

**T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**



**BİST İLE SEÇİLMİŞ KÖRFEZ ÜLKE
SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ
ULUSLARARASI ÇEŞİTLENDİRME
FIRSATLARININ ANALİZİ**

Manisa, 2017

**T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN PROGRAMI**

**BİST İLE SEÇİLMİŞ KÖRFEZ ÜLKE SERMAYE PİYASALARI
ARASINDAKİ ULUSLARARASI ÇEŞİTLENDİRME
FİRSATLARININ ANALİZİ**

Olca YAMAN NACAR

Danışman

Doç. Dr. Koray KAYALIDERE

MANİSA-2017

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 03/10/2017 ve 33/7 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Tezli Yüksek Lisans Programı öğrencisi Olcay YAMAN NACAR 'ın **"BIST ile Seçilmiş Körfez Ülke Sermaye Piyasaları Arasındaki Uluslararası Çeşitlendirme Fırsatlarının Analizi"** Konulu tezi incelenmiş ve aday 03/11/2017 tarihinde saat 14:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 30 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna



OY BİRLİĞİ



DÜZELTME yapılmasına



OY ÇOKLUĞU



RED edilmesine



ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.

** Bu halde adayın tez konusu ve/veya danışmanı değiştirilebilir.

BAŞKAN

Doc Dr Koray KAYAALIOĞLU

ÜYE

Doc Dr Yusuf GÜMÜŞ

ÜYE

Doc Dr Mehmet KARÇIN

Evet

Hayır

Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.



Tez, mutlaka basılmalıdır.



Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.



Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.



Tez, basımı gereksizdir.



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “BİST İle Seçilmiş Körfez Ülke Sermaye Piyasaları Arasındaki Uluslararası Çeşitlendirme Fırsatlarının Analizi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../2017

Olca YAMAN NACAR

İmza

ÖZET

BİST İLE SEÇİLMİŞ KÖRFEZ ÜLKE SERMAYE PİYASALARI
ARASINDAKİ ULUSLARARASI ÇEŞİTLENDİRME FIRSATLARININ
ANALİZİ

Bu çalışmanın amacı, Türkiye hisse senedi piyasası ile, Körfez İş Birliği Konseyi Üyesi, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Kuveyt, Ürdün, Umman, Katar ve Bahreyn hisse senedi piyasaları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını araştırmak, Arap yatırımcılar için Türkiye sermaye piyasalarının çeşitlendirme fırsatı sunup sunmadığını tespit etmek ve yatırımcılar için yatırım kararlarını değerlendirirken faydalanabilecekleri bir kaynak sunmaktır.

Çalışmada belirtilen amaç doğrultusunda araştırma yöntemi olarak Johansen Koentegrasyon Analizi seçilmiştir. Analize başlamadan önce ülkelerin tanımlayıcı istatistikleri ve korelasyon katsayıları incelenmiş, araştırma kapsamında kullanılan ülke endekslerinin düzeyde durağan olup olmadıkları Genişletilmiş Dickey-Fuller ve Phillips Perron birim kök testleri ile araştırılmıştır. Piyasalar arasındaki olası kısa dönemli ilişkilerin tespitinde ise Wald Dışsallık/Nedensellik testlerinden yararlanılmıştır. Tarih aralığı 04.01.2006-31.12.2010, ve 05.01.2011-31.12.2015 olarak iki dönem altında incelenip, detaylandırılmıştır. Her endeks için 522 gözlem, 9 endeks için ise toplamda 4698 gözlem yapılmıştır. Türkiye'nin verileri www.borsaistanbul.com adresinden, Kuveyt'in verileri www.kuwaitse.com'dan, araştırmaya dahil edilen diğer ülkelerin hisse senedi endeksleri ise www.marketstoday.net'ten elde edilmiştir.

Analiz sonucunda, Türkiye ve Körfez ekonomik birliği üyesi olan; BAE, Ürdün, Bahreyn, Katar arasında birinci ve ikinci dönemleri içeren 5'er yıllık periyotlarda %5 düzeyinde uzun dönemli denge ilişkisi (eşbütünleşme) bulunmuştur. Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Umman, Katar ve Türkiye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir ve Türkiye'nin incelenen ülkeler ile uzun dönemde finansal açıdan eşbütünleşik olduğu bulunmuştur. Piyasaların aynı yönde hareket etmesi yatırımcılar için minimum risk seviyesinde maksimum getiri elde etme olanağını engellemektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Eşbütünleşme, Hisse Senedi Piyasaları, BİST

ABSTRACT
ANALYSIS OF INTERNATIONAL DIVERSIFICATION OPPORTUNITIES
BETWEEN BORSA ISTANBUL AND SELECTED GULF COUNTRY
CAPITAL MARKETS

The aim of this study is to investigate whether there is a long run co-integration relationship between the Turkish Stock Market and the Gulf Co-Operation Council (GCC) member, United Arab Emirates, Saudi Arabia, Kuwait, Jordan, Oman, Qatar and Bahrain Stock Markets, and to provide a resource where market opportunities for diversification can be exploited when evaluating investment decisions for potential Arab Investors.

Johansen Co-Integration Method was selected as the research method for the purpose stated. Prior to the start of the analysis, Descriptive Statics and Correlation Coefficients of the countries were examined and whether the country indices used in research were stable at the level were investigated by the Augmented Dickey-Fuller and Phillips-Perron Unit Root Tests. Wald causality test was used to determine the relationships. The date range has been reviewed and detailed in two terms as 04.01.2006-31.12.2010, and 05.01.2011-31.12.2015. There were 522 observations for each index and 4698 observations for 9 indices. Turkey's data was obtained from www.borsaistanbul.com, Kuwait's data from www.kuwaitse.com and from other countries included in the survey are obtained from www.marketstoday.net.

As a result of the analysis, 5% long run cointegration relation was found between Turkey and the Gulf Economic Union member, UAE, Jordan, Bahrain and Qatar including first and second periods. Two-way causality and relationship were found between Abu Dhabi, Dubai, Jordan, Oman, Qatar and Turkey. Moreover, Turkey was found to be financially co-integrated in the long term with the investigated Stock Markets. Markets moving in the same direction prevents investors from achieving maximum returns at the minimum risk level.

Keywords: Financial Cointegration, Stock Markets, Borsa İstanbul

TEŞEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren, kendisini tanımaktan onur duyduğum danışman hocam Sayın Doç. Dr. Koray Kayalidere'ye, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyip hep yanımda olan aileme yürekten teşekkür ederim.

Olca YAMAN NACAR

Manisa, 2017

İÇİNDEKİLER

TEZ VERİ GİRİŞ VE YAYINLAMA FORMU.....	iv
YEMİN METNİ.....	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT	vii
TEŞEKKÜR	viii
İÇİNDEKİLER.....	ix
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	xii
EKLER LİSTESİ	xiii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	4
1. PORTFÖY YÖNETİMİ VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ KOENTTEGRASYON İLİŞKİSİ	5
1.1. PORTFÖY KAVRAMI	5
1.2. PORTFÖY YAKLAŞIMLARI	6
1.2.1. Geleneksel Portföy Yaklaşımı	6
1.2.2. Modern Portföy Yaklaşımı	6
1.3. PORTFÖY YÖNETİMİ VE PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ	8
1.4. PORTFÖY YÖNETİCİLERİNİN KARŞILAŞTIĞI RİSKLER	9
1.4.1. Toplam Risk Kaynakları	11
1.4.1.1. Sistematik Risk	11
1.4.1.1.1. Enflasyon Riski	12
1.4.1.1.2. Faiz Oranı Riski	12
1.4.1.1.3. Piyasa Riski	12
1.4.1.1.4. Politik Risk.....	13
1.4.1.2. Sistematik Olmayan Risk.....	13
1.4.1.2.1. Finansal Risk.....	14
1.4.1.2.2. Endüstri Riski.....	14
1.4.1.2.3. Yönetim Riski	14
1.5. KÜRESELLEŞME KOŞULLARINDA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	15
1.5.1 Portföy Yatırımlarını Belirleyen Faktörler	16
1.5.1.1. Pazar Büyüklüğü	16
1.5.1.2. Faiz Oranları	16
1.5.1.3. İşlem Hacmi	16
1.5.1.4. Enflasyon Oranı	16

1.5.1.5. Sermaye Piyasasının İlgili Ekonomideki Yeri.....	17
1.5.1.6. Borsaya Kote Şirket Sayısı	17
1.5.1.7. Dışa Açıklık	17
1.5.1.8. Piyasa Yoğunluğu	18
1.5.2. Portföy Yatırımlarını Engellleyen Faktörler.....	18
1.5.2.1. İşlem ve Bilgi Maliyetleri	18
1.5.2.2. Kur riski	19
1.5.2.3. Vergi Boyutu.....	19
1.5.2.4. Yasal Düzenlemeler	19
1.5.2.5. Politik Risk	20
1.5.2.6. Piyasa Etkinliği	20
1.5.2.7. Yabancı Piyasalara Uzaklık	20
1.5.3. Piyasalar Arası Eşbütünleşmenin Etkileri	20
1.5.3.1. Finansal Entegrasyonun Pozitif Yönleri	21
1.5.3.1.1. Rekabet ile Gelen Kalite Artışı	21
1.5.3.1.2. Uzmanlaşmaya Teşvik	21
1.5.3.1.3. Finansal Sektördeki Gelişim Ve Artan Ulusal Tasarruflar ..	21
1.5.3.1.4. Sermaye Yatırımlarını Çekebilmek Amacıyla Kamunun (Hükümetin) Açık ve Güvenilir Politika Oluşturmak Zorunda Kalmaları.....	22
1.5.3.1.5. Teknolojik Gelişim.....	22
1.5.3.1.6. Çeşitlendirme Ve Risk Dağıtımına Bağlı Olarak Sermaye Maliyetinin Düşmesi	22
1.5.3.2 Finansal Entegrasyonun Negatif Yönleri.....	22
1.5.3.2.1. Sermaye Akımlarının Düzensizliği	23
1.5.3.2.2. Krizlere Neden Olma	23
1.5.3.2.3. Makroekonomik Dengenin Kaybı.....	23
1.5.3.2.4. Ekonomik Büyümede İstikrarsızlık.....	24
1.5.4.Doğrudan Yabancı Yatırım, Yabancı Portföy Yatırımı ve Ayrımları	24
1.5.5. Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri	26
1.6. SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ ENTEGRASYON	28
1.7. ÇEŞİTLENDİRME KAVRAMI.....	30
1.7.1. Uluslar arası Portföy Çeşitlendirmesi.....	30
1.8. BORSA İSTANBUL VE KÖRFEZ ÜLKELERİ MENKUL KIYMET PİYASALARI.....	32
1.8.1. Borsa İstanbul (BİST)	32
1.8.2. Borsa İstanbul 2015 Yılı Gelişmeleri.....	33
1.8.3. Körfez Ülkelerinin Finansal Yapıları ve Menkul Kıymet Borsaları .	36
1.8.3.1. Birleşik Arap Emirlikleri	38
1.8.3.2. Kuveyt.....	40
1.8.3.3. Ürdün	40
1.8.3.4. Suudi Arabistan.....	41
1.8.3.5. Bahreyn Krallığı	41
1.8.3.6. Katar.....	42

1.8.3.7. Umman.....	43
1.9. ORTA DOĞU ÜLKELERİ İLE POTANSİYEL ENTEGRASYON	44
1.10. LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	46
1.10.1. Uluslar Arası Sermaye Piyasalarının Eşbütünleşmesi ile İlgili Literatür İncelemesi.....	46
1.10.2. Türkiye ile İlgili Literatür İncelemesi	51
İKİNCİ BÖLÜM	55
2. BIST İLE SEÇİLMİŞ KÖRFEZ ÜLKE SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ ULUSLARARASI ÇEŞİTLENDİRME FIRSATLARININ ANALİZİ	56
2.1. AMAÇ.....	56
2.2. VERİ SETİ.....	56
2.3. YÖNTEMLER	57
2.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi.....	58
2.3.2. Finansal Zaman Serilerinde Durağanlık Ve Birim Kök Testi	59
2.3.2.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	59
2.3.2.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi	60
2.3.3. Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Vektör Hata Düzeltme Modeli..	60
2.3.4. Granger/Wald Nedensellik Analizi	61
2.3.5. Varyans Ayrıştırması.....	62
2.4. AMPİRİK ANALİZ VE ARAŞTIRMA BULGULARI	63
2.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları	63
2.4.2. Durağanlık Sınanması : Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF- Augmented Dickey Fuller) ve Phillips Perron (PP) Birim Kök Testleri Sonuçları.....	71
2.4.3. Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları	74
2.4.4. Vektör Hata Düzeltme Modeli Bulguları (VECM)	77
2.4.5. Varyans Ayrıştırması.....	79
2.4.6. VEC Wald Nedensellik/ Blok Dışsallık Testi Sonuçları.....	87
SONUÇ.....	90
KAYNAKLAR	94

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller
ADX	(Abu Dhabi Stock Exchange) Abu Dhabi Borsası
AIC	(Akaike Information Criteria) Akaike Bilgi Kriteri
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BIST	Borsa İstanbul
EC	(Error Correction) Hata Düzeltme Katsayısı
DF	Dickey-Fuller
DFM	(Dubai Financial Market) Dubai Finansal Marketi
EAME	(Europe, Africa and Middle East) Avrupa, Asya ve Orta Doğu
FED	(Federal Reserve Bank) A.B.D. Merkez Bankası
FTSE Russell	Küresel Endeks Sağlayıcısı
GCC Council	(Gulf Co-operation Council) Körfez İş Birliği Konseyi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	(International Monetary Fund) Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LME	(London Metal Exchange) Londra Metal Bankası
MSCI	(Morgan Stanley Capital International) Gelişmekte Olan Borsalar Endeksi
PP	Phillips-Perron
SC	Schwarz Kriteri
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
VAR	Vector Autoregressive Regression
VECM	Vector Error Correction Model Vektör Hata Düzeltme Modeli
WFE	(World Federation of Exchanges) Dünya Borsalar Federasyonu

EKLER LİSTESİ

EK 1: Dış Kapak Örneği

EK 2: İç Kapak Örneği

EK 3: Tez Sırtı Örneği

EK 4: Yüksek Lisans Tez Onay Sayfası

EK 5: Tez Veri Giriş ve Yayınlama İzin Formu

EK 6: Yemin Metni

EK 7: Türkçe Özet

EK 8: İngilizce Özet (Abstract)

EK 9: Önsöz/Teşekkür Metni

EK 10: Simge ve Kısaltmalar



TABLolar LİSTESİ**Sayfa**

Tablo 1.1. Türkiye’de Portföy Yatırımları.....	26
Tablo 1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	27
Tablo 1.3. Pay Piyasası Pazar Dönüşümü.....	33
Tablo 1.4. BİST’te Pay Piyasası Pazar Yapısı.....	33
Tablo 1.5. Borsa İstanbul’a Ait Finansal Göstergeler.....	35
Tablo 1.6. İncelenen Ülkelere Ait Endeks ve İşlem Gören Şirket Sayıları..	38
Tablo 1.7. Bahreyn Borsası Yatırımcıları.....	42
Tablo 1.8. Katar Menkul Kıymetler Borsası Yatırımcı Tipleri.....	43
Tablo 2.1. Genel Dönem/Fiyat Serisi’ne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler...	63
Tablo 2.2. Genel Dönem/Getiri Serisi’ne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikle...	64
Tablo 2.3. Tanımlayıcı İstatistikler.....	66
Tablo 2.4. Genel Dönem Fiyat Serisine İlişkin Korelasyon Katsayıları.....	68
Tablo 2.5. Getiri Serisine İlişkin Korelasyon Katsayıları.....	69
Tablo 2.6. Korelasyon Katsayıları.....	70
Tablo 2.7. Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi Sonuçları.....	72
Tablo 2.8. Phillips-Perron Birim Kök Testi.....	73
Tablo 2.9. Gecikme Uzunluklarının Seçimi.....	74
Tablo 2.10. Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları/Panel-I.....	75
Tablo 2.11. Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları/ Panel-II.....	76
Tablo 2.12. Birinci Dönem VECM Değerleri.....	77
Tablo 2.13. İkinci Dönem VECM Değerleri.....	79
Tablo 2.14. Türkiye- BAE/Abu Dhabi Varyans Ayırıştırması.....	80
Tablo 2.15. Türkiye-BAE/Dubai Varyans Ayırıştırması.....	81
Tablo 2.16. Türkiye-Ürdün Varyans Ayırıştırması.....	82
Tablo 2.17. Türkiye-Kuveyt Varyans Ayırıştırması.....	83
Tablo 2.18. Türkiye-Umman Ayırıştırması.....	84
Tablo 2.19. Türkiye-Katar Varyans Ayırıştırması.....	85
Tablo 2.20. Türkiye-Bahreyn Varyans Ayırıştırması.....	86
Tablo 2.21. VEC Nedensellik/Blok Dışsallık Testi.....	88
Tablo 2.22. Granger Nedensellik-Wald Dışsallık Testi Özet Tablo.....	89

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Toplam Risk Kaynakları.....	10
Şekil 1.2. Risk Bileşenleri.....	10
Şekil 1.3. Uluslararası Hisse Senedi Sayısının Marjinal Fayda Noktası.....	31
Şekil 1.4. 2015 Yılı Borsa İstanbul İşlem Hacmi.....	34
Şekil 1.5. Arap Sermaye Piyasaları Pazar Değeri.....	36
Şekil 1.6. İncelenen Ülkelerin 2015 Yılı Borsa Performansları.....	37
Şekil 1.7. Ürdün Menkul Kıymetler Borsası Pazar Katılımcıları.....	41



GİRİŞ

Son yıllarda sıklıkla duyulan, artık ekonomik literatüre yön vermeye başlamış küreselleşme kavramı, meydana gelen ekonomik, teknolojik, siyasi ve kültürel değişimler sonucu iyice önem kazanmıştır. Yükselen küreselleşme olgusuyla beraber sermaye piyasaları üzerindeki engellerin kaldırılması bir zorunluluk haline gelmiştir. İlgili kısıtlamaların kalkmasıyla , uluslararası ve ulusal finansal piyasalar küresel bir nitelik kazanmış, bu durum piyasalar arasındaki uyum (entegrasyon) sürecini ortaya çıkarmıştır.

Büyük ölçüde 1990'lı yılların başından beri artış gösteren finansal entegrasyon öncelikle gelişmiş ülkelerde görülmeye başlamış ve küreselleşmenin etkisiyle gelişmiş ülkelere doğru yayılmıştır. Finansal küreselleşme ile ortaya çıkan finansal entegrasyon olgusu, bünyesinde olumlu ve olumsuz bir çok etkiyi barındırır. Finansal entegrasyon beraberinde finansal açıdan hızlı büyüme, işlem maliyetlerinde azalma, menkul kıymetlerde çeşitlilik gibi fırsatları getirir. Diğer yandan ise, finansal entegrasyon ilişkisi yüksek olan ülkelere yaşanan finansal şokların, yayılma etkisiyle birlikte (contagion effect) diğer ülkelerde de hissedilir hale gelmesine neden olur ve bu durum ülkelerin makro ekonomik ve finansal krizlere karşı kırılganlığını artırır.

Sermaye piyasası entegrasyonu araştırmalarının hareket noktası, farklı hisse senedi piyasaları arasındaki farklılık gösteren getiri oranlarının ve ülkelerin yerel finansal piyasalarının değişik risk düzeyleri içerdiği olgusudur. Farklı piyasalarda risk düzeyleri birbirinin aynı olan finansal varlıkların aynı zamanda benzer beklenen getiriye sahip olması halinde bu piyasaların tamamen entegre olduğu kabul edilir. Diğer yandan entegre olmayan piyasalar için risk kaynakları farklılık gösterdiğinden elde edilecek getiri de entegre piyasalarınkinden farklı olacaktır. Diğer bir deyişle, piyasaların entegrasyonunun artması risk unsurları benzer, dolayısıyla getirileri birbirine yakın, finansal varlıkların oluşmasına neden olacak ve bu durum yatırımcıların uzun dönem kârlılıklarının da azalmasını beraberinde getirecektir.

İşte bu noktada belirtmek gerekir ki ekonomik koşullar altında gerçek ve tüzel kişiler, sahip oldukları finansal varlıkların toplam getirilerini, risk faktörünü de dikkate alarak mümkün olduğunca artırmak amacı gütmektedir. Bu varlıkların getirisini artırmak için izlenmesi gereken yol, çeşitlendirme yoluyla etkin bir portföy oluşturmak ve bu portföyü etkin bir şekilde yönetmektir.

Çeşitlendirme kavramı, Markowitz'in Modern Portföy Teorisi'nin literatüre girmesiyle farklı bir boyut kazanmıştır. Çeşitlendirme, yatırım riskini azaltmak ve oluşturulan portföyü tek bir ülke, menkul kıymet ve sanayinin zayıf performansından korumak için farklı varlık kaynakları ve menkul kıymetlere yatırım yapmak olarak ifade edilir. Etkin bir portföy oluşturulurken riskin minimizasyonu için, ülkelerin finansal piyasalarının ko-entegre olmaması, ve birbirleri ile negatif korelasyon ilişkisine sahip olmaları gerekmektedir. Uluslararası alanda çeşitlendirilmiş bir portföy ulusal bir alanda çeşitlendirilmiş bir portföyden daha az riskli olacaktır ve portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılması, portföye alınan menkul kıymetlerin birbirleri ile ne kadar ilişkide olduklarına bağlıdır.

Sermaye piyasası entegrasyonu ve uluslar arası portföy çeşitlendirmesi arasında ters yönlü ilişki mevcuttur. Eğer, iki ülkenin sermaye piyasası arasında eşbütünleşme ilişkisi varsa, bu iki piyasa arasında yüksek bir korelasyon ilişkisi olduğu ve uzun dönemde bir arada hareket etmelerinden dolayı ülkeler arasında portföy çeşitlendirmesinden beklenen faydanın azaldığı söylenebilir.

Ayrıca, yükselen küreleşme ile bir bütün haline gelmekte olan finansal entegrasyon portföy çeşitlendirmesi fırsatlarını gittikçe azaltmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye hisse senedi piyasası ile, Körfez İş Birliği Konseyi Üyesi, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Kuveyt, Ürdün, Umman, Katar ve Bahreyn hisse senedi piyasaları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını araştırmak, Arap yatırımcılar için Türkiye sermaye piyasasının çeşitlendirme fırsatı sunup sunmadığının tespiti ve yatırımcılar için yatırım kararlarını değerlendirirken faydalanabilecekleri bir kaynak sunmak amacı gütmektedir. Çalışma iki bölümden oluşmakta ve çalışmanın birinci bölümünde portföy kavramı, portföy yönetimi, portföy yöneticisinin karşılaşılabileceği riskler, küreselleşme koşullarında uluslararası sermaye hareketleri, portföy yaklaşımları, finansal entegrasyon, Borsa İstanbul ve incelemeye dahil edilen diğer menkul kıymet borsaları hakkında bilgi ve ek olarak Türkiye ve Körfez ülkeleri ile ilgili literatür incelemesine yer verilmiştir.

İkinci bölümde uygulama kapsamındaki ekonometrik yöntemler açıklanmıştır. Borsa İstanbul'un uluslararası hisse senedi piyasaları ile eşbütünleşmesine yönelik uygulama, sonuç ve yorumlara yer verilmiştir. Birleşik Arap Emirlikleri'nde aktif iki borsa endeksi olması sebebiyle çalışmaya Abu Dhabi borsası endeksi ve Dubai/Nasdaq borsa endeksi olarak dahil edilmiştir. Seçilen bu

hisse senedi endekslerinin 04.01.2006 ve 31.12.2015 dönemine ait haftalık kapanış fiyatları kullanılmıştır. Endeksler arası eşbütünleşme durumunda ilerleyen zamanla meydana gelen değişikliği görmek amacıyla tarih aralığı 04.01.2006-31.12.2010, ve 05.01.2011-31.12.2015 olarak iki dönem altında incelenip, detaylandırılmıştır.

Analiz sonucunda, Türkiye ve Körfez ekonomik birliği üyesi olan; BAE, Ürdün, Bahreyn, Katar arasında birinci ve ikinci dönemleri içeren 5'er yıllık periyotlarda %5 düzeyinde uzun dönemli denge ilişkisi (eşbütünleşme) bulunmuştur. Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Umman, Katar ve Türkiye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir ve Türkiye'nin incelenen ülkeler ile uzun dönemde finansal açıdan eşbütünleşik olduğu bulunmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

Çalışmanın birinci bölümünde; portföy kavramı, portföy yönetimi, portföy yöneticisinin karşılaşılabileceği riskler, küreselleşme koşullarında uluslararası sermaye hareketleri, portföy yaklaşımları, finansal entegrasyon, Borsa İstanbul ve incelemeye dahil edilen diğer menkul kıymet borsaları konuları incelenmiş, ek olarak Türkiye ve Körfez ülkeleri ile ilgili literatür incelemesine yer verilmiştir.

1. PORTFÖY YÖNETİMİ VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ KOENTTEGRASYON İLİŞKİSİ

Harry M. Markowitz, John Lihtner ve William Sharpe'nın çalışmaları ve katkılarıyla geliştirilen 'Portföy Teorisi'ne verilen özel önemin sebebi, uzun yıllardan beri sermaye piyasalarının temelini oluşturuyor olmasıdır.

