirical Evidence from Egyptian Firms”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 7(2), 2004, 121-133.
- Othman, Rohana, Arshad, Roshayani, Ahmad, Cik Som ve Hamzah, Nor Azrina Amir, “The Impact of Ownership Structure on Stock Returns”, *International Conference on Science and Social Research*, 2010, Kuala Lumpur, Malaysia, 217-221.
- Özer, Ali, Kaya, Abdülkadir ve Özer, Nevin, “Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 2011, 163-182
- Palmer, M., “Money Supply, Portfolio Adjustments and Stock Prices”, *Financial Analyst Journal*, 26, 1970, 19–22.
- Park, Jinwoo ve Kim, Moojoon, “Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from the Korean Stock Market”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, 2010, 736–751.
- Pastor, L. ve Stambaugh, Robert F., “Liquidity Risk and Expected Stock Returns”, *Journal of Political Economy*, 111, 2003, 642–685.
- Patra, T. ve Poshakwale, S., “Economic Variables and Stock Market Returns: Evidence From the Athens Stock Exchange”, *Applied Financial Economics* 16, 2006, 993–1005.

- Pazarlıoğlu, M.Vedat ve Gürler, Özlem Kiren, “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar*, 44(508), 2007, 35-43
- Pearce, D. K. ve Roley, V., “The Reaction of Stock Prices to Unanticipated Changes in Money: A Note”, *Journal of Finance*, 38, 1983, 1323-33.
- Pettengill, G.N., Sundaram, S. ve Mathur, I., “The Condition Relation Between Beta and Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 1995, 101–116.
- Peterson, P. P. ve Peterson, D.R., “Company Performance and Measures of Value Added”, Charlottesville, VA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996.
- Philippe, Jorion, “Portfolio Optimization in Practice”, *Financial Analysts Journal*, Vol.: 48, No: 1, 1992, 68-74.
- Phylaktis, K. ve Ravazzolo, F., “Stock Prices and Exchange Rate Dynamics”, *Journal of International Money and Finance*, 24, 2005, 1031-1053.
- Pozdena, Randall Johnston, “Tax Policy and Corporate Capital Structure,” *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, Vol:4, 1987, 37-50.
- Reinganum, Mark R. “Misspecification Of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based On Earnings Yields And Market Values”, *Journal of Financial Economics* 9, 1981, 19-46.
- Ritter, Jay R., “Economic Growth And Equity Returns”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 2005, 489-503.
- Roll, R., "Industrial Structure and the Comparative Behaviour of International Stock Market Indices", *Journal of Finance*, 47, 1992, 3-41.
- Rosenberg, Barr, Reid, Kenneth, ve Lanstein, Ronald, “Persuasive Evidence of Market Inefficiency”, *Journal of Portfolio Management*, 11(3), 1985, 9-17.
- Ross, S. A., “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing”, *Journal of Economic Theory*, 13, 1976, 341-360.
-, Stephen A., “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach,” *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 1977, 23-40.
- Rozeff, M.S., “Money and Stock Prices: Market Efficiency and the Lag Effect of Monetary Policy”, *Journal of Financial Economics*, 1, 1974, 245-302.

- Rudes, Helena Nemec ve Mihalic, Tanja “Intellectual Capital in The Hotel İndustry:A Case Study from Slovenia”, *The International Journal of Hospitality Management*, 26, 2007, 188-199.
- Saban, Metin ve Köse, Yasemin, “Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar ”, *Mali Çözüm Dergisi*, 60, 2002, 145 – 164.
- Sadorsky, P., “Oil Price Shocks and Stock Market Activity”, *Energy Economics*, 2, 1999, 449-469
- Samontaray, Durga Prasad, “Impact of Corporate Governance on the Stock Prices of the Nifty 50 Broad Index Listed Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 41, 2010, 7-18.
- Sangbae, K. ve In, F., “The Relationship Between Stock Returns and Inflation: New Evidence from Wavelet analysis”, *Journal of Empirical Finance*, 12, 2004, 435–444.
- Savaş, İncilay ve Can, İsmail, Euro-Dolar Paritesi ve Reel Döviz Kuru’nun İMKB-100 Endeksi’ne Etkisi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 2011, 6(1), 323-339
- Seyhun, H. Nejat, “Insiders’ Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol:16, No:2, 1986, 189–212.
- Shanken, Jay, “Intertemporal Asset Pricing”, *Journal of Econometrics*, 45, 1990, 99-120.
- Sharpe, William F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk,” *Journal of Finance*, 19(3), 1964, 425–442.
- Shiller, Robert J, “Human Behavior and the Efficiency of Financial System”, *NBER Working Paper*, No: 6375, 1998, 1-28.
- Singh, Tarika, Mehta, Seema ve Varsha, M. S., “Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan”, *Journal of Economics and International Finance*, 2(4), 2011, 217-227.
- Smith, C., “Stock Market ve the Exchange Rate: A Multi-country Approach”, *Journal of Macroeconomics*, 14, 1992, 607-629.
- Smyth, R. ve M. Nandha, “Bivariate Causality between Exchange Rates and Stock Prices in South Asia”, *Applied Economics Letters*, 10, 2003, 699-704.