Küreselleşme ile birlikte bir bütün haline gelmekte olan sermaye piyasaları, portföy yönetimi sürecine başka bir bakış açısı getirmeyi zorunlu kılmış, ulusal pazarları ise küreselleşme sürecine uyum sağlamak amacıyla sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamaları kaldırmaya itmiştir. Entegrasyon ilişkisine geçilmeden önce, konu ile ilgili temel kavramlara değinilmesi gerekmektedir.

1.1. PORTFÖY KAVRAMI

Kelime anlamı 'cüzdan' olan portföy kavramı; gerçek veya tüzel kişiler tarafından, beklenen faydayı maksimize etmek amacıyla elde bulundurulmuş hisse senedi, tahvil ve türevleri gibi birden fazla finansal varlığın bir araya getirilmesiyle oluşturulan bir finansal varlık olarak tanımlanır. Bir başka tanıma göre portföy, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahvil ve türev ürünler gibi çeşitli menkul kıymetlerden oluşan, belirli bir şahıs ve grubun elinde bulunan finansal kıymetlerdir. Yatırım kavramı genel olarak sermaye ve/veya servet birikimini artırma amaçlı gerçekleştirilen her türlü faaliyet olarak ifade edilirken; portföy ise, bu servetin oluşturulma biçimidir¹. Bilindiği gibi menkul kıymetlere yatırım yaparken rasyonel bir yatırımcının temel hedefi kar maksimizasyonudur. Her ne kadar portföy belirli menkul kıymetlerden oluşsa da menkul kıymetler arasında bir ilişki olduğundan, portföy; kendine has, ölçülebilir nitelikleri olan bir varlıktır. Bu nedenle portföy içerdiği menkul kıymetlerin basit bir toplamı değildir². Portföy teorisine göre yatırıma dönüştürülecek fonlar tek bir hisse senedine yatırılmak yerine; riskin dağıtılması esasına uygun olarak farklı menkul kıymetlere dağıtılır. Yatırım yapılan her bir menkul kıymet oluşturulan portföyün bir parçasıdır³.

¹ Mehmet Civan, Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007, s.305

² Turhan Korkmaz ve Diğerleri, Portföy Yönetimi, Anadolu Univ. Yayınları, Eskişehir, 2013, s.4

³ Murat Uğuz, 'Menkul Kıymet Seçimi Ve Yatırım Yönetimi', İstanbul, 1990, s.129.

1.2. PORTFÖY YAKLAŞIMLARI

Portföy yönetimi uygulamalarına göre literatürde temel amacı yatırımcının karşılaştığı riski dağıtmak olan, birbiriyle benzerlikler ve farklılıklar içeren, geleneksel portföy yaklaşımı ve modern portföy yaklaşımı adı altında iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Tarihsel olarak incelendiğinde sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde yatırımcılar portföylerini 1900’lü yıllar itibari ile geleneksel portföy yönetimi uygulamalarını kullanarak oluştururken, 1952 yılı itibari ile Amerikalı bilim adamı Harry Markowitz tarafından ortaya atılan Modern Portföy Teorisi ile, geleneksel portföy yönetimi teorisine ilgi azalmış, geleneksellikten uzaklaşarak matematiksel ve istatistiksel yöntemleri benimseyen Modern Portföy Teorisi kullanılmaya başlanmıştır.

1.2.1. Geleneksel Portföy Yaklaşımı

1950’li yılların başına kadar geleneksel portföy yaklaşımı benimsenmiştir. Bu yaklaşımdaki temel düşünce, portföydeki finansal varlıkların birbirleriyle olan ilişkisi/yönü dikkate alınmadan (korelasyon), yalnızca elde bulundurulmuş finansal varlıkların sayısı artırılarak riskin azaltılabileceği yönünde olmuştur. Yaklaşımına göre portföy tek bir finansal varlıktan oluşmadığından ve elde bulundurulmuş farklı finansal varlıkların getirileri birbirinden farklı olacağından finansal riskin daha düşük olacağı savunulmuştur. Bu yaklaşım ‘tüm yumurtaların aynı sepete konulmaması’ şeklinde de tanımlanabilir⁴. Geleneksel portföy yönetimi yaklaşımında, oluşturulan portföyden beklenen getiri, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasına eşittir.

1.2.2. Modern Portföy Yaklaşımı

1952’de Harry Markowitz’in Journal of Finance’de yayınlanan ‘Portföy Seçimi’ makalesiyle kantitatif yöntemlerden olan modern portföy yönetimi teorisi ortaya çıkmıştır. Modern portföy teorisi de geleneksel portföy teorisine benzer olarak, yatırımcının karşılaştığı riski minimize etmek amacıyla, çeşitlendirme kavramı üzerinde durmuş, ancak elde edilen portföyde, menkul kıymetlerin birbirleriyle olan korelasyonları üzerine yoğunlaşmıştır. Geleneksel portföy yönetim teorisinin en önemli eksikliği, portföyü oluşturan menkul değerler arasındaki getiri ilişkisinin incelemeye dahil edilmemesi iken, Modern Portföy Teorisini geliştiren Harry Markowitz, bu eksikliği ortadan kaldırmıştır. Markowitz’in ortaya attığı

⁴Jack Clark Francis, Investment:Analysis and Management, Mc Graw-Hill, 5th Edition, New York, 1986, p.p. 400

modern portföy kuramına göre, fiyatları aynı yönde hareket eden iki menkul kıymeti aynı portföy altında birleştirmek, portföyden sağlanan marjinal faydayı azaltırken, aralarındaki korelasyon negatif olan iki menkul kıymetin portföyde bulunması portföyün riskliliğini azaltacaktır.

Markowitz, geleneksel portföy yönetimine üç önemli noktada katkıda bulunmuştur. Bunlardan birincisi ve en önemlisi, portföy yönetiminde, kısımların veya parçaların toplamının, butanes eşit olmadığının ispatlanmasıdır. Markowitz, burada portföy riskinin portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullarda portföyün sistematik olmayan riskinin sıfır yapılabileceğini göstermiştir. İkincisi, yatırımcıların bazı portföyleri aynı getiriyi sağlamakla birlikte, daha riskli oldukları için, bazı portföyleri de aynı risk düzeyinde olmakla birlikte, daha az getiri sağladıkları için tercih etmeyeceklerini, dolayısıyla bazı portföylerin diğerlerine göre daha üstün olduklarını savunmuş ve bu durumu üstünlük ilkesi olarak ileri sürmüştür. Markowitz'e göre, menkul kıymetlerin seçiminde etkin sınır söz konusudur. Üçüncü önemli nokta, etkin sınırın kuadratik programlama yolu ile elde edilebileceğidir. Markowitz'in geliştirdiği yöntem, karmaşık bir takım hesaplamaları gerektirir⁵. Bu sebepten dolayı, 1963 yılında, William Sharpe daha çok hisse senetlerin getirilerinin maksimizasyonu için kullanılan, Markowitz'in yönteminden yola çıkarak, Tek Endeks Modelini ortaya koymuştur.

Markowitz'in Modern Portföy Teorisi'nin varsayımları aşağıdaki gibi listelenir⁶:

- Bütün yatırımcılar rasyoneldir, kararlarını alırken buna göre davranıp, risklerini maksimize etmek isterler.
- Yatırımcılar yatırım kararlarını alırken yalnızca beklenen getiri ve riski dikkate alırlar.
- Tüm yatırımcılar iki portföy arasında risk düzeyi aynı olması durumunda, daha fazla getirili olanı tercih ederler.
- Sermaye piyasası etkindir, tüm bilgiler tüm piyasa katılımcılarına aynı anda ulaşır, fiyatlar menkul kıymet değerlerine aynı zamanda ve doğru olarak yansır.

⁵ Korkmaz ve Diğerleri, s.95

⁶ Cansın Kaya, Ozan Kocadağlı, 'Etkin Sınır ve Beta Katsayı Kısıtlı Portföy Seçim Modeli Üzerine Bir Uygulama', İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi, S:22, 2012, s.24

1.3. PORTFÖY YÖNETİMİ VE PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ

Portföy yönetimi, politika, ekonomi, piyasa, endüstri kolu ve menkul kıymetler açısından ortaya konulan bilgilerden hareketle, yatırımcıların amaçlarının, tercihlerinin ve kısıtlarının belirlendiği, bu bilgiler altında çözüldüğü ve verilen kararların başarısının, portföyün izlenmesi suretiyle değerlendirilmesinin devamlı olarak sürdürülmesi ve güncelleştirilmesi sistemidir⁷.

Sharpe'a göre portföy yönetimi, 'paranın yükseltme sürecidir'. Ekonomik koşullar zamanla değiştiğinden menkul kıymet yatırımcılarının portföylerinden bazı menkul kıymetlerin satılıp, yerine yenilerinin alınması söz konusu olabilir. Sözü edilen bu işlemin ne zaman, nasıl ve hangi menkul kıymetler üzerinden yapılacağına karar vermek uzmanlık ve sorumluluk gerektiren bir süreçtir. Portföy yönetimi; yatırımcıların risk/getiri düzeyi hedeflerine ayrıca ekonomik koşullara uygun olarak portföye çeşitli menkul kıymetleri almak ve bunların uygun şekilde yönetilmesi sürecidir.

Yatırımın bir süreç olarak algılandığı ve yatırımcının da bu süreçte amaç ve politikalarını belirledikten sonra hem yatırım stratejisi açısından hem de yatırım yapacağı finansal varlıklar bakımından bir seçim ile karşı karşıya kaldığı portföy yönetiminde, seçim aşamaları en kritik noktaları oluşturmaktadır. Seçim, yatırımcının portföyünü nasıl çeşitlendireceğini, dolayısıyla nasıl bir riski göze aldığını ve katlanmayı kabul ettiği bu risk karşısında nasıl bir getiri beklediğini belirlemektedir⁸.

Portföy yöneticiliği; sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin, yatırımcılarla yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, yatırımcı vekili sıfatıyla yönetilmesi faaliyetidir⁹. Portföy yöneticileri, yatırımcıdan aldığı yetki ile, yatırımcının tercih ettiği risk seviyesi ve tercih ettiği yatırım araçlarına göre portföyü yönetir, ancak belirli bir getiriye yazılı veya sözlü olarak garanti edemezler¹⁰.

Türkiye'de portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun piyasada güven ve istikrarın sağlanması amacıyla yaptığı profesyonel portföy yöneticiliğinin Türkiye'de yerleşmesini sağlamaya yönelik çalışmalarıyla

⁷ Dan W. French, Security Analysis And Portfolio Analysis: Concepts And Management, Merrill Publishing Company, 1989, p.p. 488.

⁸ Koray Kayalidere, Hüseyin Aktaş, 'Alternatif Portföy Seçim Modellerinin Performanslarının Karşılaştırılması', Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt10, Sayı,1, 2008, s.292

⁹ Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, İMKB Yayınları, Eylül, 2000, s.64

¹⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası, TSPAKB Yayınları, Şubat, 2011, s.16

yasal bir çerçeveye oturtulmuştur. Müşteri portföyü yönetim çalışmaları 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30 uncu maddesinin (f) bendi ile 22/0, 31, 32, 34 ve 39.uncu maddeleri hüküm çerçevesinde yapacak kurumların, kuruluş ve yetkilendirilmesine ilişkin ilkeler bir tebliğ ile düzenlenmiştir¹¹. Daha sonra sermaye piyasasında faaliyet gösteren bir çok aracı kurum, profesyonel portföy yönetim belgesi alarak yatırımcılara hizmet sunmaya başlamışlardır. Yine 14 Ocak 1993 tarih ve 21465 sayılı Resmi Gazete' de 'portföy yöneticiliği faaliyetlerine ve bu faaliyette bulunacak kurumlara ilişkin esaslar' tebliğinde (Seri: V. No: 9) müşteri portföyü yönetimi faaliyeti ayrıntılı olarak açıklanmıştır¹².

1.4. PORTFÖY YÖNETİCİLERİNİN KARŞILAŞTIĞI RİSKLER

Risk terimi, genel anlamda bir eylemle ilgili sonucun değişme olasılığını vurgulamaktadır¹³. Finansal anlamda risk, yapılan yatırımdan beklenen marjinal faydanın (getirinin), gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak tanımlanabilir. Bir başka ifadeyle, risk belirsizliğin objektif ölçüsüdür¹⁴.

Risk ile beklenen getiri arasındaki korelasyon ilişkisi pozitif yönlüdür ve bütün finansal kararlar bir risk/getiri dengesi içerir. Buna bağlı olarak, şüphesiz ki bir portföy yatırımcısı; portföy oluşturma kararını verirken portföyden elde edeceği getiri kadar, portföyün riskliliğini de hesaba katmak zorundadır. Risk ve getirinin aynı anda hesaba katılarak portföy oluşturma kararının verilmesi, yatırımcı tipine göre değişkenlik göstermektedir. Bazı yatırımcılar daha yüksek getiri beklentisi ile riskten kaçınmaz iken, bazı yatırımcılar riski sevmez ve getiri oranını buna bağlı olarak daha düşük tutarak, daha güvenli sularda yüzmek isteyebilirler.

Portföy yöneticilerinin karşılaştıkları risk bileşenleri, kontrol altına alınıp alınamama durumuna bağlı olarak, sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak ikiye ayrılmaktadır. Çok iyi bir portföy çeşitlendirmesi yapmış yatırımcılar, sistematik olmayan riskleri düşürerek azaltabilirler. Ancak sistematik risk bütün şirketleri etkileyen savaş, enflasyon, ekonomik durgunluk ve yüksek faiz oranları gibi dışsal faktörlerden kaynaklanan risk kaynağıdır. Bütün şirketler bu faktörlerden birebir etkilendiği için ve bu faktörler üzerinde şirket yöneticilerinin kontrol gücü

¹¹ Gültekin Rodoplu, Türkiye'de Sermaye Piyasası Ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi, Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No: 459 – 692, İstanbul, 1993, s.107.

¹² Portföy yöneticiliği faaliyetlerine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği Seri:V, No: 9, 14.01.1993 Resmi Gazete.

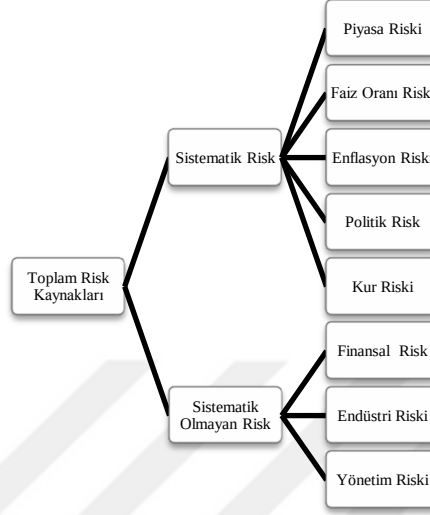
<http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/MevzuatGoster.aspx?nid=14131>(20.04.2016)

¹³ İlker Parasız, 'Para Banka ve Finansal Piyasalar', Ezgi Kitabevi, 9.Baskı,İstanbul,2009, s.66

¹⁴ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, 'Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim', Gazi Kitabevi,Ankara,2008, s.178

olmadığı için yatırımcıların ve şirketlerin aynı ekonomi içerisinde yapacakları çeşitlendirme ile bu tür riskleri yok etmesi mümkün değildir¹⁵. Toplam risk kaynakları aşağıdaki Şekil 1.1.'deki gibidir.

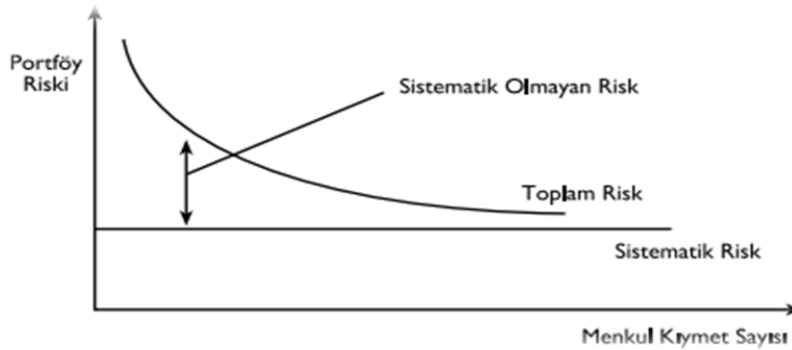
Şekil 1.1. Toplam Risk Kaynakları



Kaynak: Turhan Korkmaz, Ali Ceylan, Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi, Ekin Kitabevi, 3.Baskı, Bursa, 2006

Sistemik ve sistemik olmayan risk arasındaki temel fark, sistemik riskin piyasaların kendi işleyiş sisteminden kaynaklanan, çeşitlendirme ile yok edilmesi mümkün olmayan, yatırım kararları verilirken her zaman göz önünde bulundurulması gereken bir risk kaynağı olmasıdır. Bu durum aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

Şekil. 1.2. Risk Bileşenleri



Kaynak: Turhan Korkmaz, Nurhan Aydın, Güven Sayılğan, Portföy Yönetimi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:2852, 2013, s.20

¹⁵ Eugene Brigham, Louis Gapenski, Financial Management Theory and Practice, The Dryden Press, USA, 1991, p.p.124

Yukarıdaki şekil 1.2 incelendiğinde, yatay eksene paralel bir doğru ile gösterilen sistematik risk bulunmaktadır. Buna göre, portföyü oluşturan menkul kıymet sayısında herhangi bir artış veya azalış, sistematik risk düzeyinde herhangi bir değişim yaratmayacaktır. Bir başka deyişle, sistematik risk çeşitlendirme yoluyla azaltılamaz. Oluşturulacak her portföy için sistematik risk mevcuttur, ancak bu riskin düzeyi her portföy için sabit değildir. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün riski büyük ölçüde portföyde yer alan varlıkların sistematik riskinden kaynaklanır. Bir varlığın sistematik riski β (beta) ile ölçülür. Varlığa ilişkin beta katsayısı ne kadar yüksekse varlık o kadar yüksek risk taşır. Piyasadaki tüm varlıkları içeren bir portföy tam çeşitlendirilmiş portföydür ve yalnızca sistematik risk taşır¹⁶.

Ancak sistematik olmayan riski, çeşitlendirme yolu ile azaltmak olasıdır. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün sistematik olmayan riski, sistematik risk düzeyine kadar indirilebilir¹⁷.

1.4.1. Toplam Risk Kaynakları

Toplam risk kaynakları ekonomik literatürde sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmaktadır.

1.4.1.1. Sistematik Risk

Literatürde portföy riskliliğinin çeşitlendirilerek giderilemeyen kısmı olarak tanımlanmış sistematik risk, tüm sermaye piyasalarını ve bu sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetleri aynı anda etkileyen politik, ekonomik ve sosyal hayatın yapısından kaynaklanmaktadır.

Sistematik risk, piyasadaki tüm menkul kıymet fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir¹⁸.

Yatırımcılar açısından düşünüldüğünde sistematik risk, portföyün belirsizlik kaynağıdır ve kontrol edilebilme olasılığı yoktur. Bir menkul kıymetin sistematik riskini belirleyebilmek için, menkul kıymetlerin piyasaya karşı duyarlılıklarının bilinmesi gerekir. Bu duyarlılık ise beta katsayısı ile hesaplanır. Beta katsayısı sistematik risk endeksi olarak tanımlanıp, herhangi bir menkul kıymetin piyasa portföyü ile olan kovaryansının, piyasa portföyünün sistematik riskine bölünmesi ile

¹⁶ İlyas Şıklar, Finansal Ekonomi, Anadolu Üniversitesi Yayın No:1588, Eskişehir, 2004, s.68

¹⁷ Steve Lumby, 'Investment Appraisal and Financial Decisions', Chapman&Hall, 5th Edition, Great Britain, 1995, p.p. 259

¹⁸ George G. Kaufman, Financial Markets, Institutions & Instruments, New York University, Salomon Center, Volume:9, Number:2, 2000, p.p.173

hesaplanmaktadır¹⁹. Sistematik riski oluşturan başlıca faktörlere aşağıda değinilmiştir.

1.4.1.1.1. Enflasyon Riski

Enflasyon riski, finans literatüründe satın alma gücü riski olarak da adlandırılmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki artış oranının, yatırımın beklenen getiri oranından yüksek olduğu dönemlerde, enflasyon riski, satın alma gücünde bir azalış meydana getirir. Enflasyon, finansal varlık getirilerinin değerinin para ile ölçülmesi sebebi ile, finansal varlık getirileri ve dolayısıyla menkul kıymetlerin değerini etkilemektedir.

Enflasyon dönemlerinde bir taraftan dağıtılan kar payı miktarı artarken, bir taraftan ortaklığın iktisadi varlıklarının en azından reel değerini koruması, satın alma gücü riski sebebiyle hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarar görmesini engeller. Bu nedenle enflasyon dönemlerinde, tasarrufların reel değerini koruması açısından hisse senetlerine yatırım yapılması önerilir²⁰.

1.4.1.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarındaki azalış veya artışa bağlı olarak, oluşturulan portföyde beklenen getiri oranında oluşacak olası değişmeyi ifade eder. Özellikle faiz cinsinden borçlanma ve faiz getirisi olan menkul kıymetler açısından yatırımın verimini etkilediği için önemli bir risk çeşididir.

Tüm menkul kıymet fiyatlarının faiz oranı riskinden aynı derecede etkilendiğini söylemek mümkün değildir ancak etkilenme durumunda bu aynı yönde gerçekleşmektedir. Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcılar, piyasa faiz oranında meydana gelebilecek bir yükselme ile zarar göreceklerdir. Hisse senetlerinin getirileri değişken olduğundan, bu etki sabit getirili menkul kıymetlere oranla daha azdır. Bu açıdan menkul kıymetlerin fiyatı ve piyasadaki faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki vardır²¹.

1.4.1.1.3. Piyasa Riski

Piyasa riski, oluşturulan portföyün, piyasada oluşan volatilité sebebi ile istenilen getiriye ulaşamaması olarak tanımlanır.

¹⁹ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Second Edition, John Wiley & Sons Inc. New York, 1984, p.p. 282

²⁰ Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:3, Baskı No:6, İstanbul, 1994, s.838

²¹ Rıza Aşıkoğlu, 'Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme', Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 1983, s.86

Beklenilmeyen bir savaşın başlaması veya bitmesi, politik faaliyetlerin artması, ülkenin ileri gelenlerinden birinin ölmesi, altının ve petrol çıkarımının artması gibi örneklerle tanımlanabilecek, belirsizlik kaynaklı sebepler, piyasadaki fiyatlarda dalgalanmaya sebep olup, piyasa riskini oluşturarak, piyasadan kaçışa veya piyasada meydana gelebilecek bir durgunluğa sebep olurlar. Piyasa riski tüm sermaye piyasası araçlarını etkilerken, hisse senedi piyasalarında etkinin anlık olarak görülebilmesi sebebi ile daha yoğun hissedilir.

1.4.1.1.4. Politik Risk

Politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkar ve piyasa riski ile benzerlikler taşır. Ancak politik riskin bir başka boyutu da uluslararası ticaret hacmi ile ilgilidir. Koruma girişimleri, kotalar, yabancı sermaye yatırımları bu riskin konusunu oluşturmaktadır²². Yatırımcının, yatırım kararları verirken aradığı önemli kriterlerden biri siyasi istikrardır ve bu sebeple politik riskin oluşumu sermaye piyasalarından kaçışa yol açacaktır.

1.4.1.1.5. Kur Riski

Döviz riski olarak da adlandırılan kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda, döviz kurunda meydana gelebilecek bir değişiklik ile paranın değerinin düşmesi sonucu ortaya çıkan bir risktir. Kur fiyatında meydana gelecek bir değişme yalnızca oluşturulan portföyü etkilemeyecek, bununla birlikte yabancı ülkelerde yapılan yatırımların da karlılık oranlarını da değiştirecektir.

Döviz kuru ile hisse senetleri arasında ters yönlü ilişki vardır. Döviz kurlarının artması, yerli para biriminin değerinin azalması anlamına geleceğinden, hisse senedinin reel getirisinin de azalması anlamına gelmektedir²³.

1.4.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, toplam riski oluşturan unsurların sistemik risk dışında kalan kısmıdır ve işletmenin veya menkul kıymetin dahil olduğu iş kolundan kaynaklanıp, çeşitlendirilme ile azaltılması hatta yok edilmesi mümkün olan risk çeşididir. Bu risk unsuru sadece ilgili varlığa ilişkindir, piyasanın geneline yayılmaz. Sistemik olmayan riskin unsurları aşağıdaki gibidir.

²²Turhan Korkmaz, Nurhan Aydın, Güven Sayılğan, Portföy Yönetimi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:2852, Eskişehir, Ocak, 2006, s.26

²³ Korkmaz ve Diğerleri, s.26

²³Stephen P. Huffman, 'The Impact of The Systematic Risk of Common Stocks:Another Look', Quarterly Journal of Business and Economics, Vol:28, Winter, Copyright University of Nebraska-Lincoln, 1989, p.p. 83

1.4.1.2.1. Finansal Risk

Finansal risk finansman kaldırıcına eşittir. İşletmenin borç ödeme yeterliliği ve firmanın faaliyetlerini yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal kaldıraç, firmaların, sermaye yapılarında daha fazla yabancı kaynak kullanarak işletme karlarında meydana gelen artıştır²⁴. Fakat yabancı kaynakların firmaya getirdiği faiz ve anapara ödemeleri ile birlikte borçlanma oranı arttıkça, borçları geri ödeyememe, iflas olasılığı ve buna bağlı olarak finansal risk de artmaktadır.

Finansal risk unsuru tahvilleri ve hisse senetlerini farklı etkilemektedir. Tahvil ile katlanılan faiz borcu, işletmenin durumu ne olursa olsun öncelikli olarak ödenecektir. Ancak faiz borcunun büyük olması, hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kar payını olumsuz etkileyecektir. Farklı endüstrilere ait işletmelerin menkul kıymetlerinden oluşturulacak bir portföy ile finansal risk azaltılabilir, hatta ortadan kaldırılabilir²⁵.

1.4.1.2.2. Endüstri Riski

Endüstri riski işletmenin içinde bulunduğu sektördeki konumuyla ilgilidir. Tekel konumunda olması, veya faaliyet gösterdiği sektöre tam rekabetçi bir firmanın giriş yapması, tüketicilerin zevk ve tercihlerindeki gelişmeler, işletmenin karlılığını ve menkul kıymetlerinin değerlerini etkileyecek, buna bağlı olarak yatırımcının kararı da etkilenecektir.

1.4.1.2.3. Yönetim Riski

Yönetim riski işletmelerin iyi veya kötü yönetilmesine ve buna bağlı olarak yöneticilerin yeteneklerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Yöneticilerin yapabileceği bir hata ile işletmelerin satışları ve buna bağlı olarak karlılıkları azalabilmekte bu durum işletmenin hisse senetlerini de etkileyebilmektedir. Karlılıkta yaşanabilecek potansiyel bir azalış hisse senedi sahiplerine dönemsel olarak ödenen temettü dağıtımlarında bir azalmaya gidilmesine sebep olabilmektedir. Tam tersi şekilde iyi yönetilen bir işletmenin ise karlılığı artacağından firmanın hisse senetlerine yatırımcıların ilgisi artacaktır.

²⁵ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000, s.278

1.5. KÜRESELLEŞME KOŞULLARINDA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Yükselen küreselleşme olgusunun en önemli etkisi finans piyasalarında görülmektedir. Teknolojik gelişmelerin de katkılarıyla hızla büyüyen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanı sıra, hacmini de değiştirmiştir. Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödemeler bilançosu finansmanı dışında, arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan piyasalara yönelmesine neden olmuştur²⁶.

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları, özellikle az gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için önemli faydalar taşır. Finansal yurt dışı açılma ile gelen yabancı sermaye ile yurt içi yatırımlar artacaktır. Ayrıca yabancı sermaye yurt içi yatırım ve tüketim harcamaları sonucu ortaya çıkabilecek riski de azaltacaktır. Finansal dışa açılma sonucu oluşacak dolaylı fayda ise, yabancı sermayenin ‘bilgi yayılımı etkisi’ (knowledge spillover effect) yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini artıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecek oluşudur²⁷.

Finansal küreselleşme ile, gelişmiş ülkelerin ulusal finans piyasalarındaki kontroller ve sınırlamaların kaldırılmasına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere istikrar amaçlı yapısal uyum programları hız kazanmıştır. Bununla birlikte mal ve hizmet piyasalarındaki küreselleşmenin yanı sıra ulusal sermaye piyasalarının da küreselleşme süreci başlamıştır. Süreçte, uluslararası sermaye piyasalarında en büyük payı olan ticari banka kredileri yerini tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır²⁸.

Dünyada sermaye transferi iki grupta incelenmektedir. Bunlar yabancı portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları birbirleriyle benzeşir yapıda ve uluslararası sermaye

²⁶ Nurettin Öztürk, Finansal küreselleşme ve küresel Sermaye Akımları, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s.268-270

²⁷ World Bank, ‘Private Capital Flows to Developing Countries-The Road To Financial Integration’, World Bank Policy Research Report, Washington D.C., 1997, p.p.23

²⁸ Didem Öztekin, Filiz Erataş, “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması”, Paper presented at EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics, 17-19 Haziran 2009, s. 3

hareketi niteliğinde olsa da birçok yönden farklılıklar içerirler.

1.5.1 Portföy Yatırımlarını Belirleyen Faktörler

Portföy yatırımını belirleyen faktörler arasında market büyüklüğü, faiz oranları arasındaki değişiklikler ve elde edilen faizlere ve kar dağıtımına uygulanan vergiler, ilgili sermaye piyasasının küresel ekonomideki yeri ve borsaya kote şirket sayısı, uygulanan enflasyon oranı, piyasa kapitalizasyonu, yerli paranın dolar karşısında değer kaybedeceği endişesi, dışa açıklık, ayrıca piyasa yoğunluğu bulunur. İlgili etkenler aşağıda verilmiştir;

1.5.1.1. Pazar Büyüklüğü

Piyanın büyüklüğünü gösteren bu etken, bir şirketin hisse senetlerinin borsada oluşan fiyatının, dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile çarpılmasıyla bulunur.

1.5.1.2. Faiz Oranları

Faiz arbitrajı, ülkeler arası faiz oranları farklılığından yararlanmak için para piyasalarında yapılan kısa süreli işlemleri ifade eder. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar kendi ülkelerindeki düşük faiz hadleri yerine, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz fırsatlarını görüp, bundan yüksek getiri sağlamak amacı ile bu ülkelere yönelik para transferinde bulunurlar. Bu etkende, elde edilen faize ilgili ülkede uygulanan vergi oranı da büyük önem taşımaktadır. Zira temettü ve faiz üzerinden elde edilen vergi oranı arttıkça, yatırımdan sağlanacak potansiyel fayda miktarı azalacak, yatırım cazip olmaktan çıkacaktır.

1.5.1.3. İşlem Hacmi

İşleme konu olan menkul kıymet adedi, belirli seansta veya gün sonunda, alış satışı gerçekleştiren menkul kıymet sayısı iken, işlem fiyatı menkul kıymetin fiyatı, alış ve satış emirlerinin eşleşmesi ile ortaya çıkan tutardır. İşlem hacmi, işleme konu olan menkul kıymet sayısı ile, menkul kıymetlerin işlem gördüğü fiyatlarının çarpımlarının toplanması ile ortaya çıkar ve işlem hacmi yüksek olan menkul kıymetler 'likit' olarak değerlendirilir. İşlem hacmi piyanın likiditesini gösterdiği için önemli bir veriyken, tek başına piyanın gelişmişliğini göstermek için yeterli görülemez.

1.5.1.4. Enflasyon Oranı

Sermaye piyasalarına yatırım yapan portföy sahipleri, hisse senetlerindeki fiyat artışı yanında, kâr payı getirisi elde etmeyi de amaçlarlar. Ancak, enflasyon oranının çok uzun yıllar yüksek düzeylerde seyrettiği ülkelerde ödenen temettü oranları, hisse senetleri piyasa fiyatları yanında enflasyon etkisi ile çok düşük

seviyelerde kalmaktadır. Hisse senetlerinin diğer yatırım araçlarına oranla enflasyondan etkilenme oranı göreceli olarak düşük olsa da, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapacak olan portföy sahipleri, öncelikle enflasyonu düşük, kamu açıkları yüksek olmayan ve yapısal reformları gerçekleştirmiş ekonomileri tercih etmektedirler²⁹.

1.5.1.5. Sermaye Piyasasının İlgili Ekonomideki Yeri

Hisse sendi piyasalarının ulusal ekonomi içerisindeki yerini ve önemini gösteren kriterler; İşlem Hacmi/GSMH, Piyasa Kapitalizasyonu / GSMH, Yeni İhraç Miktarı/Toplam Sabit Sermaye Yatırımları şeklinde sıralanmakla beraber, oranlar belli piyasaların ülkeleri içerisindeki özel sektör finansman katkısını göstermesi açısından önemlidir³⁰.

1.5.1.6. Borsaya Kote Şirket Sayısı

Piyasadaki işlem gören toplam şirket sayısını gösteren kote şirket sayısı, tasarruf sahiplerinin, tasarruflarını sermaye piyasaları yolu ile nasıl finanse ettiğinin bir göstergesidir. Ancak borsaya kote şirket sayısı bazı ülkelerde devlet eliyle yapılan teşviklerle artırılabilir. Bu teşvikler zaman zaman sermaye artırımındaki engellerin kaldırılması ve vergi teşvikleri gibi dolaylı etkilerle gerçekleşmektedir. Dolayısı ile bir borsaya kote şirket sayısı her zaman piyasanın büyüklük ve gelişmişlik düzeyini göstermekte yeterli görülmez.

1.5.1.7. Dışa Açıklık

Ülkelerin finansal serbestleşme politikalarının liberalize edilmesi, serbestleştirilmesi ve sermaye dolaşımını engelleyici kısıtlamaların kaldırılması ile mümkün olan dışa açıklık, küreselleşme süreci ile birlikte ülkelerin diğer ülkelerle arasındaki entegrasyon derecesini belirler ve yurtdışından ulusal piyasalara ve ulusal piyasalardan da yurtdışı piyasalara sermaye akışının serbest bir şekilde, düşük maliyetlerle ve kolaylıkla gerçekleştirilmesine sebep olur.

Burada önemli bir diğer faktör ise yasal sistem ve bu sistemin içerdiği yasalardır. İlgili yasaların uluslararası sermaye transferini destekleyici ve yatırımcıyı koruyucu nitelikte olması büyük önem taşımaktadır.

²⁹ Sermaye Piyasası Kurulu ‘Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi’, Araştırma Raporu, Ankara,2007 ,s.13

³⁰ Murat Doğu, Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 27, Ankara, 1996, s.10

1.5.1.8. Piyasa Yoğunluğu

Gerçek anlamı belirli ürün için belirli bir alan içinde potansiyel müşteri yoğunluk oranı olarak ifade edilebilecek olan piyasa yoğunluğu, sermaye piyasalarında, piyasa değeri olarak en büyük veya işlem hacmi olarak en aktif hisse senetlerinin toplam piyasa kapitalizasyonu ve işlem içindeki payları olarak tanımlanır. Gelişmekte olan ülke piyasalarına bakıldığında, market değeri büyük olan şirketlerin, işlem hacminin büyük kısmını oluşturdıkları gözlemlenir. Buna bağlı olarak borsada mevcut olan piyasa yoğunluğu arttıkça, borsanın yoğunluğu oluşturan şirketlerin etkisinde olduğu çıkarımı yapılabilir.

1.5.2. Portföy Yatırımlarını Engelleyen Faktörler

Uluslararası portföy yatırımlarını çekici olmaktan çıkaran engeller; işlem maliyetleri, kurumsal sınırlamalar, vergiler, yerel hükümetler tarafından konular sınırlamalar ile hisse sahiplerinin haklarını koruyan yasaların yokluğu veya zayıflığı, içerden ticareti (inside trading) engelleyecek düzenlemelerin olmaması, hisse sahiplerine bilginin zamanında ve uygun olarak açıklanmasına ilişkin kuralların yetersizliği gibi faktörlerden oluşmaktadır.

1.5.2.1. İşlem ve Bilgi Maliyetleri

Yabancı piyasalarda menkul kıymet satın alınmasına ilişkin işlem maliyetlerinin genelde yerel piyasalara göre yüksek olması, portföy yatırımcıları açısından engel teşkil etmekte, yabancı piyasalarda işlem yapmak için aracılara ihtiyaç duyulması da ekstra maliyete neden olmaktadır. Ticarete aktif katılım için gerekli olan fiyat, piyasa hareketleri, işletmeler ve sektörler hakkında bilgi ile teknik ekipman ekstra maliyet yaratmaktadır. Ayrıca saat farkı nedeniyle normal çalışma saatleri arasında işlemlerin gerçekleştirilmesi için ayrıca personel istihdam edilmesi de bir başka maliyet unsurudur. Aracılar da bu maliyetleri müşterilerine yansıtırlar³¹.

İşlem maliyetlerini artıran nedenler aşağıdaki gibi sıralanır,

- Uluslararası veri tabanı abone ücretleri,
- Veri toplama,
- Araştırma,
- Uluslararası muhasebe sistemi,
- İletişim maliyetleri (Seyahatler, bilgisayar bağlantıları, uluslararası telefon

³¹ Ian Domowitz, Jack Glen, Ananth Madhavan, "Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", International Finance, Vol:4, William Davidson Institute at the University of Michigan, 2001, p.p. 221-255.

görüşmeleri)'dir³².

Ek olarak, yurtdışında yatırım yapmak yabancı piyasalar hakkında bilgi gerektirmektedir. Yabancı bir firmanın performansı konusunda tam bir görüşe sahip olmak, yatırımcı açısından önemli derecede çaba gerektirmektedir. Bilgiye ulaşmak için çok yüksek maliyetlerle karşılaşılabilir ve elde edilen bilgi, kullanılan muhasebe standart ve yöntemlerinden farklılığı nedeni ile yatırımcının kullanımına uygun olmayabilir. Ayrıca yabancı piyasalarda işlem gören finansal varlıklar da, özellikleri açısından ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir³³.

1.5.2.2. Kur riski

Yabancı yatırım hareketlerinin dalgalı olması, ilgili ülkedeki kur riskini yükseltmektedir. Döviz miktarında girişinde yaşanan toplu artış/azalış, dövizin fiyatını etkileyip, portföyden beklenen potansiyel faydayı azaltabilir. Kur fiyatında meydana gelecek bir değişme yalnızca oluşturulan portföyü etkilemeyecek, bununla birlikte yabancı ülkelere yapılan yatırımların da karlılık oranlarında değişme meydana gelecektir. Bu risk türev araçlar ile yok edilebilmektedir. Böylece yönetici ve işlem maliyetlerinden de korunma sağlanmış olmaktadır³⁴.

1.5.2.3. Vergi Boyutu

Yabancı yatırımcıya uygulanan yüksek vergi uygulamaları, yatırım oranına ilişkin sınırlamalar ve transfer kısıtlamaları da yabancı portföy yatırımcılarını olumsuz yönde etkilemekte ve portföy yatırımına ekstra bir maliyet ekleyerek portföyün potansiyel getirisini azaltmaktadır.

1.5.2.4. Yasal Düzenlemeler

Ülkelerin sermaye oranlarında yabancı ağırlığının piyasayı dış şoklara daha açık hale getirmesi, bu konuda bazı ülkeleri yasal düzenlemeler yapma yoluna itmiştir. Genelde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ilgili düzenlemeler, bu ülkelerin piyasalarında yabancı yatırım miktarını kısıtlamakta, yani kendi ülkelerindeki ulusal şirketlerin yabancı miktarını sınırlamaktadır.

³²Bruno H. Solnik, “International Investments”, Third Edition, Addison-Wesley Publishing, NewYork, 1996, p.p.128

³³ Alan Ahearne, William Grier, Francis Warnock, “Information Costs and Home Bias: An Analysis of U.S. Holdings of Foreign Equities,” Journ2al of International Economics, Vol:62, Issue:2, Washington, 2004, p.p.313–336

³⁴ Bruno H. Solnik, Dennis Mcleavy “International Investments”, Fifth Edition, Pearson Addison Wesley, New York, 2003, p.p. 480

1.5.2.5. Politik Risk

Ülkelerde yaşanan siyasi istikrarsızlıklar, krizler, portföy yatırımcılarını politik risk ile karşı karşıya bırakır ve bu piyasalardan kaçışa sebep olur. Yatırım planı yapılan ülkedeki siyasi istikrar, yatırım yaparken göz önünde bulundurulacak öncelikli sebeplerdendir.

1.5.2.6. Piyasa Etkinliği

Piyasaların likidite düzeyi değişkenlik gösterir. Likiditesi yüksek olan piyasalardaki potansiyel fayda miktarı, likiditesi düşük olanlara göre daha yüksektir. Yatırımcılar portföy yatırımlarını planlarken, daha yüksek fayda sağlayabilecekleri piyasalara yatırıp yapmayı seçeceklerdir. Rasyonel bir yatırımcı genelde portföy yatırım kararlarını alırken, yatırımlarının büyük kısmını, likiditesi yüksek piyasalara, göreceli olarak küçük bir kısmını ise, daha az likidite payı barındıran küçük piyasalara yatırmayı tercih etmektedir.

Bunun nedeni ise, küçük piyasalar üzerinde sermaye kontrollerinin oluşudur. Bu kontroller yabancı sermaye yatırımlarının satış gelirlerinin geri dönmesini engellemekte ve yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapmasını olumsuz yönde etkileyerek uluslararası sermaye piyasasında borçlanma kapasitesini azaltmaktadır³⁵. Piyasa etkinliğindeki diğer bir etmen ise fiyat manipülasyonudur. Eğer yabancı piyasalar bu problemlerden çok fazla etkilenirse, yöneticiler yerel spekülâtorlerden faydalanmak için yabancı piyasalara yatırım yapma riskini sürdürmeyecektir³⁶.

1.5.2.7. Yabancı Piyasalara Uzaklık

Yatırımcı portföy planlamasını yaparken, değerlendirmeye aldığı yönlerden biri de ülkelerdeki kültür farklılığıdır. Piyasalardaki işleyişin nasıl olduğu, ticaret prosedürleri, yabancı dil eksikliği, raporların sunulma biçimi gibi problemlerin varlığı, yatırımcıları yabancı piyasalara yatırım yapma fikrinden uzaklaştırıp, yerel piyasalara itmektedir.

1.5.3. Piyasalar Arası Eşbütünleşmenin Etkileri

Büyük ölçüde 1990'lı yılların başından beri artış gösteren finansal entegrasyon öncelikle gelişmiş ülkelerde görülmeye başlamış, ve küreselleşmenin etkisiyle bir bütün haline gelmekte olan finansal piyasaların etkisi ile, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru yayılmıştır. Finansal entegrasyonun olumlu ve olumsuz etkileri aşağıdan izlenebilir.

³⁵ SOLNIK ve MCLEAVEY, p.p. 477

³⁶ SOLNIK ve MCLEAVEY, p.p. 477

1.5.3.1. Finansal Entegrasyonun Pozitif Yönleri

Finansal entegrasyonun faydaları rekabet ile gelen kalite artışı, uzmanlaşmaya teşvik, finansal sektördeki gelişim ve artan tasarruflar, hükümetin daha açık ve güvenilir politika oluşturmak zorunluluğu, teknolojik gelişme ve çeşitlendirmeye bağlı risk dağıtımı ile birlikte gelen sermaye maliyetinin düşüşü olarak sıralanabilir. Bu faydalardan bazıları dolaylı bazıları ise doğrudan fayda niteliğindedir.

1.5.3.1.1. Rekabet ile Gelen Kalite Artışı

Finansal entegrasyonun beraberinde getirdiği ilk fayda şüphesiz ki rekabettir. Sermaye çekebilmek için artan rekabet, finansal piyasalar açısından bakıldığında, yatırım olanaklarının, likiditenin ve hizmet kalitesinin artmasına katkı sağlamakta, tüketici açısından bakıldığında ise sunulan ürün ve hizmet kalitesinin artışı sağlanmaktadır. Sonuç olarak tüm bu gelişimler kalite artışını beraberinde getirmektedir.

1.5.3.1.2. Uzmanlaşmaya Teşvik

Finansal entegrasyon, uluslararası risklerin dağıtılmasını sağlamakla birlikte tüketimdeki dalgalanmayı azaltmaktadır. Risklerin dağıtılması dolaylı biçimde uzmanlaşmayı teşvik etmektedir. Uzmanlaşma da verimliliğin ve büyümenin artmasını sağlamaktadır. Özellikle gelişmiş bölge ve ülkeler arasında uzmanlaşma ile riskler daha iyi dağıtılabilmektedir³⁷.

1.5.3.1.3. Finansal Sektördeki Gelişim ve Artan Ulusal Tasarruflar

Sermayenin gelişmiş ülkelere doğru hareket etmesi, sermaye sahiplerinin daha fazla getiri elde etmesini sağlamaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerdeki ulusal tasarrufların artmasına katkı sağlamakta ve finansal sektörü geliştirmeye itmektedir. Ayrıca finansal entegrasyon, yatırım yapılan ülkedeki likidite miktarını artırdıkça, doğru orantılı olarak ulusal bankalardaki yabancı yatırımcı sahipliğini de artırmaktadır. Bununla birlikte yabancı bankaların uluslararası finansal piyasalara girişlerini kolaylaştırmakta, beraberinde ulusal bankacılık denetim esaslarını ve düzenlemelerini geliştirmekte, yabancı bankaların girişleriyle birlikte artan rekabet ise kaynakların daha etkin dağılımını sağlamak ve ulusal finansal hizmetlerin kalitesini artırmaktadır.

³⁷ Eswar Prasad, Rogoff Kenneth, Wei Shang- Jin, M.Ayhan Köse, “Financial Globalization, Growth And Volatility in Developing Countries”, NBER Working Paper 10942, 2004, <http://www.nber.org/papers/w10942>, p.p. 14-15

Şüphesiz ki artan tasarruflar, yabancı bankaların piyasalara girişi ve bankalarda artan likidite artışı yeni şubelere gereksinim yaratacak, bu da doğru orantılı olarak ülkedeki istihdamın artmasına katkı sağlayacaktır.

1.5.3.1.4. Sermaye Yatırımlarını Çekebilmek Amacıyla Kamunun (Hükümetin) Açık ve Güvenilir Politika Oluşturmak Zorunda Kalmaları

Uluslararası portföy yatırımcısı yatırımlarını planlarken, ülkedeki politik riski dikkate alır. Siyasi istikrarın yanında, ülkenin yasa yapıcılarının ekonomi politikalarındaki açıklık, tutarlılık ve güvenilirliği her zaman önem taşımaktadır. Ülkelerine yabancı sermaye çekmek isteyen yasa yapıcılar, ekonomi politikalarını düzenleme yoluna gitmekte ve bu durum da dolaylı olarak sermayenin daha iyi bir şekilde dağıtılmasına katkıda bulunmaktadır.

Bunların yanında ülke hükümetlerinin ekonomi politikalarında yapacağı düzenlemeler, uluslararası piyasalarda finansal entegrasyona istekli olduğu izlenimini de yaratmaktadır. Örneklendirmek gerekirse, bir ülkenin sermaye çıkışlarındaki kısıtlamaları kaldırılması, uluslararası piyasalarda o ülkenin entegrasyona istekli olduğu şeklinde yorumlanıp, ilgili ülkenin sermaye girişlerinde artış meydana getirebilmektedir.

1.5.3.1.5. Teknolojik Gelişim

Uluslararası artan finansal entegrasyon oranı, sermaye transferi, bilgi edinme süreci, transfer hızı ve bunun gibi tüm nedenler teknolojik gelişme ve yayılma sürecini de beraberinde getirir. Teknolojik gelişme ise ülke büyümesine katkı sağlar.

1.5.3.1.6. Çeşitlendirme ve Risk Dağıtımına Bağlı Olarak Sermaye Maliyetinin Düşmesi

Çeşitlendirmenin en bilinen ve en önemli faydası, uluslararası portföy çeşitlendirmesi yoluyla, yatırımın hem sistematik hem de sistematik olmayan risklere karşı risk dağıtımı yoluyla korunma şansını tanımasıdır. Ülkelerin finansal serbestleşme ile doğru orantılı olarak eşbütünleşme düzeyi arttıkça, likidite artmakta, ayrıca piyasalar daha şeffaf ve güvenilir hale gelmektedir. Böylece finansal enstrümanların riskleri düşerek yatırımların sermaye maliyeti azalmaktadır.

1.5.3.2 Finansal Entegrasyonun Negatif Yönleri

Finansal entegrasyonun pozitif yönleri kadar negatif yönleri de mevcuttur. Bunlar sermaye akımlarının düzensizliği, krizlere neden olma, makroekonomik dengenin kaybı ve ekonomik büyümede istikrarsızlık olarak sıralanıp, detaylı olarak aşağıda verilmiştir.

1.5.3.2.1. Sermaye Akımlarının Düzensizliği

Finansal entegrasyon ülkedeki sermaye akışının değişkenlik seviyesini artırmaktadır. Ulusal piyasalarda yaşanan kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları ile sermaye akımlarının düzensizliği artmakta bu durum ülkeleri likidite riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Ayrıca; portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla çok kısa sürede ülkeden çıkış yapabilirler, bu durum ülkedeki likidite seviyesini doğrudan etkileme gücüne sahiptir.

1.5.3.2.2. Krizlere Neden Olma

Ülkelerin artan faiz oranları, büyük bir bölümü sıcak para niteliğindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar meydana getirmektedir. Artan sermaye girişleri bir taraftan kurları değerli hale getirirken diğer taraftan da ihracatı daraltıp, ithalatı artırmaktadır. Bu şekilde giderek büyüyen açıkları kapatmak ve gelen kısa vadeli sermayenin yurt içinde kalmasını sağlamak amacıyla daha çok yükseltilen faiz oranları ilgili ülkenin borç yükünü artırmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketliğine bağımlı hale gelen ekonomide beklentilerin olumsuz yönde gelişmesinin ardından başlayan sermaye çıkışlarıyla ekonomik krizler meydana gelmekte ve büyüme oranları azalmaktadır³⁸.

Ayrıca, artan uluslararası etkileşim oranı, piyasaları birbirine bağlı hale getirmektedir. Entegre piyasalarda krizler bulaşıcıdır, finansal entegrasyon, krizin potansiyel yayılımını tetikler.

1.5.3.2.3. Makroekonomik Dengenin Kaybı

Finansal bütünleşme, finansal serbestlikle birlikte gelir ve beraberinde büyük sermaye akımlarını getirir. Hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar ve döviz kurunda ani değişikliklere sebep olabilir ve bu durum cari açık seviyesinin artması ile sonuçlanıp makroekonomik dengesizliklere sebep olabilmektedir.