- Soenen, L. A., ve Hennigar, E. S., “An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices: the U.S. Experience between 1980 and 1986”, *Akron Business and Economic Review*, 1988, 7–16.
- Solnik, B., “Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note”, *Journal of Finance*, 42, 1987, 141-149.
- Spyrou, S. I., “Stock Returns and Inflation: Evidence From an Emerging Market”. *Applied Economics Letters*, 8, 2001, 447-50.
- Stevens, J. L. ve Jose, M. L., “The Effect of Dividend Payout, Stability, and Smoothing on Firm Value”, *Journal of Accounting Auditing & Finance*, Vol:7, 1992, 195-216.
- Stiglitz, Joseph E., “Why Financial Structure Matters,” *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 1988, 121-126.
- Tan, H.P., D. Plowman ve P. Hancock, “Intellectual Capital and Financial Returns of Companies”, *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 2007, 76–95.
- Tallman, Stephan ve Li, Jiatao, “Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms,” *Academy of Management Journal*, 39 (1), 1996, 179–96.
- Titman, Sheridan ve Wessels, Roberto, “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, 43, 1988, 1–19.
-, Sheridan, Wei, K.C. J. ve Xie, Feixue “Capital Investments and Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 2004, 677–700.
- Uddin, M. G. S. ve Alam, M. M., “The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange”, *South Asian Journal of Management and Sciences*, 1(2), 2007, 123-132.
- Yang, Chau-Chen, Lee, Cheng-few, Gu, Yan-Xiang ve Lee, Yen-Wen, “Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach An empirical test of Taiwan stock markets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 2010, 222–233.
- Yereli, Ayşe N. ve Gerşil, Gülşen, “Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 12(2), 2005, 17-29.

- Yıldız, Birol ve Tenekecioğlu, Berrin, “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB-100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, *3.Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, Eskişehir, 2004, 579-590.
- Yılğör, Ayşe Gül, “İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi*, 20, (1), 2005, ss:15-28
- Yılmaz, Ömer, Güngör, Bener ve Kaya, Vedat, “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasında Eşbütünleşme ve Nedensellik”, *İMKB Dergisi*, 9(34), 2006, 1-16.
- Yörük, Nevin, “Arbitraj Fiyatlama Modelinde Risk Unsurları”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:14, Sayı:1, 2000, 87-99.
-, Nevin ve Erdem, Meziyet Sema, “Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İMKB’de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2), 2008, 397-413.
- Zeghal, D. ve Maaloul, A., “Analyzing Value Added as An Indicator Of Intellectual Capital and It’s Consequences On Company Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, 11(1), 2010, 39-60.
- Zimmerman, J. L., “Eva ve Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 1997, 98–109.
- Zügöl, Muhittin ve Şahin, Cumhur, “İMKB-100 Endeksi İle Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama” *Akademik Bakış (Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi)*, Sayı : 16, 2009, 1-16.
- Xing, Yuhang ve Zhang, Lu, “Value Versus Growth: Movements in Economic Fundamentals”, *Simon School Working Paper No: FR 05-10*, 2005, 1-35.
- Warther, V. A., “Aggregate Mutual Fund Flows And Security Returns”, *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, 209-235.
- Welch, Ivo, “Capital Structure and Stock Returns”, *Journal of Political Economy*, 112, 2004, 106–131.
- Westerholm, J. “The Relationship Between Liquidity, Trading Activity and Return: Studies of the Finnish and Swedish Stock Markets”, *Economy och Samhalle*, 107, 2002, 1-157.