Esnek döviz kuru altında büyüyen dış açık sorunu paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır. Sabit kur rejimi altında büyüyen dış dengesizliklerdeki rekabet kaybı ise, fiyatlardaki dengenin sağlanması ve sürdürülmesine zarar verebilmektedir. Bunun sonucunda, parasal kriz ve finansal istikrarsızlık oluşabilmektedir³⁹.

³⁸ Erşan Sever, Zekai Özdemir, Zekeriya Mızırak, “Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde bir İnceleme”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Kasım 2010, C.2, S.3, <http://iibfaacd.kilis.edu.tr/article/download/1094000026/1094000023>, s. 50

³⁹ Pierre Richard Agenor, “Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts”, The World Economy, V.26, Issue 8, Manchester, 2003, p. 1098

1.5.3.2.4. Ekonomik Büyümede İstikrarsızlık

Artan finansal entegrasyon ile yabancı sermaye gelişmekte olan ülkelere hızlıca girebilmekte, üretimde çeşitliliği ve uzmanlaşmayı artırmaktadır, bu durum finansal entegrasyonun pozitif yanlarından görülürken, diğer taraftan endüstrileri dışa bağımlı hale getirip, dış şoklara karşı açık hale getirmektedir.

Öte yandan sermaye girişlerinin yoğun olduğu zamanlarda büyüme hızı yüksek seyrederken, sermaye çıkışlarıyla ekonomide daralmalar meydana gelebilmektedir.

1.5.4. Doğrudan Yabancı Yatırım, Yabancı Portföy Yatırımı ve Ayrımları

Doğrudan yabancı yatırım basit anlamda, başka bir ülkedeki varlık sahiplerine, fayda sağlamak amacı ile teknoloji, fabrika vb. konularda yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilir.

Bir diğer tanımla; doğrudan yabancı yatırım, yabancı yatırımcı tarafından iktisadi faaliyetler aracılığı ile yeni firma kurmak ve şube açmak, menkul kıymetler aracılığı dışında hisse almak, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir firmaya ortak olmaktır⁴⁰. Bu yatırım, yatırımcıya yatırım yapılan işletmenin yönetiminde de hak sahibi olması fırsatını verirken, yatırımcı genel olarak uzun vadeli hedefler ile bu yöntemi benimser ve ilgili ülkedeki istihdamın artırılmasına katkı sağlar.

Yabancı portföy yatırımı ise, bir diğer ülkede getiri elde etmek amacıyla, yatırım yapılan menkul kıymetin riskine katlanılarak alınan, doğrudan yabancı yatırım dışındaki, hisse senedi, tahvil, bono şeklinde yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilir. Yabancı portföy yatırımı, ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlar, sermaye piyasalarındaki likiditeyi artırır, piyasaların derinliğinin artmasında önemli rol oynar, ancak yatırımcı, portföy yatırımı yapabilmek için güvenilir bir finansal sisteme ve güvenilir aracı kurumlara ihtiyaç duyar.

Bir yatırımın yabancı portföy yatırımı sayılabilmesi için, hisse senetleri, satın alınan firmanın %10'undan daha az bir yatırımdan oluşmalıdır, bu oranın fazla olması durumunda yatırımın türü doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedir. Ancak burada yatırımın türünü belirlemek amacıyla ayrılan

⁴⁰ Mehmet Eryiğit, Canan Eryiğit, "Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Ekonomik Faktörler", Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum, 24-27 Nisan 2008, s.236

nokta, hisse senetlerinin elde bulunduruluş sebebidir. Eğer yatırımcı hisse senetlerini firmanın yönetiminde bulunmak amacıyla satın alıyorsa bu doğrudan yabancı yatırım, yalnızca yatırım amaçlı elde bulunduruyorsa bu durumda portföy yatırımı olarak değerlendirilir⁴¹.

Sermaye hareketlerinin temelini oluşturan yabancı doğrudan yatırımları ve portföy yatırımlarını birbirinden ayıran temel farklılıklar, doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarına göre yatırımı finanse etmenin daha güvenilir bir yolu olması ve doğrudan yabancı sermayenin küresel üretimin entegrasyonu gibi yapısal faktörlerden etkilenir iken, portföy yatırımları finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere duyarlı olmasıdır⁴².

Doğrudan yabancı yatırımlarının portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan doğrudan yatırım yapan kişi veya firmaların karar alma ve üretim sürecinde kontrolü yönünden ayrılır⁴³.

Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, uzun vadeli hedeflere göre hareket etmektedir. Bu tür yatırımların ülkeyi terk etmesi zordur. Portföy yatırımları ise doğrudan yatırımlara göre daha hareketli, değişken ve geçici niteliktedir. Yatırım ortamını etkileyen ekonomik ve siyasal koşulların olumlu yönde değişmesi, ülkeye gelen portföy yatırımlarını artırmakta, beklentilerin olumsuz dönüşmesi ise portföy çıkışlarını artırmaktadır⁴⁴.

Doğrudan yabancı yatırımlar, yatırım yapılan ülkedeki istihdamı artırırken, her iki yatırım tipi de ülke ekonomisine katkıda bulunur, ekonomik aktiviteyi artırır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarda, yatırımcı genel olarak sermayesinin yanında üretim sistemlerini ve işletmecilik bilgisini de getirirken, yabancı portföy yatırımlarında, yatırımcının tek katkısı sermayesidir.

Doğrudan yabancı yatırımlarını, yabancı portföy yatırımlarından ayıran son fark ise, doğrudan yatırımlarda yatırımcının genel olarak tüzel şirketlerden, portföy yatırımlarında ise tüzel şirketlerin yanı sıra tasarruf sahibi gerçek kişiler de oluşabilir olmasıdır.

⁴¹ Aldülkadir Kaya, 'Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri' Atatürk Üniversitesi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi,Erzurum,2011, s.84

⁴² Ö.Selçuk Emsen, Mustafa Kemal Değer, 'Geçiş Ekonomileri ve Türkiye'de Yabancı Sermayenin Dinamikleri', Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum 2005, s. 13

⁴³ ERYİĞİT ve ERYİĞİT, s.236

⁴⁴ Muhammet Şükrü Çetin, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği", Süleyman Demirel Üniversitesi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi,Isparta, 2008, s.20

1.5.5. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri

Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, 1986 yılı sonrasında başlamış, 1989 yılında yürürlüğe konulan '32 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Korumaya Yönelik Karar' sonrası yukarı yönlü ivme kazanmıştır. 24 Ocak 1980 kararları sonrası artışa geçen doğrudan yabancı yatırımların sonrasında, 32 Sayılı karar ile portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlar doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla daha yüksek bir ivme kat etmiştir. 2006-2015 yılları arası portföy yatırımları Tablo 1.1'den incelenebilir.

Tablo 1.1'e göre Türkiye'de yerleşik kişilerin portföy yatırımları net varlık edinimi adıyla, yurt dışı yerleşik gerçek kişi, şube, iştirak veya bağlı ortaklığın portföy yatırımları ise 'Yükümlülükler' adıyla belirtilmiştir. Buna göre, Net varlık edinimi 2006-2011 yılları arası inişli çıkışlı bir profil izlemiştir. 2011 yılında sermaye piyasalarından çıkış yönlü hareket başlamış, 2012 ve 2013 yıllarında devam ederek ortalama 2,6 milyon dolar çıkış görülmüştür. 2014 yılında portföy yatırımları artış eğilimine girmiş, en yüksek seviyesine 2015 yılında ulaşarak, 6,1 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1.1- Türkiye'de Portföy Yatırımları

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Portföy Yatırımları										
Net Varlık Edinimi	3,987	1,947	1,244	2,711	3,534	-2,688	-2,657	-2,601	746	6,129
Portföy Yatırımları										
Yükümlülükler	11,402	2,780	-3,370	2,938	19,617	19,516	38,355	21,387	20,850	-9,369
Borç Senetleri	9,463	-2,358	-4,486	111	16,149	20,501	32,079	20,545	18,291	-6,974
Hisse Senetleri	1,939	5,138	716	2,827	3,468	-985	6,276	842	2,559	-2,395
*TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri 2015 Raporundan derlenmiştir.										
**Fiyatlar Milyon ABD Doları cinsindendir.										

Yabancı portföy yönetimlerine bakıldığında, 2006 yılında 11,402 milyon dolar seviyesinde görülen yatırımlar, 2007 yılı itibari ile ivme kaybetmiş, düşüş eğilimine girmiştir. 2015 yılına kadar sermaye piyasasından en yüksek çıkış 2008 yılında görülmüştür. Bunda 2008 yılında görülen küresel krizin etkileri de vardır. 2010 yılı itibariyle yükselen taleple beraber artan yabancı portföy yatırımları, 2015

yılında en düşük seviyesini görmüş, Türkiye Sermaye Piyasalarında 9,369 milyon dolarlık bir çıkış yaşanmıştır. Borç senetlerine yönelik yatırımlar incelendiğinde, en yüksek çıkış 2015 yılında görülmüştür. Çıkışta, FED 'in aldığı faiz artırımı kararı etkilidir. Hisse senetlerine yapılan yatırımlarda azalma ise, yine 2011 yılı ve 2015 yıllarında görülmektedir.

Türkiye’de, 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe giren Ekonomik İstikrar Tedbirleri ile dış ticaret serbestleştirilmiş, yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiş, kar transferlerine kolaylık sağlanmış, sermaye hareketleri üzerindeki engelleri sınırlamaya yönelik önemli adımlar atılmıştır. Türkiye’ye yapılan 2006-2015 yıllarına ait doğrudan yabancı yatırım tablosu aşağıdan izlenebilir.

Tablo 1.2.’de Türkiye’de yerleşik ana ortağın yurtdışındaki şube, iştirak ve bağlı ortağa yaptığı doğrudan yatırımlar “**Varlıklar**” ve Yurtdışındaki şube, iştirak ve bağlı ortaklığın Türkiye’deki ana ortağına yaptığı yatırımlar “**Yükümlülükler**” olarak verilmiştir.

Tablo.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dışarıya Yapılan Yatırımlar (Varlıklar)									
0,9	2,1	2,5	1,6	1,5	2,3	4,1	3,1	6,7	4,8
İçeriye Yapılan Yatırımlar (Yükümlülükler)									
20,2	22,0	19,5	8,4	9,0	16,0	12,5	12,9	12,1	16,4

*Veriler TCMB Ödeneler Dengesi İstatistikleri 2015 Raporundan alınmıştır.

*Fiyatlar milyon ABD Doları cinsindendir.

Türkiye’de yerleşik yatırımcıların, yurt dışı yatırımları incelendiğinde, 2006 yılından itibaren yükselen bir ivme kaydettiği, ancak 2009 yılında global ekonomik krizin etkileri ile bu oranın düşme eğilimine gittiği görülmektedir. 2011 yılı itibari ile yeniden yükselen yatırım oranı, 2015 yılında 2014 yılına göre azalarak, 4,8 milyon dolar civarında seyretmiştir. Bunda FED (Federal Reserve Bank)’in faiz artırımı kararı sonrası, Türk Lirası’nın Dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu olduğu düşünülebilir.

Yabancı yatırımcıların Türkiye’de yaptığı yatırımlar incelendiğinde, 2006 yılından beri oldukça yüksek seyreden yatırım oranının 2009 yılında yarıdan fazla düştüğü, 2010 yılında da aynı seyrinde devam ettiği gözlenmektedir. 2011 yılı itibariyle yabancı yatırımcının Türkiye’ye yönelik talebi artmış, 2015 yılında, Ekonomik Kriz sonrası 16,4 milyon dolar ile en yüksek miktarına ulaştığı görülmüştür.

1.6. SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ ENTEGRASYON

Son yıllarda meydana gelen ekonomik, teknolojik, siyasi ve kültürel değişimler sonucu küreselleşme kavramı önem kazanmıştır ve küreselleşme sürecine uyum sağlamak amacıyla sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamaların kalkması bir zorunluluk olmuştur. Bu kısıtlamaların kalkması ile birlikte ülkeler arası sermaye akımlarında önemli artışlar görülmüş, ulusal ve uluslararası finansal piyasalar arasındaki engeller kaldırılarak piyasalar küresel bir nitelik kazanmıştır. Bu durum piyasalar arasındaki uyum (entegrasyon) sürecini ortaya çıkarmıştır.

Entegrasyon süreci, ülkelerin bünyesindeki reel gücün uluslar ve kurumlar üstü otoriteyle transferine dayanmaktadır. Dolayısıyla entegrasyon, egemen gücün elindeki bağımsız ulusal ekonomik politikasını zamanla eksiltme, azaltma ve bununla beraber, ülkeler arasındaki birliği güçlendirecek ortak politikalar üretip bu politikaları uygulama sürecidir⁴⁵.

Sermaye piyasası entegrasyonu araştırmalarının hareket noktası, hisse senedi piyasalarının neden farklı beklenen getiriler sundukları sorusudur ve bu sorunun yanıtı ülkelerin finansal piyasalarının farklı risk yapıları aracılığıyla verilmektedir. Risk düzeyleri birbirinin aynı olan varlıkların aynı zamanda benzer beklenen getiriye sahip olması halinde piyasaların tamamen entegre olduğu kabul edilir. Entegre olan dünya sermaye piyasalarında riskli varlıklara karşı ortak bir getiri söz konusudur ve bu özelliği nedeniyle elde edilen getiri ihmal edilebilir düzeydedir. Öte yandan entegre olmayan bir piyasada riskin kaynakları farklı olduğundan, elde edilecek getiri de entegre piyasalarinkinden farklı olacaktır⁴⁶.

Sermaye piyasalarının birbirleriyle olan entegrasyon derecelerinin her geçen gün artıyor olması, bir yandan bir ülkedeki finansal istikrarın sürdürülebilirliğini etkilemesinden dolayı kamu otoritelerini ilgilendirmekte, diğer yandan portföy çeşitlendirmesi yaparak riskini azaltmak isteyen uluslararası portföy yatırımcıları açısından büyük önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarının eşbütünleşme düzeyi, uluslararası portföy çeşitlendirmesi ve ülkenin finansal dengesi açısından oldukça önemli sonuçlara sahiptir. Eğer, iki ülkenin sermaye piyasası arasında eşbütünleşme ilişkisi varsa, bu iki piyasa arasında yüksek bir korelasyon ilişkisi olduğu ve uzun

⁴⁵ Theodore Hitiris , *European Union Economics*, Fifth Edition, Pearson Education,England, 2003, p.p.3

⁴⁶ Geert Bekaert. ve R. Harvey Campbell, "Time-Varying World Market Integration", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2, U.S.A, 1995, <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1564/time.pdf>, p.p. 403-444

dönemde bir arada hareket etmelerinden dolayı ülkeler arasında portföy çeşitlendirmesinden beklenen faydanın azaldığı söylenebilir. Bundan dolayı, uluslararası portföy yatırımları yaparak riskini çeşitlendirmek ve getirisini yükseltmek isteyen yatırımcılar, portföylerine ekleyeceği ülkenin hisse senedi fiyatlarının diğer ülkelerle düşük bir korelasyona sahip olmasını dikkate almalıdırlar⁴⁷. Bir başka ifade ile, eğer portföye dahil edilen ülkeler arasında bir koentegrasyon ilişkisi mevcutsa, bu durum portföyün sağladığı faydayı azaltacak, karlılık oluşmayacak ve risk dağıtımı yapılmamış olacaktır.

Entegrasyonun gerçekleşmesi piyasa risklerinin firma risklerine dönüşmesine yol açacaktır ve bu durum firmaların portföylerini çeşitlendirmesi suretiyle bertaraf edilebilir. Entegrasyon bölgesel veya global olsun belirli bir maliyeti de beraberinde getirmektedir. Sermaye hareketlerinin mükemmel olmadığı bir dünyada finansal entegrasyon, ülkenin makro ekonomik ve finansal krizlere karşı kırılganlığını artırabilir. Öte yandan sermaye hareketlerinde yayılma ve bunun yarattığı sonuçlar, daha yüksek volatiliteye ve daha düşük ortalama büyümeye neden olabilir⁴⁸.

Birbiriyle finansal entegrasyon ilişkisi yüksek olan ülkelerde yaşanan finansal şoklar, yayılma etkisiyle birlikte (contagion effect) diğer ülkelerde de hissedilir hale gelirler.

Etkin bir piyasa, Fama (1965) tarafından kâr maksimize etmek isteyen bir dizi rasyonel yatırımcının içinde olduğu, her birinin menkul kıymetlerin gelecekteki piyasa değerini tahmin etmeye çalıştığı ve önemli bilgilerin tüm piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebildiği bir piyasa olarak tanımlanmıştır. Hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, bir piyasadaki fiyat hareketlerine bakarak bir başka piyasanın fiyat hareketlerinin tahmin edilebileceğini savunan etkin piyasalar hipotezinin ihlali anlamına gelmektedir⁴⁹.

⁴⁷ Veli Akel, 'Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi' , Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 11, Sayı 24, 2015, s.76

⁴⁸ Krishna Reddy Chittredi, "Global Stock Markets Development and Integration: with Special Reference to BRIC Countries", Kerala, 2009 http://mpa.ub.unimuenchen.de/18602/1/MPRA_paper_18602.pdf , p.p. 7-8

⁴⁹ Hande Erdinç, Joniada Milla, 'Analysis of Cointegration in Capital Markets of France, Germany and United Kingdom' , Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, 2(1), Omaha, 2009, <http://www.nebeconandbus.org/journal/EBJIP2009ErdincMilla.pdf>, p.p. 110

1.7. ÇEŞİTLENDİRME KAVRAMI

Markowitz'in Modern Portföy Teorisi ile farklı bir boyut kazanan çeşitlendirme kavramı, kelime anlamı olarak genel yatırım riskini azaltmak ve oluşturulan portföyü tek bir ülke, menkul kıymet ve sanayinin zayıf performansından korumak için farklı varlık kaynakları ve menkul kıymetlere yatırım yapmak olarak tanımlanır.⁵⁰

Hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin düzeyi, piyasalar arasında, piyasaları uzun dönemde aynı noktaya taşıyacak arbitraj faaliyetinin ve arbitraj yapabilme imkânının düzeyini belirlemektedir. Piyasalar koentegre ise, aşırı getiriler uzun dönemde arbitre edilecek ve sınır veya muhtemel sınırlar olmadığına ülkeleri ya da konumu ne olursa olsun piyasa ya da faiz oranı riski gibi benzer risk ve likiditeli finansal varlıklar için benzer kazanımlar beklenecektir. Buna karşın piyasalar koentegre değil ise, piyasaları uzun vadede aynı noktaya taşıyabilecek arbitraj faaliyeti oluşmayacaktır. Dolayısı ile yatırımcılara piyasalar arası portföy çeşitlendirmesi yoluyla uzun dönemli kazançlar elde edebilmek için potansiyel bir fırsat doğacaktır.⁵¹

1.7.1. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi

Uluslararası alanda çeşitlendirilmiş bir portföy ulusal bir alanda çeşitlendirilmiş bir portföyden daha az riskli olacaktır. Ancak risk menkul kıymet türüne, döviz kuru riskine, politik riske ve bilgi edinme riskine bağlı olarak değişmektedir. Portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılması, portföye alınan menkul kıymetlerin birbirleri ile ne kadar ilişkide olduklarına bağlıdır.⁵²

Hisse senedi piyasası entegrasyonu ile uluslararası portföy çeşitlendirmesi arasında ters yönlü bir orantı bulunur. Uluslararası alanda portföy çeşitlendirmesi ile potansiyel karlılık artar ve risk unsuru azalırken, hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin yönü arttığında, yatırımdan beklenen karlılık azalacak ve risk dağıtımı ile beklenen fayda sağlanamamış olacaktır. Başka bir söyleyişle, piyasalar arasındaki entegrasyon ilişkisi arttığında, piyasada risk ve getiri düzeyleri birbirine benzer sermaye piyasası varlıkları oluşacak, çeşitlendirmeden beklenen marjinal fayda ve yatırımcının uzun dönem karlılığı azalacaktır. Bu sebeple,

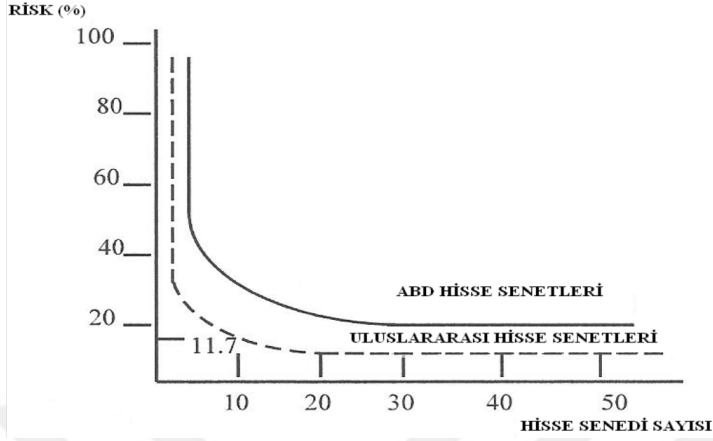
⁵⁰ <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/portfolio-diversification>

⁵¹ Koray Kayalidere, Hakan Aracı, Hüseyin Aktaş, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Etkileşim: VOB Üzerine Bir İnceleme', Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2012, s.138-139.

⁵² David K. Eiteman, Arthur I. Stonehill, Michael H. Moffet, 'Multinational Business Finance', Sixth Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Newyork, 1992, p.p. 1299-1314.

yatırımcı uluslararası portföy yatırımı fırsatları ararken, piyasalar arasındaki entegrasyon derecesini göz önünde bulundurmalıdır.

Şekil. 1.3. Uluslararası Hisse Senedi Sayısının Marjinal Fayda Noktası



Kaynak: SOLNIK, Bruno H., “Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?”, Financial Analysts Journal, July/ August 1974, V.30, Issue 4, pp. 51.

Portföy çeşitlendirmesi yaparken yalnızca portföydeki menkul kıymet sayısını artırmak yeterli değildir. Şekil 1.3. incelendiğinde, 50 farklı yabancı hisse senedi içeren portföyde risk seviyesinde herhangi bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Portföydeki varlık sayısı artırılrsa da portföyün riski sistematik risk seviyesinin altına asla inmez. Şekilde ayrıca yalnızca tek ülkeye ait çok sayıda hisse senedinin risklilik seviyesinin, uluslararası alanda çeşitlendirilmiş bir portföyün risk seviyesinden yüksek olduğu görülmektedir. Evans ve Archer 1968 yılında, portföy çeşitlendirmesi ile ilgili gerçekleştirdikleri çalışmalarında, portföy yöneticilerinin portföylerindeki varlıkların sayısını artırmada çok istekli olmamaları gerektiğini, portföylerinde olan 10-15 varlık sayısı ile portföy çeşitlendirmesinden maksimum faydayı sağlamış oldukları sonucuna ulaşmışlar, daha fazla varlık sayısının gereksiz olacağını ve kaçınılması gerektiğini belirtmişlerdir⁵³.

Elton ve Gruber, portföye dahil hisse senedi sayısının 1’den 10’a kadar yükseltilmesi ile portföy standart sapmasının %51 oranında azalabildiği ve ilave bir on hisse senedi daha eklenmesi ile portföyün standart sapmasının ancak %5 oranında düştüğü, portföydeki hisse adedi sayısının 30’a çıkarılmasının ise, portföy standart sapmasına sadece %2 katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır⁵⁴.

⁵³ John L. Evans, Stephen H. Archer, ‘Diversification and Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis’, Journal of Finance, vol. 23, December, 1967, p.p. 767

⁵⁴ Meir Statman, ‘How Many Stocks Make A Diversified Portfolio?’, Journal Of Financial and Quantitative Analysis, Vol.22, No:3, September, 1987, p.p. 353

1.8. BORSA İSTANBUL VE KÖRFEZ ÜLKELERİ MENKUL KIYMET PİYASALARI

Borsa İstanbul ve incelenen diğer sermaye piyasalarına ilişkin bilgiler ve 2015 yılına ilişkin gelişmeler aşağıdan izlenebilir.

1.8.1. Borsa İstanbul (BİST)

Borsa İstanbul A.Ş., ‘İstanbul Finans Merkezi’ projesi kapsamında, 30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasaları Kanunu’nun 138. Maddesi uyarınca, borsacılık faaliyetleri yapmak üzere resmi gazetede yayımlanarak kurulmuş, 3 Nisan 2013 tarihinde bakanlar kurulu kararı onayıyla birlikte faaliyet izni almıştır. Türkiye’de faaliyet gösteren borsalar, 2012 yılında Sermaye Piyasaları Kanunu değişikliğiyle köklü bir dönüşüm sürecine girmiş, İstanbul Menkul Kıymet Borsası, İstanbul Altın Borsası ve İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın tüzel şirket kimlikleri sona ererek, Borsa İstanbul A.Ş. adı altında birleşmişlerdir. Borsa İstanbul’da yer alan piyasalar, pay piyasası, borçlanma araçları piyasası, vadeli işlemler ve opsiyon piyasası, kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasalarıdır.

Borsa İstanbul’un en büyük ortağı 2015 yıl sonu itibariyle %73,6 pay oranı ile T.C. Hazine Müsteşarlığı’dır. Müsteşarlığı, 2015 yılı sonunda % 10 ile stratejik ortak haline gelen Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası izlemektedir (EBDR-The European Bank for Reconstruction and Development). 2013 yılında imzalanan iş birliği anlaşması ile borsanın ilk stratejik ortağı olan Nasdaq’ın ortaklık oranı %7’dir⁵⁵. Borsa İstanbul A.Ş.’nin kalan paydaşları, %1,30 ile Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve %8,10 ile eski IMKB üyeleri, eski Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası ortakları ve eski İstanbul Altın Borsası üyeleridir.

Nasdaq ve Borsa İstanbul A.Ş. arasında gerçekleşen stratejik ortaklık anlaşması, Borsa İstanbul, ‘Dünya Finans Merkezi’ projesi kapsamındaki gelişme süreci hız kazanmış ve 30 Kasım 2015 tarihi itibari ile pay piyasalarında Bistech olarak adlandırılan Nasdaq Genium INET teknolojisine geçilmiştir. Bistech ile birlikte önceki dönemde var olan Pazar yapısı değiştirilmiş, işlem hızı artmıştır. Pay piyasası pazarlarındaki dönüşümü ve ilgili pazarlara kote şirket sayılarını gösteren tablolar aşağıdadır.

⁵⁵ Borsa İstanbul/2015 Faaliyet Raporu
http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari

Tablo.1.3. Pay Piyasası Pazar Dönüşümü

Bistech İle Birlikte Pay Piyasası Pazarlarındaki Dönüşüm		
Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazar	→	Yıldız Pazar ve Ana Pazar
Gelişen İşletmeler Piyasası	→	Gelişen İşletmeler Pazarı
Kurumsal Ürünler Pazarı	→	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı
Göz Altı Pazarı	→	Yakın İzleme Pazarı
Serbest İşlem Platformu	→	Piyasa Öncesi İşlem Platformu

Tablo.1.4. BİST’te Pay Piyasası Pazar Yapısı

Pazar Adı	İşlem Gören Şirket Tipleri	Kote Şirket Sayısı
Yıldız Pazar	Piyasa Değeri 100Milyon TL ve Bist100 Şirketleri	117
Ana Pazar	Piyasa Değeri 100Milyon TL'nin altında olan şirketler	184
Gelişen İşletmeler Pazarı	Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin altında olan şirketler*	20
Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar,	61
Yakın İzleme Pazarı	Payları izleme ve inceleme kapsamına alınan sürekli gözetim ve denetim ortamında olan şirketler,	33
Piyasa Öncesi İşlem Platformu	Halka açık statüde olup, payları Borsada işlem görmeyen şirketler arasından sadece SPK tarafından karar verilen şirketlerin payları İşlem görmektedir	14

*(25 milyon TL kriteri ilk defa halka arz edilen şirketler için geçerli olup, mevcut şirketler arasında halka açık değeri 25 milyon TL'nin altında ve Ana Pazarda işlem gören şirket olabilmektedir.)

Borsa İstanbul pay piyasasında aktif olarak işlem gören 416 kote şirket, 13 Borsa Yatırım Fonu bulunmaktadır. Yukarıdaki pazarlar dışında ayrıca, halka arz olmadan sadece nitelikli yatırımcılar arasında alış-satışa konu olan şirketlerin işlem gördüğü, ‘Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı’ bulunmaktadır. Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında 2015 yılı itibariyle işlem gören şirket sayısı 14’tür.

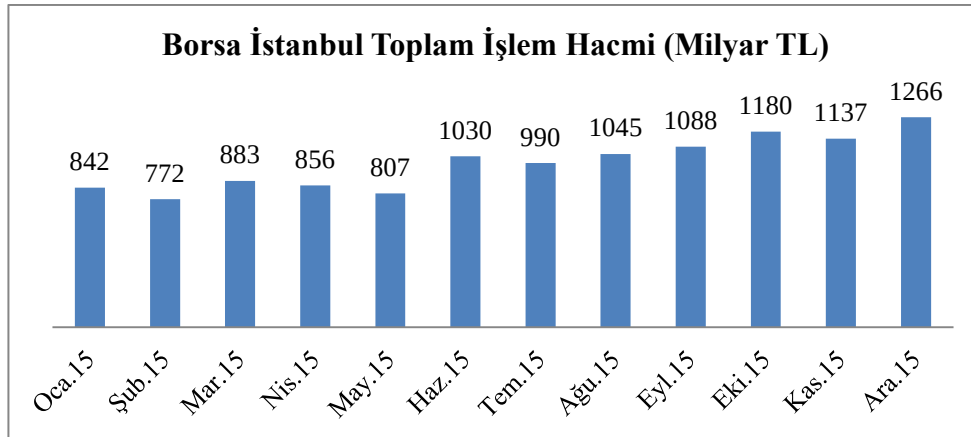
1.8.2. Dünyada ve Borsa İstanbul’da 2015 Yılı Gelişmeleri

Özellikle gelişmiş ülkelerin sermaye piyasaları, 2015 yılında, geçmiş yıllara kıyasla zayıf bir büyüme performansı göstermiştir ve sermaye piyasalarında oynaklık artmıştır. Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) üyesi ülkelerin borsalarında işlem gören şirketlerdeki değer kaybı, 2014 yılına kıyasla %6 azalmıştır. EAME (Avrupa, Afrika, Orta Doğu) bölgelerindeki borsalarda %24'lük bir değer kaybı gözlenmiştir.

Bu gelişmelerin meydana gelişinde, 2008 yılından bu yana faiz kararlarında değişikliğe gitmemiş FED 'in (Amerika Merkez Bankası), 2015 yılının son çeyreğinde faiz artırımı kararı alması, petrol ve hammadde fiyatlarında yaşanan düşüş etkilidir. Hammadde fiyatında yaşanan gelişmeler özellikle ekonomisi ihraca dayalı ülke ekonomilerini etkilemiştir. Gelişmeler doğrultusunda, MSCI Dünya Endeksi dolar bazında %3 değer kaybetmiş, MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi %17 düşüş yaşamıştır. WFE üyesi 63 borsanın pay endekslerinin 26'sı pozitif, 37'si ise negatif getiri sağlamıştır.

Borsa İstanbul BİST100 endeksine ait veriler incelendiğinde, EAME ülke borsalarında yaşanan düşüşe paralel olarak, 2015 yılında TL bazında %16,3 düşüş görülmektedir. Bu düşüş, ABD doları bazında %33,32 değerindedir. BİST'te toplam işlem hacmi dolar bazında %4,95 düşerken, TL bazında 2014 yılına kıyasla %33 artışla 11,9 Trilyon TL'ye ulaşmıştır. Bu değişim, 2015 yılında İstanbul Finans Merkezi projesi kapsamında alınan kararların başarısına bağlanmış, Nasdaq Genium INET/Bistech ile borsa teknolojisinin değişmesi, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası ile stratejik ortaklık ve Borsa İstanbul ile Londra Metal Borsası (LME)'nin takas kuruluşu olan LCH.Clarinet'te %2,04 lük paydaşlık anlaşmasının bu yükselişte etkili olduğu düşünülmektedir. Borsa İstanbul 2015 yılı işlem hacmini içeren şekil grafiği aşağıdadır.

Şekil 1.4. 2015 Yılı Borsa İstanbul İşlem Hacmi



Tablo 1.5 ise, 2006-2016 yılları, Borsa İstanbul'a ait verileri içermektedir. 2006 yılından bu yana yükseliş eğiliminde olan şirket sayısı, 2015 yılında %2,11 gerileyerek 416'ya inmiştir. BİST'te 2015 yılında dalgalı bir seyir izlenmiş, 2015 yılını %16,3 düşüşle kapatmış, dolar bazında borsa şirketlerinin piyasa

kapitalizasyonu %14,06 düşmüştür. Bu düşüşte, 2015 yılında yaşanan faiz gelişmelerinin, FED ‘in faiz artırımı kararıyla değişen kurların etkisi, ve Türkiye’de yaşanan seçim ortamının etkisi büyüktür.

T.C Merkez Bankası, ocak ayında politika faizi olan haftalık repo faizi oranını 50 baz puan indirerek %7,75’e çekmiş ve bu oranı şubat ayında %7,50’ ye çekmiştir. Aynı tarihlerde faiz koridorunun alt ve üst bandını oluşturan gecelik borç alma ve borç verme faizlerinde de indirim gitmiş, borç alma faizi %7,50’den %7,25 e, borç verme faizi %11,75’den %10,75’ indirilmiştir.

Tablo 1.5. Borsa İstanbul’a Ait Finansal Göstergeler

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	(2014-2015) % Değişim
İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI										
329	332	323	322	344	368	404	424	425	416	%-2,11
BORSA PERFORMANSI (Bist100)										
39.117,46	55.538,13	26.864,07	52.825,02	66.004,48	51.266,62	78.208,44	67.801,73	85.721,13	71.726,99	%-16,3
BORSA ŞİRKETLERİNİN PİYASA KAPİTALİZASYONU (milyon dolar)										
162.399	286.572	118.329	233.997	307.052	197.074	315.198	195.746	219.763	188.862	%-14,06
TOPLAM İŞLEM HACMİ (milyon dolar)										
222.724	294.295	247.893	305.036	411.469	393.910	357.779	419.362	393.976	374.449	-%4,95

*Sermaye Piyasaları Kurulu Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Raporundan derlenmiştir.

ABD Merkez Bankası FED, 15-16 Aralık tarihlerinde gerçekleştirdiği komite toplantısında, faiz taban ve tavan puanını 25 baz puan artırma kararı almıştır. Türk Lirasının ABD Doları karşısında %26 oranında değer kaybederek 2,92 seviyelerine ulaşmasının ana kaynağı olarak, FED ‘in faiz artırma kararı alacağına dair beklentilerin, 2015 yılı boyunca fiyatlanmış olması görülmektedir.

BİST’te 2015 yılında yaşanan dalgalı seyrin sebebi olan bir diğer unsur ise, dünya çapında büyüme rakamlarının gerilemesi ve özellikle Çin’in büyüme momentumunu kaybetmesinin arz fazlalığına yol açması, bu durumun başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarının yıl genelinde rekor düşük seviyelere gerilemesine yol açması ve yatırımcının risk iştahını azaltması olarak görülmektedir. 2015 yılı itibari ile Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin halka açık paylarının %62,36’sı yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır⁵⁶.

⁵⁶ Borsa İstanbul/2015 faaliyet raporu

1.8.3. Körfez Ülkelerinin Finansal Yapıları ve Menkul Kıymet Borsaları

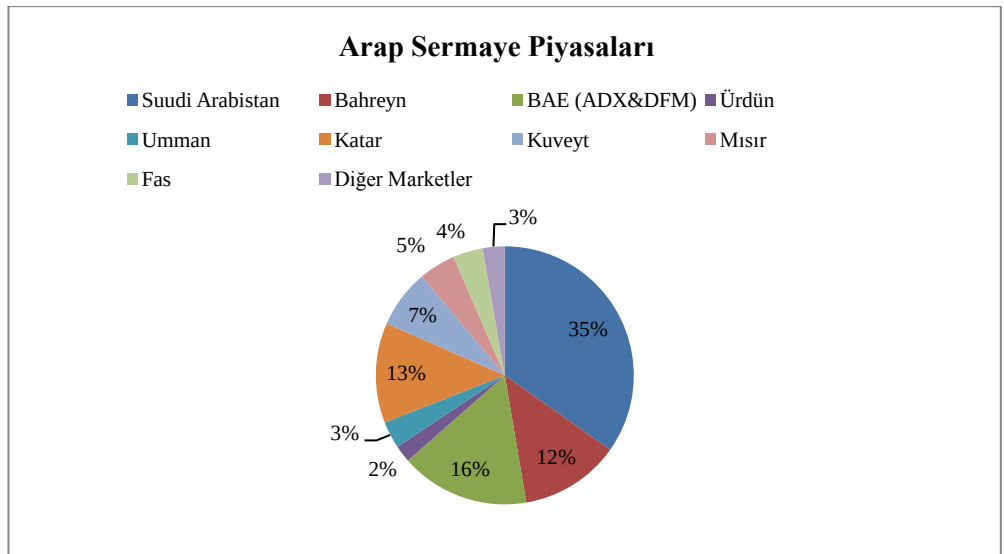
Çalışmada incelenen Körfez ülkeleri; Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri, Katar, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Umman'dan oluşmaktadır. Basra Körfezi'ne kıyısı bulunan bu altı ülke, ekonomik, siyasi ve sosyal hedefler ile bir araya gelmiş ve 25 Mayıs 1981 tarihinde Körfez İş birliği Konseyi'ni (GCC Council) kurmuşlardır.

Kurulun açıklanmış hedefleri şunlardır:

- Ekonomi, finans, ticaret, gümrük, turizm, kanun yapma ve yönetim gibi alanlarda benzer düzenlemeler kurmak
- Sanayi, madencilik, tarım, su ve hayvancılık dallarında bilimsel ve teknik ilerleme sağlamak
- Bilimsel araştırma merkezleri kurmak
- Ticaret ortaklığı geliştirmek
- Özel sektörle beraberlik kurmak
- İnsanları arasındaki beraberliği kuvvetlendirmek
- "Khaleeji" adi verilen ortak para birimi kullanmak

Petrol ve doğalgaz rezervleri bakımından zengin olan bu ülkeler, aynı zamanda Basra Körfezi ve Hürmüz Boğazı'na da yakın olmaları dolayısıyla jeopolitik açıdan da önemli bir konumdadırlar. Körfez ülkeleri, ekonomilerinin petrol ve doğalgaza olan bağımlılıklarını azaltmak için petrol dışı sektörlerin de ekonomi içindeki paylarını arttırmaya çalışmaktadır.

Şekil. 1.5. Arap Sermaye Piyasaları Pazar Değeri



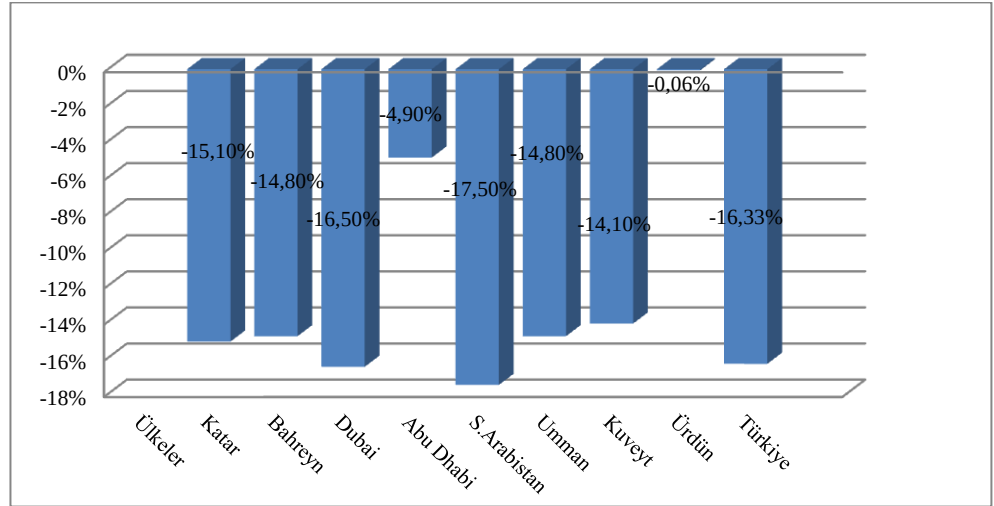
Kaynak: Ürdün menkul Kıymetler Borsası 2015 Yılı Faaliyet raporundan derlenmiştir.

Şekil 1.5. incelendiğinde, Arap Sermaye piyasaları pazar değerinde en büyük payın %35 ile Suudi Arabistan Borsası olduğu görülmektedir. İkinci sırada %16 ile Birleşik Arap Emirliklerine ait iki borsa olan Abu Dhabi Menkul Değerler Borsası ve Dubai Finansal Marketi bulunmaktadır. Üçüncü sırada %13 ile Katar Borsası olarak görülürken, incelemeye dahil edilen ülkeler arasında en küçük payın Ürdün ve Umman'a ait olduğu görülmektedir.

Körfez Ülkeleri sermaye piyasaları 2015 yılı itibariyle genel olarak düşüş eğiliminde olmuştur. Bu düşüşte 2014 yılı ikinci yarısı itibariyle petrol fiyatlarında yaşanan gerileme ve Amerika Birleşik Devletlerine ait faiz artırım kararları önemli rol oynamıştır⁵⁷. 2015 yılına ait Borsa Performanslarını içeren Şekil 1.6'da belirtilen değerler, incelenen ülkelerin ulusal para birimi cinsindendir. Arap Borsalarında işlem gören menkul kıymetlerin performansını ölçen Arap Para Fonu Bileşik Endeksi'ne göre, 2015 yılı kapanışı, 2014 yılına göre Amerikan Doları cinsinden %16,3 oranında düşüşle sonuçlanmıştır⁵⁸.

İncelenen tüm ülkelerin menkul kıymet borsalarının 2015 yılına ait ortalama düşüş oranı %12,67'dir. 2015 yılında en az değer kaybı %0,06 ile Ürdün Borsası'nda gözlemlenmiştir, Ürdün'ü %4,90 ile Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası izlerken, en yüksek düşüş, %17,50 ile Suudi Arabistan Borsasında görülmüştür.

Şekil. 1.6. İncelenen Ülkelerin 2015 Yılına Ait Borsa Performansları



Kaynak: Ürdün Menkul Kıymetler Borsası ve Borsa İstanbul 2015 Yılı Faaliyet raporlarından derlenmiştir.

⁵⁷ www.ase.com.jo/annualreport2015

⁵⁸ www.ase.com.jo/annualreport2015

Tablo. 1.6 İncelenen Ülkelere Ait Endeksler ve İşlem Gören Şirket Sayıları

Şirket Adı		İncelenen Endeks Adı	Sembol	Kote Şirket sayısı
Borsa İstanbul	Borsa İstanbul	BIST 100	XU100	416
BAE-Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)	ADX General Index	ADI	67
BAE-Dubai Finansal Market	Dubai Financial Market (DFM)	DFM General Index	DFMGI	59
Suudi Arabistan Borsası	Saudi Stock Exchange (Tadawul)	Tadawul All Share Index	TASI	177
Katar Borsası	Qatar Exchange (QE)	Qatar Exchange Index	QE	43
Bahreyn Borsası	Bahrain Bourse (BHB)	Bahrain All Share Index	BASI	44
Kuveyt Borsası	Kuwait Stock Exchange (KSE)	KSE Index	KSE	208
Umman Menkul Kıymetler Marketi	Muscat Securities Market (MSM)	Muscat Securities MSM 30 Index	MSM30	120
Ürdün Borsası	Amman Stock Exchange (ASE)	ASE General Index	ASE	218

*Kamuyu aydınlatma platformu, marketstoday.com ve Amman Stock Exchange Yıllık Faaliyet Raporu'ndan alınan verilerden derlenmiştir⁵⁹.

1.8.3.1. Birleşik Arap Emirlikleri

Birleşik Arap Emirlikleri 2 Aralık 1971'de İngiltere'den ayrılarak bağımsızlığını ilan etmiş, Abu Dhabi, Dubai, Umm Al Quwain, Ras Al Khaimah, Fujeirah, Sharjah ve Ajman isimli yedi emirlikten oluşan, federal yapıda bir devlettir. Satın alma gücü paritesine göre 73.600 dolar kişi başına milli gelir ile Katar'dan sonra ikinci sırada gelmektedir⁶⁰. BAE büyük bir doğal gaz ve komşu ülkeleri gibi petrol rezervine sahiptir ve ayrıca, dünyadaki beşinci en büyük doğal gaz rezervi ve dünyadaki toplam petrol rezervinin %10'una sahip olmasıyla diğer körfez ülkelerine nazaran daha çeşitlendirilmiş bir finansal yapıya sahiptir. Ülke tarıma, endüstri ve ticarete yatırım yapmaktadır. Serbest sektörde yabancı ortaklığı sınırlıdır. Yabancı yatırımcılar en serbest şirket ortaklıklarında bile, şirketin %49'undan fazlasına sahip olamazlar, kalan %51 ortaklık yerli bir yatırımcı tarafından sahiplenilmiş olmalıdır. BAE yerli para birimi olan dirhem dolara 3.67 oranıyla sabitlenmiştir ve bu politika

⁵⁹ www.kap.gov.tr

⁶⁰ www.ekonomi.gov.tr/

1980'den beri sürdürülmektedir⁶¹.

Ülkede bulunan en büyük serbest bölge olan Jebel Ali Serbest bölgesi Dubai'de bulunmaktadır ve Jebel Ali dünyada ISO 9002 belgesini alan ilk serbest bölgedir⁶². BAE, mega projelerinin finansmanının yabancı yatırımcılar ve uluslararası finansal piyasalardan karşılanması sebebi ile, 2008 yılında yaşanan küresel krizden doğrudan etkilenmiştir. Birleşik Arap Emirlikleri'nde faaliyet gösteren iki borsa vardır. BAE'ye ait ilk borsa olan Dubai Financial Market, 2000 yılında faaliyete başlamıştır ve bünyesi altında Nasdaq Dubai bulunmaktadır. Abu Dhabi Emirliğine ait, 2000 yılında faaliyete başlamış, Abu Dhabi Securities Exchange'e ait ADX Genel Endeksi, 2014 yılında Morgan Stanley MSCI Gelişen piyasalar endeksi altında sınıflandırılmıştır.

Dubai Finansal Market 2015 yılı yıllık raporu incelendiğinde, yabancı yatırımcılar tarafından ticarete konu olan toplam hisse senedi değeri, ortalama 20.040 milyon dolar olmuş, bu da toplam işlem değerinin %48,6'sını içermiştir⁶³. Dubai Finansal Marketi piyasa değeri 80.773 milyon dolardır.

Haziran 1999'da '**Borsa Kanunu**'nun onayından sonra iki milli borsaya sahip olan BAE'nin, bu piyasaların başlangıcından itibaren Abu Dhabi şehrinin Menkul kıymetler ve emtia komisyonunun merkezi olması planlanmıştır. 15 Kasım 2000 yılında kurulan Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası'nın stratejisi, 2030 yılında Abu Dhabi hükümetinin borsayı, bir bölgesel merkez haline getirmesi hedefi üzerine kuruludur. 2014 yılı itibari ile ADX'de Nasdaq QMX tarafından geliştirilen X-stream işletim sistemi kullanılmaktadır. 2015 yılında ADX Genel Endeksinde işlem gören şirket sayısı 67'dir. Yine ilgili yılda borsa performansı incelendiğinde, ADX genel endeksinde, 2014 yılına kıyasla %4,9'luk bir düşme yaşanmıştır. Markette 2014 yılında en çok işlem gören sektörler, banka, emlak ve yatırım ve finansal servislerdir⁶⁴. Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası, New York Borsası, Katar Borsası ve Londra Borsası stratejik ortaklık ilişkisi içerisinde.

2014 yılında ADX'te 3,5 milyar dirhem (953,678 milyon dolar) olan net yabancı yatırım miktarı, 2013 yılına kıyasla %75 oranında artış göstermiştir. Abu

⁶¹ Michael Parker, Tammy Parker, Arif Qayyum, 'An Emprical Investication of The Interrelatedness of Selected Middle Eastern Counties' Journal of Economics and Economic Education Research, Volume 9, Number 1, 2008, p.p. 95

⁶² Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Birleşik Arap Emirlikleri Ülke Bülteni, Eylül, 2012, <https://www.deik.org.tr/uploads/bae-ulke-bulteni-eylul-2012.doc>, s.3

⁶³ www.dfm.ae

⁶⁴ Abu Dhabi Stock Exchange, Annual Report, 2015
<https://adx.ae/English/Securities/Pages/FinancialReportsSearch.aspx>

Dhabi Menkul Kıymetler Borsasında kuruluşundan bugüne toplam yabancı yatırım miktarı ise 15,890 milyar dolar değerindedir⁶⁵.

1.8.3.2. Kuveyt

Kuveyt körfez ülkeleri arasındaki en açık ekonomilerden birisidir. Hükümet 1979 ve 1982 krizinden sonra gaz ve petrolden elde edilen geliri tutmuştur ve Ağustos 1990'da Irak'ın Kuveyt'i işgali ekonomisinde yıkıcı etkiler bırakmıştır. Hükümet daha sonra özel şirketler üzerine yoğunlaşmıştır. Kuveyt dinarı günlük döviz sepeti oranına bağlı olarak belirlenir ancak doları yakından takip etmektedir. Dinar tamimiyle dönüştürülebilir niteliktedir. Yabancı yatırımcı petrol sektöründe yatırım yapamaz, yabancı ülke ortaklıkları harici ülkede vergi bulunmamaktadır. Ülkede 1999'da serbest bölge kurulmuştur, bu bölgede yabancı ortaklıklara bir vergi yaptırımı yoktur. Borsası bölgede Suudi Arabistan'dan sonra ikinci en büyük borsa olarak görülmektedir⁶⁶. Kuveyt Borsası'nda aktif olarak işlem gören 208 şirket bulunmaktadır.

1.8.3.3. Ürdün

Ürdün sınırlı petrol rezerviyle en fakir körfez ülkelerinden biridir. Ekonomisi İran Körfezi ile ticaret ilişkisine bağlıdır. Milli para cinsi Ürdün Dinarı'dır ve günlük döviz kuruna göre dönüştürülerek belirlenir. Milli borsası olan Amman Stock Exchange 11 Mart 1999'da kurulmuştur. 2015 yılı itibariyle kote şirket sayısı 218'dir ve ilgili yılda bu şirketlere ait menkul değerlerin 73'ü yükselmiş, 132'si düşmüş ve 13'ünün senet fiyatı sabit kalmıştır. 2015 yılı itibari ile toplam ticaret hacmi 1,239 milyon dolardır. Borsasında pay sahiplerinin %49,5'i Ürdünlü milli yatırımcılardan, %36,8 i Arap yatırımcılardan, %12,7'si ise yabancı yatırımcılardan oluşmaktadır. Ürdün dışı yatırımcıların 2015 yılında aldığı menkul değerlerin piyasa değeri 1,398 milyon dolardır⁶⁷.