- Whitelaw, R. F., "Time Variation and Covariations in the Expectation and Volatility of Stock Market Returns", *Journal of Finance*, XLIX, 2, 1994, 515-541.
- Wongbangpo, Praphan ve Sharma, Subhash C., "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN-5 Countries", *Journal of Asian Economics*, 13, 2002, 27-51.
- Woolridge, J.R., "The Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Research*, 5, 1982, 237-247.
- Worthington, A. ve West, T., "Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added", *Australian Journal of Management*, 29(2), 2004, 201-224.

Kitaplar

- Akdoğan, Nalân ve Tenker, Nejat, *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, (12.Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara 2007.
- Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, (7.Baskı), Avcıol Basım, İstanbul 1998.
- Apak, Sudi, *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1995.
-, Sudi ve Demirel, Engin, *Finansal Yönetim:Sermaye Piyasaları*, Papatya Yayıncılık, İstanbul 2009.
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitapevi, İstanbul 1999.
- Aydın Uyar, "Hisse Senedi Yatırımcılar İçin Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri", Beta Basım Yayın, İstanbul 2001.
- Aytaç, Zühtü, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, Olgaç Matbaası, Ankara 1988.
- Baltagi, Badi H., *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2001.
-, B. H., *Econometric Analysis of Panel Data*, (3. Edition), John Wiley & Sons Ltd., England 2005.
- Bolak, Mehmet, *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, (2.Baskı), Beta Yayınevi, İstanbul 1994.

- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., ve Marcus, Alan J., *İşletme Finansının Temelleri*, (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), (5. Baskı), Literatür Yayıncılık, İstanbul 2007.
- Can, Evrim, *Operasyonel Risk ve Yönetimi*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003.
- Canbaş, Serpil; Doğukanlı, Hatice, *Finansal Pazarlar*, (3.Baskı), Beta Basım, İstanbul 2001.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa 2000.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, (9. Baskı), Ekin Kitabevi, Bursa 2006.
- Çabuk, Adem ve Lazol, İbrahim, *Mali Tablolar Analizi*, (7.Baskı), Nobel Yayınları, Ankara 2009.
- Dönmez, Çetin Ali, Başaran, Yaman, Doğru, Güzin ve Yılmaz, Mustafa, *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İMKB Yayınları, İstanbul 2002.
- Dwivedi, D.N., *Macroeconomics: Theory and Policy*, McGraw Hill, 3rd Edition, New Delhi 2010.
- Earl, M.Foster, *Common Stock Investment*, Heath and Company, California 1974.
- Edwin, J. Elton, Gruber, Martin J., Brown, Stephen J. ve Goetzmann, William N., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, (8. Edition), John Wiley&Sons Inc., USA 2003.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan, *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, Remzi Kitabevi, İstanbul 2005.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal, *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara 2005.
-, Metin Kamil, Öztürk, M.Başaran ve Demirgüneş, Kartal, *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara 2003.
- Fabozzi, Frank ve Modigliani, Franco, *Capital Markets Institutions and Instruments*, Prentice Hall, New Jersey 1995.
- Faerber, Esmes, *All About Stocks*, (3. Edition), McGraw Hill, New York 2008.
- Fisher, I., *The Theory of Interest*, McMillan, New York 1930.
- Fung H.G. ve C.J. Lie., *Stock Market and Economic Activities: A Casual Analysis*, Pacific-Basin Capital Markets Research, Amsterdam 1990.

- Griffits, W. E. R and Carte, H., *Learning and Practicing Econometrics*, John Wiley, New York 1993.
- Greene, William H., *Econometric Analysis*, (5. Edition), Upper Saddle River: Prentice Hall, New Jersey 2003.
- Gujarati, Damodar N., *Basic Econometrics*, (4. Edition), McGraw-Hill Companies Inc., New York 2003.
- Gurley, John G. ve Shaw, Edward S., *Money in a Theory of Finance*, Brooking Institution, Washington 1960.
- Gül, Ekrem, Ekinci, Aykut ve Argun, Arif Gürbüz, *Enflasyonla Mücadele Enflasyon Hedeflemesi Kavramlar İşleyiş ve Türkiye*, Ekin Kitapevi, İstanbul 2000.
- Gümüşeli, Saniye, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara 1994.
- Hsiao, C., *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 1986.
- İmren, Arzu, *Türkiye’de ve Dünya’da Enflasyon*, Era Yayınları, İstanbul 2000.
- İnam, Mehmet, *Sermaye Piyasası*, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2007.
- İstanbul Ticaret Odası, *Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*, İTO Yayın No:2006–19, İstanbul 2006.
- Karan, Mehmet Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara 2004.
- Karabıyık, Lale Erdem, *Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri*, Marmara Kitabevi, Bursa 1997.
- Karslı, Muharrem, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Kral Matbaası, İstanbul 1989.
- Kavlak, Dilek, *Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı*, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003.
- Kılınç, Kazım, *200 Soruda A`dan Z`ye Borsa*, (3.Baskı), Alfa Basım Dağıtım, İstanbul 1995.
- Kıyılar, Murat, *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi*, SPK Yayınları No:86, Ankara 1997.
- Konuralp, Gürel, *Sermaye Piyasaları; Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, (2.Baskı), Alfa Yayınevi, İstanbul 2005.
- Laszlo, Matyas ve Sevestre, Patrick, *The Econometrics of Panel Data: A Handbook of The Theory With Applications*, Kluwer Academic Publication, Boston 1996.