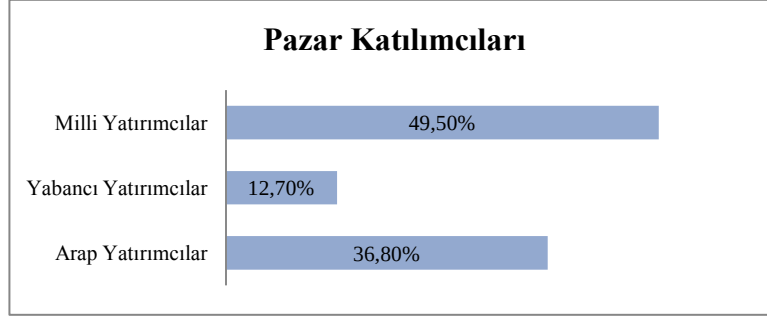
⁶⁵ Abu Dhabi Stock Exchange, Annual Report, 2015

<https://adx.ae/English/Securities/Pages/FinancialReportsSearch.aspx>, p.p.36

⁶⁶ Michael Parker, Tammy Parker, Arif Qayyum, 'An Emprical Investigation of The Interrelatedness of Selected Middle Eastern Countries' Journal of Economics and Economic Education Research, Volume 9, Number 1, 2008, p.p. 95

⁶⁷ www.ase.com.jo 2015 faaliyet raporu'dan derlenmiştir.

Şekil. 1.7. Ürdün Menkul Kıymetler Borsası Pazarı Katılımcıları



Kaynak: Ürdün Menkul Kıymetler Borsası 2015 Yılı Faaliyet raporlarından derlenmiştir.

1.8.3.4. Suudi Arabistan

Suudi Arabistan dünya petrol rezervinin %25'ini elinde bulundurmasıyla petrol zengini bir orta doğu ülkesidir. Dünyadaki en büyük petrol ihracatçısıdır. Borsası 560 milyar dolarlık piyasa değeri ile orta doğudaki en büyük borsalardan biridir. Geçtiğimiz yıla kadar yabancı yatırımcıların girişi sınırlı ve işlemleri limitli olan Tadawul Borsası'nda Haziran 2015 itibari ile yabancı yatırımcılar için sınırlamalar gevşetilmiş, bünyesinde en az 5 milyar dolar, ve aynı ticari faaliyeti en az 5 yıldır sürdüren yöneten kurumsal yatırımcılara Tadawul Borsası'na doğrudan yatırım yapma izni verilmiştir⁶⁸. Bu izne göre; yabancı yatırımcılar tek bir şirkete ait olan hisse senedi sayısının %49'undan fazlasına sahip olamazlar ve yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi değeri, borsanın %10'unu geçemez.

1.8.3.5. Bahreyn Krallığı

Bahreyn 1936 yılında körfez bölgesindeki ilk petrol ihraç eden ülkesi konumunda iken, kaynakların kıtlığı ve sürdürülebilir kalkınma için zamanla ekonomisinde çeşitlendirmeye gitmiş, ve sanayiye önem vermiştir. Petro-kimya ve alüminyum işleme tesisleri en büyük sanayi kuruluşlarıdır. Petrol gelirleri halen ihracat gelirlerinin %60'ını ve bu da GSMH'nin %11'ini oluşturmaktadır. Ülkede alüminyum endüstrisi tüm sanayinin %25,6'sını oluşturur. Bahreyn ekonomisi 2014 yılına kıyasla 2015'te %3,4 reel büyüme göstermiş ve GSYİH 30,9 milyar dolar olmuştur.⁶⁹ Bahreyn Menkul Kıymetler 1987 yılında kurulmuştur, ve 2010 yılında bir ortaklık şirketi olarak yapısı değiştirilerek, Borsa Bahreyn ismini almıştır. Kurulduğu günden bu yana Borsa Bahreyn küresel sermaye piyasaları arasında

⁶⁸ <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1802065-s-arabistan-borsasi-dunyaya-aciliyor>(Erişim Tarihi:04.05.2016)

⁶⁹ IMF 2016, Economist Intelligence Unit, 2016, <http://www.eiu.com/home.aspx>

konumunu güçlendirmek amacıyla, bir çok ulusal ve uluslar arası organizasyona katılmıştır bunlar; Arap Menkul Kıymetler Birliği (Union of Arap Stock Exchanges), Euro-Asia Borsalar Federasyonu (FEAS), Dünya Borsalar Federasyonu (WFE), Ulusal Numaralama Ajansları Derneği (Association of National Numbering Agencies, (ANNA)) olarak sıralanabilir⁷⁰.

Tablo.1.7. Bahreyn Borsası Yatırımcıları

Uluslar Arası Yatırımcılar							
2011	2012	2013	2014	2015	2016*		
%3,10	%4,93	%11,92	%20,43	%6,45	%9,82	<i>Alış</i>	<i>Bireysel</i>
%17,21	%8,24	%11,90	%6,81	%8,24	%16,34	<i>Satış</i>	
%41,29	%46,81	%8,88	%18,28	%11,80	%18,00	<i>Alış</i>	<i>Kurumsal</i>
%26,24	%62,30	%32,82	%25,57	%40,39	%27,70	<i>Satış</i>	
Ulusal Yatırımcılar							
2011	2012	2013	2014	2015	2016*		
%25,32	%28,22	%41,72	%32,90	%34,66	%47,37	<i>Alış</i>	<i>Bireysel</i>
%16,95	%13,27	%25,64	%25,48	%27,23	%34,18	<i>Satış</i>	
%30,28	%20,04	%37,48	%28,39	%47,10	%24,81	<i>Alış</i>	<i>Kurumsal</i>
%39,60	%16,20	%29,63	%42,13	%24,14	%21,78	<i>Satış</i>	
*4 Ocak 2016-31 Mayıs 2016'ya ait değerleri yansıtmaktadır.							
**Bahrain Bourse'den alınan verilerden derlenmiştir.							

Bahreyn Krallığı ile Türkiye arasında imzalanmış iki anlaşma bulunmaktadır. Bunlardan ilki 21/08/2007'de resmi gazetede yayınlanıp, 02/09/2007'de yürürlüğe giren, 'Gelir Üzerinden Alınan Vergilerde Çifte Vergilendirmeyi Önleme ve Vergi Kaçakçılığına Engel Olma Antlaşması'dır. Bir diğeri ise 15/02/2006'da imzalanmış 'Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunmasına İlişkin Anlaşma'dır⁷¹. Ayrıca; Bahreyn Borsası ve İMKB tarafından 24 Eylül 2012 tarihinde iki borsa iş birliğinin geliştirilmesi ve her iki piyasanın katılımcıları için yeni yatırım olanakları oluşması açısından 'Mutabakat Zaptı' imzalanmıştır.

1.8.3.6. Katar

Katar nüfus ve yüzölçümü olarak bakıldığında en küçük körfez ülkelerinden bir tanesidir. 1916 yılında Osmanlı İmparatorluğu'nun sınırdan çekilmesi ile birlikte Katar'ın savunma ve dış işleri Birleşik Krallık tarafından yürütülmüştür. Katar 1971'de bağımsızlığını ilan ettikten sonra Birleşmiş Milletler ve Arap Birliği'ne üye

⁷⁰ www.bahrainbourse.com

⁷¹ <http://www.ekonomi.gov.tr>

olmuş, 1981 yılında ise Körfez İş birliği Konseyi'ne üye olmuştur⁷². Ekonomisi, gelirleri ekonomisinin %60'ını oluşturan petrole ve doğalgaza bağlıdır. Bu sebepten petrol fiyatlarındaki dalgalanma ekonomisini doğrudan etkilemektedir. Ekonomideki reel büyüme oranı 2015 yılında %4,2 olmuştur. Para birimi Katar Riyali 'dir.

Katar Menkul Kıymetler 'de yabancı ortaklığı %49 ile sınırlandırılmıştır. 2015 yılında, Ülke Sınıflandırması İnceleme kapsamında, FTSE Russell (Küresel endeks sağlayıcısı) Katar Menkul Kıymetler 'in ikincil gelişmekte olan marketler statüsüne yükselmiş olacağını açıklamıştır⁷³. Yükseltme uygulaması, Katar pazarına artan yatırımların bir sonucu olarak Eylül 2016'da uygulanmaya başlanacaktır. Borsa'da aktif olarak işlem gören 43 şirket bulunmaktadır. 2015 yılında Katar Borsası'nda işlem yapan yatırımcıların oranı aşağıdaki gibidir. Tablo 'da uluslararası kurumsal yatırımcının, ulusal yatırımcılara göre daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır.

Tablo.1.8. Katar Menkul Kıymetler Borsası Yatırımcı Tipleri

Uluslararası Yatırımcılar	Ulusal Yatırımcılar	2015	
%14,41	%40,02	<i>Alış</i>	Bireysel
%14,98	%40,75	<i>Satış</i>	
%26,61	%18,96	<i>Alış</i>	Kurumsal
%25,40	%18,87	<i>Satış</i>	

*Katar Menkul Kıymetler Borsası yıllık raporundan alınmıştır.

1.8.3.7. Umman

2000 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olan ve 2006 yılında Amerika ile Serbest Ticaret anlaşması imzalayan Umman, aynı zamanda bir Körfez İş Birliği Konseyi (GCC) ve Arap Birliği üyesidir. Milli kaynaklarını petrol, doğalgaz, bakır, mermer kireçtaşı ve krom oluşturur. Umman'ın milli borsası, adını başkent olan Muscat'tan alan, farklı sektörlerde faaliyet gösteren 120 farklı şirket hisse senedini içeren Muscat Menkul Kıymetler Borsası'dır ve milli para birimi olan Umman Riyali (OR), $\cong$ 2,6 \$ değerindedir. Araştırmaya dahil edilen MSM30 endeksi, 2015 yılında 2014 yılına kıyasla-%14,77 düşüş göstermiştir. Bu durum ham petrol fiyatlarındaki gerilemenin bugüne kadar geçici bir gerileme olarak görülmesi inancının, ülkede yavaş yavaş kaybolmasına ve fiyatların artık bu seviyelerde kalıcı olma endişesinin

⁷² <http://www.ekonomi.gov.tr>

⁷³ www.qe.com.qa/2015 yıllık raporu

yatırımcıları etkilemesine bağlanmaktadır⁷⁴.

Muscat Menkul Kıymetler Borsası genel endeksine yatırım yapan yabancı yatırımcı oranı 2014 yılında %13,09 iken, 2015 yılında bu oran %9,26 artarak, %14,30'a çıkmıştır. Asıl artış %113 artarak, %11,64'ten %24,79'a yükselen endüstri alanında faaliyet gösteren şirketlerde olmuştur⁷⁵.

Umman Borsası'nda listeli hisse senetlerine ve yatırım fonlarına yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılar için bir izin gerekli değildir. Ülkede sermaye kazancına ve kar payı dağıtımında, stopaj ve vergi uygulaması yoktur. Ayrıca ticari faaliyetlerden alınan vergi oranı düşüktür⁷⁶.

1.9. ORTA DOĞU ÜLKELERİ İLE POTANSİYEL ENTEGRASYON

Son 20 yılda, birçok Ortadoğu ülkesi, ekonomi felsefesi altında önemli yapısal değişiklikler yaşamıştır. Değişikliklerin büyük bölümü Latin Amerika ve Orta Doğu Asya'da meydana gelen değişikliklerle benzerlik taşımaktadır. Bu yeni felsefe, ülkelerin kendi farklılıkları olsa da benzer hedeflere sahip ekonomi politikalarını uygulamaları üzerine kuruludur⁷⁷.

Orta doğu ülkeleri, globalleşme sürecine uyum sağlamak için çeşitli hedefler belirlemişlerdir. Bu hedeflerin büyük bir çoğunluğu resmi engellerin kaldırılmasını içerir, bunlar özel sektöre daha fazla serbestlik tanıyarak hükümetin ekonomi üzerindeki rolünü azaltmak, yabancı ve yerli yatırımcılar için eşit teşvikler yaratmak ve uygun yargılama koşulları oluşturmaktır. Birçok orta doğu ülkesi ve özellikle Arap hisse senedi piyasaları, diğer orta doğu ülkelere nispeten yabancı yatırımcılara daha yakın durmaktadır ancak sıklıkla yabancı yatırımcıların bir şirkete ait ellerinde bulundurduğu hisse senedi sayısında sınır getirildiği görülmektedir. Orta doğu ülkelerindeki yasal ve örgütsel engeller şu şekilde özetlenebilir⁷⁸:

- Filistin, Bahreyn, Umman, Irak ve Sudan gibi orta doğu ülkesi piyasasında gelişim eksikliği bulunmaktadır, bunlar piyasaların henüz olgunlaşmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Mısır ve Lübnan'da piyasalar 20.yüzyılın başında kurulmuş olmasına rağmen, diğerleri kurulalı 20 yıldan fazla olmuştur. Türkiye piyasalarına

⁷⁴ Times of Oman/Muscat Ticaret Müsteşarlığı

⁷⁵ Muscat Securities Exchange/2015 Yıllık Raporu <https://www.msm.gov.om/>

⁷⁶ <http://www.gulfbase.com/gcc/index/5?t=3> (Erişim Tarihi:05.04.2016)

⁷⁷ Mohammad A. El-Erian, Manmohan S. Kumar, Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries, International Monetary Fund, 1995, p.p. 42

⁷⁸ Naser I. Abumustafa, 'Benefiting From Diversity in Middle Eastern Stock Markets', Applied Financial Economics, 18, Kuveyt, 2008, p.p. 230

bakıldığında son teknoloji ticaret sistemleri bulunmaktadır, ve genel mali kurallar yabancı yatırımcılar için fazlaca tanındıktır⁷⁹.

- Örgütsel bazda düşünüldüğünde birçok Ortadoğu hisse senedi piyasası, yasalar ve mevzuat yönünden düşünüldüğünde eksiklikler taşımaktadır. Muhasebe standartları oluşmamıştır veya uluslararası piyasa standartlarıyla karşılaştırıldığında zayıftır⁸⁰.

- Gelişmekte olan bu piyasalar, kuruluşlarından bu yana içeriden bilgi* (inside trading) sorunuyla karşı karşıyadır. Birçok orta doğu ülkesi finansal marketi, tecrübeli aracı kurumların eksikliğini taşımaktadır. Bu nedenle kalite ve ürün çeşitliliği açısından yatırım araçları sınırlıdır. Bankacılık sistemleri, gelişmekte olan bu piyasaların bazılarında likidite problemi yaşamaktadır ve bu sorunu kısa dönemde yabancı para cinsinden borçlanarak, uzun dönemde ise yerli yatırım kaynakları ile çözmeye çalışmaktadır⁸¹.

- Birçok orta doğu hisse senedi piyasası, yabancı yatırımcıya açık değil iken, bu problem 1999 ortaları itibariyle çözülmeye başlanmış, Umman bunun örneği olmuştur. Umman'da yabancı yatırımcı bir firmaya ait olan hisse senedinin %50-%100 ü arası elde bulundurma hakkını kazanmıştır. Diğer tarafta bankalar, sigorta şirketleri ve geleneksel kurumlar halen varlığını devam ettirmektedir. Kraliyet aile üyelerinin şirketleri borsalardaki şirketlerin büyük çoğunluğunu oluşturur bu da demektir ki piyasaya kote edilen bu şirketlerin büyük hisse çoğunluğu halen aileye aittir. Bu uygulama küçük yatırımcı sayısını limitler, nakit akışını ve piyasaların derinleşmesini azaltır⁸².

- Gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki siyasi konular ve uyuşmazlıklar entegrasyonun önündeki en büyük engel olabilir.

- Yatırımcı, körfez ülkeleri kültürünü göz ardı etmemelidir. Bu durum birçok anomaliye ışık tutabilir, markette oluşan balonları ve düşüşleri açıklayabilir. Arap yatırımcıların hisse senedi piyasalarını analiz etmeden, kendilerine olan fazlaca güveni halen tartışılmaktadır⁸³.

⁷⁹ ABUMUSTAFA, p.p. 230

⁸⁰ Charles Collins , Mohamed El-Erian . 'Restructuring of Commercial Bank debt by Developing countries: Lessons From Experience, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 1993, p.p.20

⁸¹ Stephen Fidler, 'More Liberal Flow of Funds Creates Instability', Financial Times, 1995, p.p. 4

⁸² ABUMUSTAFA, p.p. 230

⁸³ Dove Izraeli, 'Business Ethics in the Middle East', Journal of Business no: 16, 1997, p.p. 60.

1.10. LİTERATÜR İNCELEMESİ

1.10.1. Uluslararası Sermaye Piyasalarının Eşbütünleşmesi ile İlgili Literatür İncelemesi

Abbes ve Trichilli⁸⁴(2015) çalışmalarında İslami Menkul kıymet endekslerinde çeşitlendirmenin potansiyel faydalarını araştırmış, 27 ayrı gelişmiş ve gelişmekte olan Menkul Kıymetler piyasasını çalışmalarına dahil etmişlerdir. 2002-2012 yılları arasını kapsayan ve aylık kapanış fiyatları ile çalışmalarını yapan Abbas ve Trichilli, çalışmalarını kriz öncesi ve kriz etkilerini içeren dönem için (2012 Global Krizin etkileri) iki ayrı dönemde ve Fransa, İtalya, Almanya, İspanya, Avusturya, Birleşik Krallık, İsviçre, Singapur, Hong Kong, Yeni Zelanda, ve Amerika'yı gelişmiş piyasalar olarak, Çin, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Brezilya, Şili, Bahreyn, Kuveyt, Umman, Mısır, Ürdün ve Fas'ı ise gelişmekte olan piyasalar olarak 2 ayrı grupta çalışmalarına dahil etmişlerdir. MSCI'den elde ettikleri veriler üzerinden gerçekleştirdikleri çalışmada Johansen-Juselius Koentegrasyon yaklaşımı, VECM ve Granger Nedensellik analizinden faydalanmışlardır. J-J Koentegrasyon analizi bulgularına göre, İslami hisse senedi endeksleri ile benzer ekonomik gruplanma içinde olan gelişmekte olan ülkeler arasında uzun vadeli entegrasyona rastlamış, buna karşın diğer grup olan gelişmiş ülkelerin İslami market endeksleri arasında kısmi entegrasyona rastlamışlardır. VECM sonuçlarına göre Avusturya İslami Endeksi ile diğer Avrupa endeksleri arasında bir ilişkiye rastlamazken, Fransız İslami Endeksi ile İsviçre ve İtalyan İslami endeksi arasında da bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşın kısa vadeli entegrasyon ilişkisi Avrupa-Asya ve Avrupa-Latin Amerika arasında gerçekleşmiştir. Amerikan İslami Marketi ise Bahreyn, Kuveyt, Fas, Kore, Malezya, Çin ve Brezilya İslami market endekslerinden ayrılmış durumdadır. Bu bulgular ışığında bu piyasalar arasında potansiyel çeşitlendirme fırsatlarının mevcut olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Samırkaş ve Düzakın⁸⁵(2013), İMKB'nin Avrasya ülkeleri hisse senedi piyasaları; Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Mısır, Bahreyn, Bulgaristan, Hırvatistan, Kazakistan, Pakistan, Romanya ve Ürdün ile uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisini araştırmışlardır. Piyasalar arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen eşbütünleşme testi ile analiz edilmiştir. Türkiye ile Mısır hisse senedi piyasası arasında uzun dönemde

⁸⁴ Mouna Boujelbene Abbas, Yousra Trichilli, 'Islamic Stock Markets And Potential Diversification Benefits'

⁸⁵ Mustafa Can Samırkaş, Hatice Düzakın, 'İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Avrasya Borsaları ile Entegrasyonu', Akademik Bakış Dergisi, S.35, Mart-Nisan,2013

anlamalı bir ilişki bulmuşlar, Türkiye ile BAE, Bahreyn, Bulgaristan, Hırvatistan, Kazakistan, Pakistan, Romanya ve Ürdün hisse senedi piyasası arasında anlamalı bir ilişkiye rastlayamamışlardır. Araştırmadan çıkan sonuç, Türkiye ile entegre olmayan bu piyasalardan biriyle portföy çeşitlendirmesi yapılabileceği yönündedir.

Paskelian, Nguyen ve Jones⁸⁶ (2013), Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkelerinin hisse senedi piyasalarının davranışlarını incelemişler, ayrıca ABD ile MENA hisse senedi piyasalarının arasında eşbütünleşme olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırma sonucunda ABD ile MENA hisse senedi borsaları arasında bütünleşme olmadığını belirtmişlerdir.

Alkulaib vd.⁸⁷ (2009), Ortadoğu ve Kuzey Afrika’da yer alan ülke borsaları arasındaki eş hareketliliği araştırdıkları çalışmalarında, orta doğuda yer alan ülkeler arasında herhangi bir nedensel ilişkinin ya da bir volatilité dağılımının olmadığını, aksine doğu Akdeniz bölgesindeki ülke borsaları arasında ise bu senkronizasyondan bahsedilebileceğini ifade etmekteledir. Araştırmanın nihai sonucunda ise BAE hisse senedi piyasasının bölgedeki diğer piyasalar üzerinde etkinliğe sahip olduğu ve körfez bölgesinin hem orta doğu hem de kuzey Afrika ülke borsaları üzerinde baskın olduğu ayrıca vurgulanmıştır.

Abumustafa⁸⁸ (2008) çalışmasında, Mısır, İsrail, Ürdün, Fas, Suudi Arabistan ve Türkiye borsaları arasındaki eşbütünleşmeyi inceleme altına almıştır. Çalışmasında kullandığı verileri; Emerging Markets Data Base’den elde etmiştir. Aralık 1996-Mayıs 1999 dönemine ait günlük veriler kullanılarak yapılan analizler sonucunda, incelenen ülkeler arasında eşbütünleşmenin varlığı kanıtlanmıştır. Çalışma, ANOVA ve ADF birim kök testinden yararlanılarak gerçekleştirilmiştir.

Elfakhani ve diğerleri⁸⁹ (2008), 1997 -2002 yılları arası verilerini kapsayan çalışmalarında, Kuveyt, Ürdün, Tunus, Suudi Arabistan, Fas, Umman, Katar, Bahreyn, Mısır ve Lübnan borsalarının kendi aralarındaki ve bu borsaların ABD borsası ve diğer gelişmekte olan 26 ülke borsa endeksleri ortalamasından hesaplanan

⁸⁶ Ohannes G. Paskelian, Chu V. Nguyen, Kevin Jones, ‘ Did Financial Market İntegration Really Happen in MENA Region? : An Analysis’, Journal of Economic Cooperation and Development, 34, 1 ,2013, s.111-134

⁸⁷ Yaser A. Alkulaib, Mohammad Najand and Ahmad Mashayekh, ‘Dynamic linkages among equity markets in the Middle East and North African countries’, Journal of Multinational Financial Management, 2009, vol. 19, issue 1, s. 43-53

⁸⁸ Naser I., Abumustafa, ‘‘Benefiting from Diversity in Middle Eastern Stock Markets’’, Applied Financial Economics, 2008,V.18, pp. 229-237.

⁸⁹ Said Elfakhani, Mahmoud Arayssi, Hanin A. Smahta, Globalization and Investment Opportunities: A Cointegration Study of Arab, U.S, and Emerging Stock Markets. The Financial Review. 43, 2008, p.p. 591-611

gelişmekte olan borsalar endeksi ile arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemişler ve analiz yöntemi olarak Johansen Eşbütünleşme Analizini kullanmışlardır. Çalışmanın sonunda Ürdün-Kuveyt, Ürdün-Tunus, Kuveyt-Tunus, Kuveyt-Suudi Arabistan borsaları arasında uzun vadeli ilişki olduğu, Ürdün-Fas ve Kuveyt borsalarının ABD borsasıyla eşbütünleşik olduğu ve hiçbir Arap borsasının gelişmekte olan ülke borsaları endeksi ile uzun vadeli ilişkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Hammoudeh ve diğerleri⁹⁰ (2008), uzun ve kısa süreli çeşitlendirmenin faydalarını inceledikleri çalışmalarında, Doğu Akdeniz ülkeleri (Türkiye, Ürdün, Lübnan), Kuzey Afrika ülkeleri (Mısır, Fas, Tunus) ve Körfez ülkelerinin (Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Umman, Suudi Arabistan) 1998–2007 dönemi haftalık hisse senedi getirileri arasındaki korelasyonu, Johansen analizi ile eşbütünleşmeyi ve eş bütünleşme durumunda, bu durumun petrol ve küresel borsalara etkilerini VAR analizi ile araştırmışlardır. Çalışma ilgili hisse senetlerinin haftalık kapanış verileriyle yapılmış ve bu veriler Global Financial Data’dan sağlanmıştır. Analizde, Körfez ülkeleri için Ağustos 1998-Aralık 2007 tarihli veriler kullanılmış, incelemeye dahil edilen diğer ülkeler için Ocak 1998-Aralık 2007 tarihli veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Körfez ülkeleri arasında çok güçlü bir korelasyona ulaşılmıştır. Doğu Akdeniz ülkeleri arasında ise çok zayıf bir korelasyon bulunduğu; incelenen dört Körfez ülkesinin borsalarında yapılacak uzun dönemli çeşitlendirmenin daha fazla getiri getireceği tespit edilmiştir. Ayrıca Doğu Akdeniz ülkeleri borsa endeksleri arasında kısa dönemli eş bütünleşme ilişkisine rastlanamamış, ancak uzun dönemde eş bütünleşik yapıya ulaşılmıştır.

Meriç ve diğerleri⁹¹ (2007), 1996-2006 dönemi Mısır, İsrail, Ürdün, Türkiye, İngiltere ve ABD borsalarının Morgan Stanley Capital International (MSCI) haftalık endekslerinin ABD doları cinsinden getirilerinin eşbütünleşmesini araştırmışlardır. Çalışmalarında kullandıkları verileri Datastream’den elde etmiş ve analizi Temel Bileşen Analizi (Principal Components Analysis) ile gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sonucunda; Mısır, İsrail, Ürdün ve Türkiye arasında düşük korelasyon olduğu ve piyasalar arasında yıllık korelasyonlarında önemli dalgalanmalar olduğunu sonucuna ulaşmışlardır.

⁹⁰Shawkat Hammoudeh , Yuan Yuana , Kamal Smimoub, “Equity Market Diversification in the MENA Regions and Impacts of Oil and Major Global Stock Markets”, The Arab Bank Review, April 2007/April 2008, V.9, Special Issue, pp. 4-19.

⁹¹Gülser Meriç, Mitchel Ratner , İlhan Meriç, “Co-movements of the U.S., U.K. and Middle East Stock Markets”, Middle East Finance and Economics, 2007, Issue 1, pp.60-73.

Maghyereh ve Al-Kandari⁹² (2007) tarafından yapılan çalışmanın amacı, Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (Gulf Cooperation Council) ülkelerinde petrol fiyatları ile hisse senedi piyasaları arasındaki bağlantıyı araştırmaktır. Çalışmada, Breitung ve Gourieroux (1997) ile Breitung (2001) tarafından önerilen doğrusal olmayan eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Çalışmada Bahreyn, Kuveyt, Umman ve Suudi Arabistan için hisse senedi piyasası verileri 1 Ocak 1996 ve 31 Aralık 2003 aralığını kapsamaktadır. Petrol fiyatlarının GCC ülkelerinde hisse senedi fiyat endeksini etkilediği sonucuna varılmıştır. Bu nedenle, GCC ülkelerinde politika yapıcılar, petrol fiyatlarındaki değişimin kendi ülke ekonomilerine ve hisse senedi piyasalarına etkisini göz önünde bulundurmalarıdır. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar için ise petrol ve hisse senedi piyasaları arasındaki doğrusal olmayan ilişki öngörülebilir niteliktedir.

Segot ve Lucey⁹³ (2007), 1998-2005 dönemi Türkiye, Mısır, İsrail, Ürdün, Fas, Lübnan, Tunus endeksleri arasındaki olası portföy çeşitlendirmelerin faydasını araştırmışlardır. Analiz edilen haftalık veri setleri S&P/IFC Database'den sağlanmıştır. Uluslararası portföy çeşitlerini dolar ve ulusal para birimi cinsinden oluşturmuş ve örnek dışı olanları, Sharpe ve Sortino oranları ve the Jobson–Korkie istatistiği ile analiz etmişlerdir. Sonuç olarak incelenen ülkelerde hem dolar hem de ulusal para cinsinden portföy çeşitlendirmesinin yapılabileceği ve bundan faydalanabileceği tespit etmişlerdir.

Saadi-Sedik ve Petri⁹⁴ (2006), Ürdün Borsası'nın (ASE)'nin diğer Arap borsaları (Suudi Arabistan, Kuveyt, Umman, Mısır, Lübnan, Tunus, Fas) ile olan performansını araştırdıkları çalışmalarında, Johansen Koentegrasyon tekniğini ve Mart 1998-Aralık 2005 dönemi haftalık verileri kullanmışlardır. Sedik ve Petri çalışmalarında bir VAR modeli kurarak, birim kök seçiminde, Augmented Dickey-Fuller birim kök testinden, borsalar arasındaki uzun dönemli ilişki incelemesinde Johansen Koentegrasyon analizinden, ve nedensellik araştırmasında ise Granger nedenselliğinden yararlanmışlardır. Sonuç olarak, ASE'nin diğer Arap borsaları ile eşbütünleşik olduğu, ancak diğer gelişmekte olan (Türkiye, İsrail, Brezilya,

⁹² Aktham Maghyereh, Ahmad Al-Kandari, Oil prices and stock markets in GCC countries: new evidence from nonlinear cointegration analysis. Managerial Finance, 33(7),2007,s. 449-460.

⁹³ Thomas Lagoarde Segot, Brian M. Lucey, "International Portfolio Diversification: Is there a Role for the Middle East and North Africa?", Journal of Multinational Financial Management, 2007, V.17, No.5, pp. 34-57.

⁹⁴ Tahsin Saadi-Sedik, Martin Petri, The Jordanian Stock Market, Should You Invest it for Risk Diversification or Performance, International Monetary Fund, WP/06/187, August, 2006

Hindistan, Meksika, Pakistan) ve gelişmiş piyasalar (S&P 500, İngiltere, AMEX) ile eşbütünleşik olmadığı tespit edilmiştir. Granger nedensellik testi sonucunda Kuveyt ve Suudi Arabistan'ın Ürdün'ün Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Marashdeh⁹⁵ (2005), Aralık 1994-Haziran 2004 dönemi aylık endeks verilerini kullanarak, gelişmekte olan Mısır, Türkiye, Ürdün, Fas borsalarının kendi aralarındaki eş bütünleşmelerini ve bu borsaların gelişmiş İngiltere, Almanya ve ABD borsaları ile arasındaki finansal eşbütünleşme ilişkisini incelemiştir. Veriler Morgan Stanley Capital International (MSCI), Standart & Poor's Emerging Stock Markets Factbook, Standart & Poor's Global Stock Markets Factbook, International Financial Statistics Yearbook (IFS), The World Bank Global Development Finance, World Development Indicators Database ve Arab Monetary Fund kaynaklarından sağlanmıştır. Veriler Engle-Granger, Johansen-Juselius, ARCH, GARCH, VAR ve ARDL modelleri ile analiz edilmiştir. Sonuç olarak, Türkiye, Fas ve Ürdün'ün borsalarının İngiltere, ABD ve Almanya borsaları ile uzun dönemde eşbütünleşik olmadığı ancak Mısır'ın İngiltere ve ABD ile eşbütünleşik olduğu tespit edilmiştir. Granger nedensellik testi ile uzun dönemde gelişmiş ülke borsalarının MENA bölgesi (Türkiye, Ürdün, Fas) ülkeleri borsalarını etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki gelişmekte olan ülkelerin kendi içlerinde koentegrasyon ilişkisi içerisinde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Neaime⁹⁶ (2002) çalışmasında Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri olan (MENA) Bahreyn, Kuveyt, Suudi Arabistan, Ürdün, Mısır, Fas ve Türkiye borsalarının Aralık 2000 tarihli kapanış fiyatlarını, ve araştırmaya dahil edilen ülkelerin özelliklerini belirlemek amacıyla, ülkelerin borsalarının ve finansal serbestleşme beklentilerini incelemişlerdir. Çalışmada ayrıca bu piyasalarda bölgesel ve uluslararası portföy çeşitlendirmesi konusunda yatırımcıların riskleri ve piyasa getirileri de araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, Körfez ülkelerinin (GCC) portföy çeşitlendirmesinde MENA'ya göre daha fazla potansiyele sahip olduğu; Granger nedensellik testleri sonucunda ise Amerika ve İngiltere borsalarının MENA ülkelerini etkilediği tespit edilmiştir.

⁹⁵Hazem Ali Marashdeh "Stock Market Integration in the MENA Region: An Application of ARDL Bounds Testing Approach", University of Wollongong, Economic Working Paper Series, 2005

⁹⁶ Simon Neaime, "Liberalization and Financial Integration of MENA Stock Markets", Economic Research Forum 9th Annual Conference, Al-Sharjah - United Arab Emirates, 26-28 October 2002.

Gündüz ve Omran⁹⁷, (2001) Türkiye, İsrail, Ürdün, Mısır ve Fas' a ait endekslerin değişkenliğini inceledikleri çalışmalarında, Ağustos 1997-Temmuz 2000 dönemi, haftalık kapanış fiyatları ile çalışmış, verileri Amerikan doları cinsinden, Data Stream üzerinden elde etmişlerdir. Borsaların analizinde ADF, PP, DFGLS, KPSS, CVR ve CMD testlerinin uygulanması sonucunda tüm serilerin değişken trend içermekte olduğu ve seviyeleri itibariyle durağan olmadıkları tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, birim köklerin varlığının, hisse senetleri fiyatlarına gelen şokların kalıcı olduğunu ve sonuçta hisse senetleri fiyatlarının tahmin edilemeyeceğini gösterdiği öne sürülmektedir. Araştırmada, bu piyasalarda ortak trendlerin araştırılması için de Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır ve bu test sonucunda Orta Doğu ve Kuzey Afrika'nın gelişmekte olan piyasaları arasında eşbütünleşme ilişkisine rastlamamışlar, uluslararası yatırımcıların bu piyasalarda riski dağıtabilmelerinin mümkün olduğu belirtmişlerdir.

1.10.2. Türkiye ile İlgili Literatür İncelemesi

Özdemir ve diğerleri⁹⁸ (2012), İMKB ve Dow Jones Industrial arasındaki ilişkiyi 2001 ve 2010 yılları arasındaki haftalık kapanış fiyatları baz alınarak araştırmış, uzun ve kısa dönem Eşbütünleşme ilişkisi tespitinde Johansen Koentegrasyon Analizi ve VEC analizinden, nedensellik ilişkisi tespitinde ise Granger nedensellik analizinden yararlanmışlardır. Analiz sonucunda serilerin uzun dönemde eşbütünleşik oldukları ve Dow Jones Industrial'ın İMKB'nin Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Çelik ve Boztosun⁹⁹ (2011) Türkiye hisse senedi piyasasının (İMKB 100) ile Asya Ülkeleri hisse senedi piyasaları; Avustralya, Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Malezya, Japonya, Kore, Tayvan, Singapur ülkelerinin endeksleri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında, Ocak 1998 ile Aralık 2009 dönemini ele almışlardır. Ülkelere ait hisse senedi endeks değerleri arasındaki uzun dönemli ilişki, Johansen-Juselius Eşbütünleşme testi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda Türkiye ile Singapur, Malezya, Tayvan ve Kore borsaları

⁹⁷ Lokman Gündüz , Mohammed Omran, “Gelişmekte Olan Piyasalarda Stokastik Trendler ve Hisse Senetleri Fiyatları: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkeleri Örneği”, İMKB Dergisi, Ocak/Şubat/Mart 2001, Y.5, S.17, s. 1-22.

⁹⁸ Abdullah Özdemir, Şahin Bulut, ‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ve ‘Dow Jones Industrial’ Arasındaki İlişki:Eşbütünleşme Analizi’, Yönetim Ve Ekonomi, Cilt:19,Sayı:1, Celal Bayar Üniversitesi,İİBF, Manisa, 2012, s.211-224

⁹⁹ Tuncay Çelik, Derviş Boztosun, Türkiye Borsası İle Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisi, Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 36, Ağustos-Aralık 2010 S .57-71

arasında 1998– 2009 döneminde uzun dönemli anlamlı bir ilişki mevcut iken, Türkiye borsası ile Japonya, Çin, Hong Kong, Hindistan, Avustralya ve Endonezya borsaları arasında belirtilen dönem için anlamlı bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Tuna vd.¹⁰⁰ (2011), çalışmalarında ABD S&P500, Türkiye IMKB100 ve Yunanistan ADHEX endeksleri arasındaki ilişkinin varlığının tespiti ve yönünü araştırdıkları çalışmalarında 2005 ve 2009 yılları arasındaki günlük kapanış verilerini kullanmışlardır. Çalışmada gecikme uzunluğu tespitinde AIC ve FPE bilgi kriterleri kullanılmış, eşbütünleşme ilişkisi tespiti Johansen Koentegrasyon Testi ile yapılmış, nedensellik ilişkisi tespitinde ise Granger Nedensellik Analizi kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarında üç ülke arasında uzun dönemli koentegrasyon ilişkisi tespit edilmiş ve S&P endeksinin genel etkileyici olduğu ve nedenselliğin yönünün Yunanistan’dan Türkiye’ye doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla bu üç ülkenin aynı portföyde yer alması ile portföyden çeşitlendirme fırsatı elde edilemeyeceği çıkarımını yapmışlardır.

Kapusuzoğlu ve İbicioğlu¹⁰¹ (2011), Türkiye Hisse Senedi Piyasası ve Avrupa Birliği üyesi Akdeniz ülkeleri (Fransa, İtalya, İspanya, Yunanistan, Malta, ve Hırvatistan) arasındaki 2002-2010 dönemi günlük verilerini kullanarak koentegrasyon ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında, birim kök testi için Augmented Dickey-Fuller, Philips-Perron, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin testlerinden yararlanmış, Koentegrasyonun tespitinde Johansen Eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisinin tespiti ve yönünü belirlemede Granger Nedensellik analizini takiben varyans analizini ve etki-tepki analizlerini kullanmışlardır. Yapılan analizler sonucunda, tüm ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında incelenen dönem itibarıyla uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiş ve uluslararası portföy çeşitlemesi açısından değerlendirildiğinde, incelenen endekslerin entegre olması doğrultusunda, bu borsalarda işlem gören hisse senetlerinin uluslararası çeşitlendirmeye uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Granger nedensellik, varyans ayırıştırma ve etki-tepki analizleri ile ulaşılan sonuçlar değerlendirildiğinde ise, Fransa Borsası’nın diğer borsaları etkileyen ve sürükleyen bir borsa olduğu çıkarımına ulaşılmıştır.

¹⁰⁰ Gülfer Tuna, Vedat Ender Tuna, Elşen Bağırzade, Uluslararası hisse senedi piyasaları arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye, Yunanistan ve ABD üzerine ampirik bir uygulama, *Azerbaycan Vergi Haberleri*, 6, 2011, s. 73-86

¹⁰¹ Mustafa İbicioğlu, Ayhan Kapusuzoğlu, İmkb İle Avrupa Birliği Üyesi Akdeniz Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Ampirik Analizi, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt/Vol.: 11 - Sayı/No: 3 ,2011, s. 85–102

Yılancı ve Öztürk¹⁰² (2011), Türkiye ile beş büyük ticaret ortağı olan Amerika, İspanya, İngiltere, Hollanda ve Almanya hisse senedi piyasaları arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını incelemiş, kriz yıllarını içeren 1995-2009 yılları arasındaki aylık verileri kullanılarak çalışmışlardır. Çalışmaya dahil edilen dönem aralığında bu piyasalar arasındaki ilişkiyi etkileyebilecek 1997 Asya Finansal Krizi ve 2008 Dünya Ekonomik Krizi meydana geldiğinden, durağanlık ve eşbütünleşme analizlerinde iki yapısal kırılmaya izin veren testler kullanılmıştır. Hatmi-J (2008) eşbütünleşme testi ve Engle-Granger (1987) testi ile sınamalarını gerçekleştiren Yılancı ve Öztürk, çalışma sonucunda İMKB100 ile FTSE100, SP500 ve AEX borsaları arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığını bulgusuna rastlamamışlar, dolayısıyla İMKB100 borsa endeksine yatırım yapan yatırımcılar, risklerini azaltmak ve getirilerini arttırmak amacıyla bu üç borsada çeşitlendirme fırsatlarından yararlanabilecekleri çıkarımını yapmışlardır.

Vuran¹⁰³ (2010), İMKB ve Amerika, İngiltere, Almanya, Japonya, Brezilya, Arjantin ve Meksika Borsa Endeksleri arasında uzun vadeli ilişkiyi ararken Ocak 2006 ve Ocak 2009 yılları arasındaki günlük veriler kullanmış, durağanlık araştırmasında PP ve ADF birim kök sınamalarını, eşbütünleşme ilişkisi araştırmasında ise Johansen Koentegrasyon Analizinden yararlanmıştır. Araştırma sonucunda İMKB100 endeksinin, İngiltere FTSE100, Almanya DAX, Brezilya Bovespa, Arjantin Merval ve Meksika IPC endeksi ile uzun vadede eşbütünleşik bir yapı içerisinde oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Kayalıdere vd.¹⁰⁴ (2009), yılında İMKB'nin Almanya, Avusturya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İsveç, İsviçre, İtalya, İspanya, Norveç hisse senedi piyasaları ile çeşitlendirme fırsatlarını araştırdıkları çalışmalarında 2003-2009 yılları arasında endekslere ait günlük kapanış değerlerini içeren 1566 gözlem kullanmışlar ve durağanlık analizini ADF birim kök testi ile, eşbütünleşme düzeyini Johansen Koentegrasyon Analizi ile ve piyasalar arasındaki nedensellik ilişkisini Granger Nedensellik Analizi ile sınamışlardır. Kayalıdere ve diğerleri, araştırma sonucunda

¹⁰² Veli Yılancı, Zehra Ayça Öztürk, Türkiye İle En Büyük Beş Ticaret Ortağının Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisinin Analizi: Yapısal Kırılmalı Birim Kök Ve Eşbütünleşme Analizi, <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi36/015>, 2011

¹⁰³ Bengü Vuran, 'İMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri İle İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi İle Belirlenmesi', İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt/Vol:39, Sayı/No:1, 2010, s. 154-168

¹⁰⁴ Koray Kayalıdere, Hüseyin Aktaş, Sibel Karğın, 'İMKB ve Seçilmiş Avrupa Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Uluslararası Çeşitlendirme Fırsatları', Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 2009/4, s.90-106

eşbütünleşme gözlemledikleri hisse senedi piyasaları arasında nedensellik ilişkisine rastlayamamış, ve İMKB'nin çeşitlendirme fırsatları açısından önemli bir potansiyele sahip olduğu çıkarımına ulaşmışlardır.

Korkmaz vd.¹⁰⁵, (2008) Ocak 1995 ile Aralık 2007 dönem aralığını ele aldıkları çalışmalarında Türkiye'nin Avrupa Birliği ve yüksek dış ticaret hacmine sahip ülke borsaları ile entegrasyon ilişkisini incelemişlerdir. Ülkelere ait hisse senedi piyasası endeks değerleri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi, Zivot-Andrews yapısal kırılma testi, Johansen ve Gregory-Hansen eşbütünleşme testlerinden yararlanarak araştırmışlardır. Eşbütünleşme testi sonucunda Türkiye'nin Avrupa Birliği üyesi ülkelere 11 ülke; Türkiye'nin dış ticaret hacminin yüksek olduğu ülkelere 7 ülke ile eşbütünleşme ilişkisi bulunmuştur. Johansen eşbütünleşme analizine göre Türkiye'nin Avrupa Birliği üyesi ülkelere Almanya, Danimarka, Fransa, Hollanda ve İsveç ile; Türkiye'nin dış ticaret hacminin yüksek olduğu ilk 10 ülkeden Almanya, Fransa ve Hollanda ile eşbütünleşik olduğu bulunmuştur. Gregory-Hansen eşbütünleşme testinde ise Türkiye ile Avrupa Birliği üyesi ülkelere Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, İsveç, İtalya, Polonya ve Yunanistan ile; Türkiye'nin dış ticaret hacminin yüksek olduğu ilk 10 ülkeden ise Çin, Fransa, Güney Kore, İtalya ve Rusya ile eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmalarında elde edilen bulgular doğrultusunda Türkiye'deki uluslararası portföy yatırımcıları, Türkiye'nin eşbütünleşme ilişkisine sahip olmadığı Avrupa Birliği üyesi ülkelere Belçika, İngiltere, İrlanda, İspanya, Macaristan ve Portekiz; Türkiye'nin dış ticaret hacminin yüksek olduğu ilk 10 ülkeden ABD, İngiltere ve İspanya hisse senedi piyasalarını portföylerine dahil ederlerse daha iyi çeşitlendirme yapma imkanına sahip olabilecekleri sonucuna ulaşılmış , aynı zamanda Türkiye'nin yüksek ticaret hacmine sahip ülkeler ile yüksek seviyede koentegrasyona sahip olduğu ortaya koyulmuştur.

¹⁰⁵ Turhan Korkmaz, Selin Zaman, Ahmet Çevik, Türkiye'nin Avrupa Birliği Ve Yüksek Dış Ticaret Hacmine Sahip Ülke Borsaları İle Entegrasyon İlişkisi, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 8, 2008, s. 19-44.

İKİNCİ BÖLÜM

Çalışmanın ikinci bölümü uygulamaya yöneliktir. Bu bölümde öncelikli olarak analizde kullanılan veri seti ve yöntemler açıklanıp; daha sonra uygulamalar ve araştırma bulguları eklenerek sonuç açıklanmıştır.



2. BIST İLE SEÇİLMİŞ KÖRFEZ ÜLKE SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ ULUSLARARASI ÇEŞİTLENDİRME FIRSATLARININ ANALİZİ

Çalışmanın ikinci bölümünde çalışmanın amacı, veri seti, yöntemleri, bulgu ve sonuçları değerlendirilmiştir.

2.1. AMAÇ

Küreselleşme kavramının ortaya çıkardığı finansal serbestleşme ile dünyadaki portföy yatırımları yükselişe geçmiştir. Bu çalışma ile; uluslararası Arap yatırımcılar için Türk sermaye piyasasının çeşitlendirme fırsatları sunup sunmadığının tespiti amaçlanmaktadır. Buna göre elde edilen bulgular ile incelenen ülkelere yatırım yapmak isteyen yatırımcılara, yatırım kararları değerlendirilirken faydalanabilecekleri bir kaynak sunmak amacıyla karşılaştırmalı olarak Türkiye ile GCC üyesi (Gulf Cooperation Council-Körfez Ülkeleri İş Birliği Konseyi) 6 ülkenin hisse senedi piyasalarının haftalık verileri analiz edilmiştir.

2.2. VERİ SETİ

Çalışmada belirtilen amaç doğrultusunda Körfez İş Birliği Konseyi ülkeleri olarak Umman, Ürdün, Suudi Arabistan, Katar, Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn ve Türkiye hisse senedi piyasaları seçilmiştir. Birleşik Arap Emirliklerinde aktif iki borsa endeksi olması sebebiyle çalışmaya Abu Dhabi borsası endeksi ve Dubai/Nasdaq borsa endeksi olarak dahil edilmiştir. Seçilen bu hisse senedi endekslerinin 04.01.2006 ve 31.12.2015 dönemine ait haftalık endeks kapanış fiyatları değerleri kullanılmıştır. Endeksler arası eş bütünleşme durumunda ilerleyen zamanla meydana gelen değişikliği görmek amacıyla tarih aralığı 04.01.2006-31.12.2010 ve 05.01.2011-31.12.2015 olarak iki dönem altında incelenip, detaylandırılmıştır. Her endeks için 522 gözlem, 9 endeks için ise toplamda 4698 gözlem yapılmıştır. Türkiye'nin verileri www.borsaistanbul.com adresinden, Kuveyt'in verileri www.kuwaitse.com'dan, araştırmaya dahil edilen diğer ülkelerin hisse senedi endeksleri ise www.marketstoday.net'ten elde edilmiştir. Çalışmaya dahil edilen her ülke endeksinin fiyat serisi o ülkenin para birimi cinsindendir. Seriler tarihsel bazda eşleştirilirken eksik veri problemini ortadan kaldırmada, en son işlem günü kapanış fiyatlarının kullanımı yöntemi benimsenmiştir. Araştırmada fiyat serilerinin olası değişen varyans ve kısmen de otokorelasyona karşı koruyabilmek için logaritmik değerleri elde edilmiş, araştırma bulguları ise Eviews-5.0 programı ile elde edilmiştir.

2.3. YÖNTEMLER

Küreselleşme olgusunun yarattığı finansal serbestleşme ile birlikte uluslararası sermaye piyasalarının da birbirleriyle etkileşimi yükselişe geçmiştir. Yatırımcılar yeni pazarlarda aktifleşmiş, aynı zamanda bu; portföy çeşitlendirmesi yaparak riskini azaltmak isteyen uluslararası portföy yatırımcıları için önemli bir fırsat haline gelmiştir. Yatırımcı portföy çeşitlendirmesi yaparken birbirleriyle pozitif korele olmayan ve eşbütünleşik olmayan piyasaları ele almalıdır.

Hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme ilişkisi, basit anlamda hisse senetlerinin uzun dönemde birbirlerinden etkileşim düzeylerini ve eş hareketliliklerini çeşitli yönlerden ölçmeyi hedefleyen bir kavramdır. Piyasalar arası eşbütünleşme olması durumunda uzun dönemde çeşitlendirme amacına ulaşamayacaktır.

Borsa İstanbul'un seçilen ülke hisse senedi piyasaları ile eşbütünleşmesinin araştırıldığı çalışmada analiz edilen haftalık borsa endekslerinin her biri birer zaman serisidir. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilmesi için analizi yapılan serilerin durağan seriler olması gerekmektedir¹⁰⁶. Zaman serilerinin durağanlığının araştırılmasında kullanılan birim kök testleri aşağıdaki gibidir:

- Dickey-Fuller Birim Kök Testi,
- Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller Birim Kök Testi,
- Phillips Perron Birim Kök Testi,
- Said-Dickey Birim Kök Testi,
- Sims Birim Kök Testi,
- Phillips-Ouliaris Birim Kök Testi,
- Hall Birim Kök Testi,
- Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) Birim Kök Testi,
- Sargan-Bhargava Birim Kök Testi,
- Elliott-Rothenberg-Stock Point Optimal (ERS) Birim Kök Testi,
- (DF-GLS) ve Ng- Peron Birim Kök Testi,
- Molinas ve Schwert Birim Kök Testi.