- Markowitz, Harry M., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Wiley, New York 1959.
- Norton Edgar A. ve Frank K. Reilly, *Investments*, (4. Press), The Dryden Press, USA 1995
- Okka, Osman, *Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler*, Nobel Yayınevi, Ankara 2009.
- Özçam, Ferhat, *Teknik Analiz ve İMKB*, SPK Yayın No:32, Ankara 1996.
- Özçam, Mustafa, *An Analysis of The Macroeconomic Factors That Determine Stock Returns In Turkey*, Capital Market Board, Publication Number:75, Ankara 1997.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. Jordan. Bradford D., *Essentials of Corporate Finance*, (2. Edition), McGraw Hill, Boston 1999.
- Sadeghi, M., *Stockmarket Response To Unexpected Macroeconomic News: The Australian Evidence*, International Monetary Fund, No: 92/61, 1992.
- Sağcan, Mustafa, *Menkul Kıymetler ve Pay Senetleri*, Cumhuriyet Matbaası, İzmir 1987.
- Samuels, John M., Wilkes, Michael F. ve Brayshaw, Robin E., *Financial Management and Decision Making*, Thomson Business Press, London 1999.
- Sarıkamış, Cevat, *Sermaye Pazarları*, (4.Baskı), Alfa Kitabevi, İstanbul 2000.
- Sermaye Piyasası Kurulu, *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*, Çeviren: Nurhan Erkan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:60, Ankara 1997.
-, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, 2005.
- Spirinkel, B. W., *Money and Markets: A Monetarist View*, Richard D.Irwin, Inc., Homevood 1971.
- Stewart, T. A., *Entellektüel Sermaye, Örgütlerin Yeni Zenginliği*, (Çeviren: Nurettin Elhüseyni), MESS Yayınları, İstanbul 1997.
-, T. A., *Intellectual Capital: The New Wealth of Nations*, Doubleday Dell Publishing Group, New York 1997.
- Tainer, E. M., *Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis*, John Wiley & Sons Inc., New York 1993.
- Tobin, James, *An Essay on Principles of Debt Management*, "The Commission on Money and Credit: Fiscal and Debt Management Policies", Englewood Cliffs,, Prentice-Hall, New Jersey 1963.

- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, *Finansal Yönetim*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi, 2009.
- TÜSİAD, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Yayın No: Tusiad-T/2000-06-285, İstanbul 2000.
- Uyar, Funda, *Türev Araçların İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasaların Düzenlenmesi*, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2004.
- Yükçü, Süleyman, *Finansal Yönetim (Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğine Göre)*, Vizyon Yayıncılık, İzmir 1999.
- Yörük, Nevin, *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul 2000.
- Zaimoğlu, Tülay, *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*, SPK Yayın No: 19, Ankara 2001.
- William, F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey, *Investments*, 4th Edition, Prentice Hall, New Jersey 1995.
- Wooldridge, J., *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press, Cambridge 2002.
-, Jeffrey M, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, (4th Ed.), South-Western Cengage Learning, Canada 2009.

Tezler

- Akgün Ali, *Petrol Fiyatlarındaki Değişimlerin İMKB-100 Endeksine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Konya 2006.
- Akmeşe Halil, *Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Araştırma*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Konya 2006.
- Aksu Erdiñç, *Altın Piyasasında Fiyat Oluşumu*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Erzurum 2008.

- Atan Murat, *Risk Yönetimi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2002.
- Barak Osman, *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara 2006.
- Başaran Ümit, *İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Zonguldak 2008.
- Başarı Çetin, *Fiyat / Kazanç Oranı: İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu 2005.
- Bozdemir Neslihan Özlem, *Entellektüel Sermayenin Örgüt Üzerindeki Etkileri ve Uygulamadan Örnekler*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı, İstanbul 2009.
- Çetenak Emin Hüseyin, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Adana 2006.
- Çolak Mustafa, *Şirket Birleşmeleri ve Rekabete Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilimdalı, Kahramanmaraş 2006.
- Demirtaş Işıl, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi ve Cari Açığın Belirleyicileri (Panel Veri Analizi)*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli 2010.
- Er Şebnem, *Dinamik Panel Veri Analizi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul 2009.

- Erdoğan Serdar, *Döviz Kuru-Ödemeler Bilançosu İlişkisi: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak 2007.
- Erişmiş Ahmet, *İMKB Şirketleri İçin Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992 – 2005 Döneminde İncelenmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Adana 2007.
- Erol Hasan, *Bankalarda Net Faiz Marjının Belirleyicileri, Risk Duyarlılığı ve Politika Önerileri*, (Uzman Yeterlilik Tezi), TCMB, Ankara 2007.
- Eyüpoğlu Bahar, *Bilgi Asimetrisinin Hisse Senedi Fiyatı ve Firma Performansına Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze 2007.
- Gacar Anıl, *Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Programı, İzmir 2009.
- Gökbulut Rasim İlker, *Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ana Bilim Dalı, İstanbul 2009.
- Gülmez Bahadır, *Şirketlerde Birleşme Devralma ve Devralan Şirketin Hisse Senedi Performansı Açısından İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı, İstanbul 2006.
- Gürsoy Güner, *Equity Ownership Structure and Its Consequences: An Emprical Investigation in Turkish Firms*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Bilkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2001.
- Halabak Didem, *Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2006.
- Hatipoğlu Erdoğan, *Finansal Kaldıraç Derecesinin Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1997.

- Hilal Havva, *Hisse Senedi Satın Almada Finansal Bilgi Sitemini Etkisinin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi İşletme Bölümü, Isparta 2007.
- Kaba Fettah, *Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya 2009.
- Kahraman Cüneyt, *Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.
- Kalmanbetova Milena, *Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Nedensellik ve 2004-2009 Yılları Arasında Türkiye Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Bilim Dalı, İstanbul 2010.
- Kanat Mustafa Şenol, *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Gaziantep 2011.
- Karaca Süleyman Serdar, *Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İMKB’ de Bir İnceleme*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İnönü Üniversitesi, Malatya 2007.
- Karakaya Aykut, *Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon 2004.
- Kavurmacı A.Kemal, *Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ile Arbitraj Fiyatlama Teorisinin İMKB’de Karşılaştırılması*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2009.
- Kayaçetin Nuri Volkan, *Cross Section of Stock Returns on the Istanbul Stock Exchange*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Orta Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2003.
- Keküllüoğlu Davut Tamer, *Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2008.

- Koçak Sait, *Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Kahramanmaraş 2006.
- Koçyiğit Murat, *Şirketlerin Halka Açılması ve Türkiye’de Halka Açılan Şirketlerde Değerleme Yöntemleri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir 1997.
- Köroğlu Yavuz, *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İzmir 2009.
- Kurtuldu Aysu, *Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007.
- Loughlin P.H., *The Effect of Dividend Policy on Changes in Stockholders, Wealth*, (A PhD Thesis), Graduate School of Saint Louis University, USA 1982.
- Mumcu Fatma, *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Isparta 2005.
- Ozair A., *Causality Between Stock prices and Exchange Rates: A Case of The United States*, (Master of Science Thesis), Florida Atlantic University, Florida 2006.
- Özaltın Oğuzhan, *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2006.
- Özenalp Selim, *Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Paylarının İstikrarlılığının İMKB’ de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya 2000.
- Öztürk Beyamil, *Makroekonomik Faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi ve Volatilitesi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi (1997-2006)*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İstanbul 2008.
- Sarılı Selin, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve

Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Sermaye Piyasası ve Borsa Bilim Dalı, İstanbul 2010.

Sekman Yıldız, *Türkiye’de Enflasyon ve Enflasyon Belirsizliğinin Nedensellik Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul 2007.

Temizsoy Dilara, *Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2008.

Tunaboğlu Ali Naili, *Döviz Kuru Riski ve Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara 2008.

Yalçın E., *İkisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara 2005.

Yılmaz Metin, *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2010.

Zengin N., *Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler ile İMKB–100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2009.

Diğer

Sermaye Piyasası Kanunu

www.tcmb.gov.tr

www.kap.gov.tr

www.imkb.gov.tr

www.inflationdata.com

www.spk.gov.tr

www.tradingeconomics.com

www.wikipedia.org

EKLER

EK 1. Çalışmada Kullanılan İMKB İmalat Firmaları

ADEL KALEMCİLİK	ECZACIBAŞI YAPI	NUH ÇİMENTO
AFYON ÇİMENTO	EGE ENDÜSTRİ	OLMUksA
AKAL TEKSTİL	EGE GÜBRE	OMV PETROL OFİSİ
AKÇANSA	EGE SERAMİK	OTOKAR
AKIN TEKSTİL	EMEK ELEKTRİK	PARK ELEK. MADEN.
AKSA	ERBOSAN	PARSAN
ALARKO CARRIER	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	PENGUEN GIDA
ALKİM KAĞIT	ERSU GIDA	PETKİM
ALTINYILDIZ	FENİŞ ALÜMİNYUM	PINAR ET VE UN
ANADOLU CAM	F-M İZMİT PİSTON	PINAR SU
ANADOLU EFES	FORD OTOSAN	PINAR SÜT
ANADOLU ISUZU	FRİGO PAK GIDA	PİMAŞ
ARÇELİK	GENTAŞ	SARKUYSAN
ARSAN TEKSTİL	GOLDAS KUYUMCU.	SASA POLYESTER
AYGAZ	GOOD-YEAR	SERVE KIRTASIYE
BAGFAŞ	GÖLTAŞ ÇİMENTO	SODA SANAYİİ
BAK AMBALAJ	GÜBRE FABRİK.	SÖKTAŞ
BANVİT	HEKTAS	ŞEKER PİLİÇ
BATI ÇİMENTO	HURRIYET GAZETE	T.DEMİR DÖKÜM
BATISÖKE ÇİMENTO	İDAŞ	T.TUBORG
BOLU ÇİMENTO	İHLAS EV ALETLERİ	TAT KONSERVE
BORUSAN MANNES.	İZMİR DEMİR ÇELİK	TOFAŞ OTO. FAB.
BOSCH FREN SİST.	İZOCAM	TRAKYA CAM
BOSSA	KAPLAMİN	TUKAŞ
BRİSA	KARDEMİR	TURCAS PETROL
BURÇELİK	KARSAN OTOMOTİV	TÜPRAŞ
BURSA ÇİMENTO	KARSU TEKSTİL	TÜRK PRYSMIAN KAB.
ÇELİK HALAT	KARTONSAN	UŞAK SERAMİK
ÇEMTAŞ	KEREVİTAŞ GIDA	ÜNYE ÇİMENTO
ÇİMBETON	KLİMASAN KLİMA	VESTEL
ÇİMENTAŞ	KONFRUT GIDA	VİKİNG KAĞIT
ÇİMSA	KONYA ÇİMENTO	YATAŞ
DEMİSAŞ DÖKÜM	KORDSA GLOBAL	YÜNSA
DENİZLİ CAM	KRİSTAL KOLA	
DENTAŞ AMBALAJ	KÜTAHYA PORSELEN	
DERİMOD	MARDİN ÇİMENTO	
DEVA HOLDİNG	MARSHALL	
DİTAŞ DOĞAN	MENDERES TEKSTİL	
DYO BOYA	MERKO GIDA	
ECZACIBAŞI İLAÇ	MUTLU AKÜ	

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı ve Soyadı	Ali ÖZER
Doğum Yeri ve Tarihi	ERZURUM/11.07.1982
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Erzurum.
Y.Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı.
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
İş Deneyimi	
Stajlar	United Nations Development Program (UNDP) Kapsamında, BM ile Atatürk Üniversitesi tarafından ortaklaşa yürütülen “Doğu Anadolu Kalkınma Programı” (LEAP TUR/98/002) koordinasyon biriminde.
Çalıştığı Kurumlar	Atatürk Üniversitesi, Hınıs M.Y.O.
İletişim	
E-Posta Adresi	aliozer@atauni.edu.tr