Bu çalışmada zaman serilerinin durağanlığın sınanması Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleri ile yapılmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki incelenirken, ilk aşamada veri setini oluşturan

¹⁰⁶ Recep Tarı, Ekonometri, Kocaeli Üniversitesi Yayınları, İzmit, 2006, s.380

değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere ve aralarındaki korelasyonu ifade eden matrise yer verilmiştir. Uzun dönemli ilişkinin incelenmesinde VAR (Vector Autoregressive Regression) modellemesinden yararlanılıp, optimal gecikme uzunlukları belirlenmiştir. Değişkenler arasındaki eşbütünleşmenin tespitinde Johansen Koentegrasyon analizi kullanılmıştır. Koentegre ilişkinin varlığı durumunda VECM (Vector Error Correction) uygulaması yapılmış, piyasalar arası nedenselliğin varlığı ve yönünün değerlendirilmesinde VEC Granger Nedensellik/ Blok Dışsallık testi kullanılmıştır. Son olarak Varyans Ayrıştırması yapılarak şokların değişkenler üzerindeki etkisinin oransal bazda ölçümü yapılmıştır.

2.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Tanımlayıcı istatistikler veri setlerinin karakteristik özelliklerini sınıflandırarak; aritmetik ortalamalarını, minimum ve maksimum değerlerini, standart sapmalarını, Jarque-Bera (Normal Dağılım) testini, çarpıklık ve basıklık değerlerini tablolar halinde veya grafik olarak özetleyip; incelenen değişkenler arasında karşılaştırmalı analiz yapmaya imkan tanır. J-B normallik sınaması, çarpıklık ve basıklık ölçülerini hesaplar, şu sınama istatistiğini kullanır¹⁰⁷.

$$JB= n \left[\frac{S^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{23} \right] \quad (1.1.)$$

Formülde n örneklem büyüklüğünü, S, (skewness) çarpıklık katsayısını, K, (kurtosis) basıklık katsayısını ifade eder. Normal dağılmış bir değişken için çarpıklık katsayısı 0, basıklık katsayısı için 3'tür. Böyle bir durumda J-B istatistiği değerinin 0 olması beklenir¹⁰⁸.

Korelasyon analizi ise; incelenen değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin yönünü belirlemeye yarar. Bu doğrusal ilişkinin yönü +1 ve -1 arasında değişir ve ρ (Rho) ile ifade edilir. +1 değişkenler arasındaki pozitif korelasyonu, -1 ise negatif korelasyonu ifade etmektedir. Korelasyon katsayısının 0 olması durumu, incelenen veriler arasında bir korelasyon ilişkisi bulunmadığı anlamına gelir. Örnek vermek gerekirse; 0.10 pozitif yönde olmakla birlikte, zayıf bir korelasyon ilişkisini gösteriyor olacaktır. Korelasyon analizi aşağıdaki formülle ifade edilir¹⁰⁹.

$$\rho_{XY} = \frac{\sigma_{XY}}{\sigma_X \sigma_Y} \quad (1.2)$$

¹⁰⁷ Carlos M. Jarque, Anil.K. Bera, 'A Test for Normality of Observations and Regression Residuals' International Statistical Review, v.55, Great Britain,1987, p.p.163

¹⁰⁸ Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter, Temel Ekonometri, Literatür Yayınları, İstanbul,2012, s.132

¹⁰⁹ Evren Bolgün , Barış Akçay, Risk Yönetimi, Skala Yayınları, İstanbul, 2009, s.165

Formülde σ standart sapmayı ifade etmektedir.

2.3.2. Finansal Zaman Serilerinde Durağanlık Ve Birim Kök Testi

Eşbütünleşme testi yapılırken üzerinde durulması gereken iki kavram, durağanlık ve durağanlığın belirlenmesinde kullanılan birim kök (unit root) testidir. Birim kök testi bir zaman serisinin durağan olup olmadığını veya durağanlık seviyesini ölçmede kullanılmaktadır. Zaman serisinin ortalama ve varyansı zaman içerisinde değişim göstermiyorsa ve iki dönem arasındaki varyans, hesaplama yapılan periyoda bağımlı değilse zaman serisi durağan olmaktadır. Bir başka ifadeyle serinin birim kökü olduğuna ilişkin sıfır hipotezinin reddi durumunda durağanlık söz konusudur¹¹⁰. Durağan olmayan seriler, d sayıda farkları alınarak durağan hale getirilebilirler. Bir seri durağan oluncaya kadar ' d ' defa farkı alınmış ise, o seri ' d ' sayıda birim kök içeriyordur. Bu seriye ' d ' derecesinden bütünleştirilmiş seri adı verilir ve $I(d)$ şeklinde ifade edilir¹¹¹. Eğer incelemeye dahil edilen seriler aynı mertebeden durağan değilse, eşbütünleşme durumu söz konusu değildir. Bu çalışmada birim kök testi sınamasında, Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller) ve Phillips Perron testlerinden yararlanılmıştır.

2.3.2.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Dickey ve Fuller (1981) tarafından ortaya atılan Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim kök testi ekonometrik modellerde durağanlığın tespiti için kullanılan testlerden biridir. Dickey ve Fuller zaman serilerinin durağan olup olmadığını belirlemek amacıyla alternatif regresyon modelleri kullanmışlardır¹¹².

Bir X_t serisinin ADF regresyonu aşağıdaki formülde izlenebilir.

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1.3.)$$

Denklemden ΔY_t , ilgili ülke endeks serisinin t dönemindeki farkını ifade ederken, ε_t ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan, olasılıklı hata terimidir. Birim kök testi için $H_0: \alpha_1 = 0$ hipotezi, $H_1: \alpha_1 < 0$ hipotezine karşı test edilir. H_0 reddedildiği takdirde Y_t serisi durağan, sıfır hipotezi reddedilmezse seri

¹¹⁰Chris Brooks, Introductory Economics For Finance, Cambridge University Press, 2002, p.p.377

¹¹¹Umut Halaç, Yeşim Kuştepe, Türkiye'de Para Dolanım Hızının İstikrarı 1987-2001, Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 1-2003,s.90

¹¹²Turhan Korkmaz, Ersin Açıkgöz, VOB'da İşlem Gören Döviz Futures Sözleşmelerinin Değeri ile Piyasadaki Likit Döviz Miktarı Arasındaki İlişki, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:29, Temmuz-Aralık, 2007, s.69

durağan değildir¹¹³. Uygulanan test %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerine göre kabul-ret sınırları (kritik değerleri) Mc Kinnon tarafından geliştirilmiş olan Monte Carlo Simülasyonlarına göre değerlendirilir. τ (tau) istatistiği veya ADF test istatistiği olarak adlandırılır. τ istatistiğinin mutlak değeri, Mc Kinnon Kritik Değerleri 'nin mutlak değerinden küçükse, H_0 istatistiği kabul edilir ve bu da serinin durağan olmadığını gösterir. Eğer τ istatistiğinin mutlak değeri kritik değerlerden büyükse, H_0 istatistiği reddedilir ve bu da serinin durağan olduğunu gösterir.

2.3.2.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Phillips-Perron birim kök testi 1988 yılında Augmented Dickey-Fuller testine alternatif olarak geliştirilmiştir. Dickey-Fuller sınavasının önemli bir varsayımı olan u_t hata terimlerinin bağımsız ve özdeş dağılmasıdır. ADF sınavası, bağımlı değişkenin gecikmeli fark terimlerini ekleyerek hata terimlerinde var olabilecek ardışık ilişkiyi hesaba katıp DF sınavasını düzeltmiştir. Phillips ve Perron ise hata terimlerindeki ardışık ilişkiyi hesaba katmak için gecikmeli fark değerlerini eklemeyen katsayısal olmayan (nonparametrik) istatistik yöntemini kullanmışlardır¹¹⁴.

Phillips-Perron testinin denklemi aşağıdadır.

$$Y_t = \alpha + \gamma t + \rho Y_{t-1} + u_t \quad (1.4)$$

2.3.3. Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Vektör Hata Düzeltme Modeli

Koentegrasyon (Eşbütünleşme) analizi, serilerdeki olası uzun dönemli ilişkinin tespitinde sıklıkla kullanılan yöntemdir ve aynı zamanda eşleşen durağan olmayan değişkenlere ait denklemin, durağan olmayan hata terimini durağan hale getirip, trendin neden olduğu sahte regresyon sonuçlarını temizler¹¹⁵. Johansen (1988) ve Johansen-Juselius (1990) tarafından geliştirilen koentegrasyon analizi, uygulamada yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biridir ve VAR (Vector Autoregressive Regression) tahmininden oluşur. Birinci farklarında durağan olan iki değişkenden oluşan $[Z = (X, Y)]$ vektör otoregresif modelin genel formu aşağıda verilmiştir¹¹⁶.

$$\Delta Z_t = \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i Z_{t-i} + \pi Z_{t-p} + e_t \quad (1.5)$$

¹¹³Hakan Çetinbaş, Salih Barışık, Türkiye'de Bankalar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme:Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi(1989-2000), İMKB Dergisi, Cilt:7 Sayı:26, Ocak-Haziran , 2003, s.8

¹¹⁴ GUJARATI ve PORTER, p.p.758

¹¹⁵A.H. Studenmund, Using Econometrics, Fifth Edition, Pearson Education, 2006, p.p.439

¹¹⁶ HALAÇ ve KUŞTEPELİ, s. 85-102.

Burada, π matrisinin rankı sıfır olduğunda, Z_t kapsamındaki hiçbir seri, diğer seri ya da serilerin doğrusal bir bileşimi olarak gösterilemez. Diğer taraftan, π matrisinin rankı bir ise, Z_t kapsamındaki serilerin, doğrusal ve bağımsız bir bileşimi ortaya çıkmaktadır. Bu da seriler arasında tek bir uzun dönem ilişkisinin (eşbütünleşmenin) mevcut olduğunu ifade eder. Eğer, π 'nin rankı birden büyük ise, seriler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisi var denilmektedir.

Z_t 'yi oluşturan seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri, iki test istatistiği yardımıyla değerlendirilebilir. Bunlar kritik değerleri Johansen-Juselius tarafından geliştirilen, İz testi (Trace test) ve Maksimum Özdeğer test (Max Eigenvalue test) istatistiğidir. İz testi, π matrisinin rankını inceler ve matris rankının r 'ye eşit ya da r 'den küçük olduğunu ifade eden H_0 hipotezini test etmektedir. Burada r , eşbütünleşik vektör sayısını göstermektedir. Maksimum Özdeğer test istatistiği ise, eşbütünleşme vektörün r olduğunu ifade eden H_0 hipotezini, $r+1$ olduğunu ifade eden alternatifine karşı test etmektedir. Test sonucunda, Maksimum Özdeğer test ve İz Testi test istatistiklerinin kritik değerlerden büyük çıkması durumunda, modelde koentegrasyon (eşbütünleşme) ilişkisi görülür.

İncelenen iki değişken arasında en az bir koentegrasyon çıkması durumunda, Johansen (1991) koentegrasyon analizi, yöntem olabilirlik oranlarını (Likelihood Ratio) elde etmek için Vektör hata düzeltme modelinin hesaplanmasını gerektirir. Eşbütünleşim uzun dönem ilişkisini incelerken, Vektör hata düzeltme modeli kısa dönem dinamikleri analiz eder. Hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi formüle edilebilir¹¹⁷.

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \theta_i + \alpha \beta^{Y_{t-k}} + e_t \quad (1.6.)$$

Denklemden Δ fark işlemcisini, ΔY_t değişkenleri, θ_0 sabiti temsil etmektedir. e_t beyaz gürültü (white noise) sürecidir. β matrisi $r(r-n-1)$ koentegre edici vektörlerden oluşmaktadır.

2.3.4. Granger Nedensellik Analizi

Granger nedenselliği, incelenen iki değişken arasındaki ilişkinin yönünü belirlemeye yarar. Granger nedensellik analizi, iki zaman serisi değişkeninin birbiriyle ilişkili olduğu bilindiği durumlarda, bu değişkenlerden hangisinin anlamlı ve tutarlı sonuçlar göstererek, diğer zaman serisinde hareketliliğe sebep olduğunu

¹¹⁷ Salih Barışık, Hakan Çetinbaş, Türkiye'de Bankalar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme:Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi 1989-2000, İMKB Dergisi, Sayı:25-26, 2003, s.8

inceleyip, öngörü sağlamak amacıyla kullanılan, önemli bir analizdir¹¹⁸.

Granger'a göre eğer X değişkenine ait bilgilerin modele eklenmesi, Y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa, X değişkeni Y değişkeninin nedenidir. Granger nedensellik testi aşağıdaki regresyonların tahminini içermektedir¹¹⁹.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1.7.)$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1.8.)$$

Yukarıda sunulan model için Granger nedensellik sınaması şu şekilde gerçekleştirilir. Denklem (1.7.) için aşağıdaki H_1 hipotezinin kabulü halinde X , Y 'nin Granger nedeni değildir.

$$H_1: \beta = 0, H_2: \alpha = 0 \quad (1.9.)$$

Eğer H_1 ve H_2 hipotezlerinin her ikisi de reddedilirse, X ve Y arasında iki taraflı nedensellik olduğu anlaşılır.

Denklem (1.8.) için H_2 hipotezinin kabulü halinde X , Y 'nin Granger nedeni değildir denilir.

2.3.5. Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması, bir değişkende meydana gelen değişimlerin kaynağını, yüzde olarak ifade etmeye yarar.

Varyans ayırıştırmaları her bir değişkendeki öngörü hatasının varyansını her bir içsel değişkene göre ayırştırmaktadır. Sistemde kullanılan değişkenlerden birinde meydana gelecek olan bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının da diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir.¹²⁰

İki değişkenli bir VAR modeli aşağıda yer almaktadır. Buna göre Varyans Ayırıştırması yorumu şu şekilde olacaktır;

$$Y_t = a_1 \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t} \quad (1.10.)$$

$$X_t = c_1 \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + v_{2t} \quad (1.11.)$$

Bu denklemlerdeki V_{1t} 'deki bir şok, tahmin dönemi uzunluğu ne olursa olsun x 'in öngörü hata varyansını etkilemiyorsa, x dışsal kabul edilir. Çünkü x , y 'den bağımsız olarak hareket etmektedir. Aksine V_{1t} 'deki bir şok tamamen ya da önemli

¹¹⁸ STUDENMUND, s.431

¹¹⁹ TARI, s.481

¹²⁰ Walter Enders, Applied Econometric Time Series, New York: Iowa State University, 1995, s.311

ölçüde x 'in öngörü hata varyansını etkiliyorsa, x içsel bir değişken kabul edilir. Varyans ayrıştırmasında da değişkenlerin sırası sonuçlara etki etmektedir¹²¹.

2.4. AMPİRİK ANALİZ VE ARAŞTIRMA BULGULARI

Bu bölümde, tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi, Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF-Augmented Dickey Fuller) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleri, Johansen eşbütünleşme testi, Vektör hata düzeltme modeli tahminleri, Varyans Ayrıştırması ve VEC Granger nedensellik/ blok dışsallık (Wald) testi uygulamaları ve sonuçlardan elde edilen bulgular yer almaktadır.

2.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Bu bölümde fiyat ve getiri serilerine ilişkin elde tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi sonuçları incelenmiştir. İncelenen 8 ülke ve 9 endeks arasında; aritmetik ortalama, maksimum ve minimum değerler, standart sapma, çarpıklık ve basıklık değerleri, Jarque-Bera istatistiği ve olasılıkları yönünden karşılaştırma yapılmıştır.

Karşılaştırma öncelikle 2006-2016 yıllarına ilişkin veriler ile fiyat serisi ve getiri serisine ilişkin ayrı ayrı yapılmıştır. Daha sonra 2006-2011 ve 2011-2016 yıllarına ilişkin iki panel altında, fiyat serisi ve getiri serisi açısından incelenmiştir.

Araştırmaya dahil edilen ülkelerin 2006-2016 yıllarının, fiyat serisine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2.1 de yer almaktadır.

Tablo 2.1. Genel Dönem/Fiyat Serisi'ne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Genel Dönem/Fiyat	Ortalama	Maksimum	Minimum	Std.Sapma	Çarpıklık	Basıklık	J-B	Olasılık
Türkiye	58132,41	91924,84	21965,96	17076,16	-0,071324	2,013529	21,60803	0,000020
BAE/ ADX	3504,904	5253,410	2136,640	919,3954	0,412298	1,659045	53,89912	0.000000
BAE/ DFM	3156,581	8013,990	1327,540	1572,175	0,515308	2,172559	37,99355	0.000000
Ürdün	2612,906	5043,720	1809,930	724,5986	1,161270	3,433768	121,4160	0,000000
Kuveyt	8244,519	15562,60	5615,120	2556,391	1,231422	3,457221	136,4736	0,000000
Umman	6481,821	12068,79	4405,430	1365,883	2,107064	7,894077	907,2113	0,000000
Katar	8984,298	14350,50	8331,140	2134,500	0,321617	2,981877	9,006189	0,000000
S.Arabistan	8038,591	20624,84	4424,230	2416,898	2,125148	9,629641	1348,873	0,000000
Bahreyn	1653,037	2948,970	1035,300	528,3325	0,957687	2,663498	82,25612	0,000000

* ADX, Abu Dhabi Endeksini, DFM Dubai Endeksini, Std.Sapma Standart sapmayı, J-B ise, Jarque-Bera test istatistiğini ifade etmektedir.

¹²¹ Ferhat Başkan Özgen, Bülent Güloğlu, “Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi”, ODTÜ Gelişme Dergisi, C.31, Haziran 2004, s. 101

Tablo 2.1'e göre 2006-2016 yıllarına ait istatistikler arasında en yüksek ortalama fiyata sahip ülke 58132,41 ile Türkiye'dir. İkinci sırada 8984,298 ile Katar ve üçüncü sırada 8244,519 ile Kuveyt bulunmaktadır. Maksimum fiyat yine 91924,84 ile Türkiye'ye aittir ve Türkiye'yi, 20624,84 ile Suudi Arabistan ve 15562,60 ile Kuveyt izlemektedir. En düşük minimum değer 1035,300 ile Bahreyn Borsası endeksinde ve 1327,540 ile Birleşik Arap Emirlikleri'ne ait Dubai Borsası endeksinde gözlemlenmiştir. Seriler çarpıklık katsayısı sıfır ise normal dağılım yani simetrik dağılım, sıfırdan küçükse sola eğik ve sıfırdan büyükse sağa eğik dağılım özelliği gösterirler. Basıklık katsayısı 3 ise dağılım normal, 3'ten küçük olduğunda basık, 3'ten büyük olduğunda normal dağılımdan daha dik/şişkindir. Tabloya bakıldığında, Türkiye'ye ilişkin serinin negatif çarpıklık katsayısına sahip/sola eğik olduğu, incelenen diğer ülke endekslerinin ise pozitif çarpıklık katsayısına sahip/sağa eğik olduğu görülmektedir. Basıklık/diklik katsayıları incelendiğinde; Abu Dhabi, Dubai, Türkiye borsaları endekslerinin basık, Bahreyn ve Katar endekslerinin normale yakın/basık, Ürdün ve Kuveyt'in normale yakın/şişkin ve Umman ve Suudi Arabistan borsa endekslerinin fazlaca şişkin/dik olduğu sonucuna varılabilir.

İncelenen hisse senedi endekslerinin genel dönem getirilerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 2.2'de verilmiştir.

Tablo 2.2. Genel Dönem/Getiri Serisi'ne İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

<i>Genel Dönem/Getiri</i>	Ortalama	Maksimum	Minimum	Std.Sapma	Çarpıklık	Basıklık	J-B	Olasılık
Türkiye	0,001032	0,157580	-0,192733	0,038280	-0,352861	5,144566	110,6519	0,000000
BAE/ADX	-0,000346	0,103201	-0,209986	0,029528	-1,699955	12,60781	2254,830	0,000000
BAE/DFM	-0,001687	0,135719	-0,283905	0,041756	-1,398273	10,30286	1327,516	0,000000
Ürdün	-0,001441	0,071367	-0,134172	0,021746	-1,405751	10,34032	1341,246	0,000000
Kuveyt	-0,001368	0,059974	-0,107237	0,020314	-1,206494	6,905193	457,4606	0,000000
Umman	0,000126	0,123794	-0,196173	0,027298	-1,689744	14,77854	3259,616	0,000000
Katar	0,0000132	0,119818	-0,229730	0,034756	-1,144662	10,36920	1292,645	0,000000
S.Arabistan	-0,001778	0,137621	-0,238383	0,038706	-1,300272	9,457643	1052,072	0,000000
Bahreyn	-0,001143	0,045196	-0,084813	0,014557	-0,926064	7,422814	499,1106	0,000000

*ADX, Abu Dhabi Endeksini, DFM Dubai Endeksini, Std.Sapma Standart Sapmayı, J-B ise; Jarque-Bera test istatistiğini ifade etmektedir.

Tablo 2.2'de incelenen değişkenler arasında Türkiye, Umman ve Katar borsalarına ait hisse senedi endekslerinin getirileri incelendiğinde, üçünde de pozitif getiri gözlemlenirken, Katar ve Umman endekslerinin getirilerinin birbirine benzer

olduğu sonucuna varılabilir. Maksimum getiri 0,15 ile Borsa İstanbul'da gözlemlenmiş, en düşük minimum getiri ise -0,28 ile Birleşik Arap Emirlikleri/Dubai Borsası endeksinde görülmüştür. Standart sapması en yüksek olan ülke endeksi, yine 0,04 ile Dubai endeksinde gözlenmiştir. Çarpıklık ve basıklık değerleri incelendiğinde, araştırmaya dahil edilen tüm endekslerin değerlerinin negatif çarpıklık katsayısına sahip/sola eğik olduğu gözlenmiştir. Basıklık katsayıları incelendiğinde ise, tüm endekslere ait olan katsayıların oldukça şişkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 2.3'e bakıldığında çalışmaya dahil edilen borsa endekslerinin 04.01.2006- 31.12.2010 ve 05.01.2011-31.12.2015 yıllarına ilişkin iki dönem altında incelenip detaylandırılan ve fiyat-getiri bazında iki panel altına incelenen tanımlayıcı istatistiklerine ulaşılabilir.

Tablo 2.3. Tanımlayıcı İstatistikler

<i>Panel I/fiyat</i>	Türkiye	BAE/ADX	BAE/DFM	Ürdün	Kuveyt	Umman	Katar	S.Arabistan	Bahreyn
1.Dönem Ortalama	44508,49	3398,76	3576,683	3164,028	9884,595	6707,848	7854,851	8260,62	2041,48
2.Dönem Ortalama	71652,32	3610,238	2739,685	2065,991	6616,962	6257,518	10136,89	7818,258	1267,56
1.Dönem Maksimum	71006,82	5222	8013,99	5043,72	15562,6	12068,79	12443,4	20624,84	2948,97
2.Dönem Maksimum	91924,84	5253,41	5302,09	2469,46	8300,51	7545,02	14350,5	11068,8	1494,03
1.Dönem Minimum	21965,96	2136,64	1433,14	2248,32	6430,9	4405,43	4281,29	4424,23	1366,29
2.Dönem Minimum	50182,53	2336,98	1327,54	1809,93	5615,12	5359,3	7489,25	5323,27	1035,3
1.Dönem Std.Sapma	10739,86	828,0659	1747,025	659,4415	2681,889	1823,816	1698,888	3143,033	490,7265
2.Dönem Std.Sapma	9961,134	992,2385	1247,002	117,0888	754,4406	567,3718	1821,788	1326,506	136,9738
1.Dönem Çarpıklık	0,1372	0,7161	0,2406	0,6576	0,4391	1,4365	0,7462	1,7258	0,2034
2.Dönem Çarpıklık	-0,1871	0,1454	0,4388	0,4650	0,5421	0,2974	0,5816	0,5982	0,0721
1.Dönem Basıklık	2,7560	2,2725	1,8191	2,5802	1,9855	4,1756	3,1668	6,2023	1,7145
2.Dönem Basıklık	2,0252	1,3513	1,6954	3,6480	1,9230	1,9561	1,8945	2,2689	1,599
1.Dönem J-B	1,4609	27,9540	17,6155	20,6525	19,5037	104,4047	24,435	240,17	19,6938
2.Dönem J-B	11,9014	30,5950	26,9865	14,0287	25,4974	15,759	28,113	21,4607	21,6368
1.Dönem Olasılık	0,4816	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2.Dönem Olasılık	0,0026	0,0000	0,0000	0,0008	0,0000	0,0003	0,0000	0,0000	0,0000
Panel II/ Getiri	Türkiye	BAE/ADX	BAE/DFM	Ürdün	Kuveyt	Umman	Katar	S.Arabistan	Bahreyn
1.Dönem Ortalama	0,0017	-0,0025	-0,0059	-0,0025	-0,0019	0,0011	-0,0008	-0,0038	-0,0017
2.Dönem Ortalama	0,0003	0,0017	0,0025	-0,0004	-0,0008	-0,0008	0,0007	0,0001	-0,0006
1.Dönem Maksimum	0,1575	0,1032	0,1357	0,0713	0,0599	0,1015	0,1198	0,1115	0,0451
2.Dönem Maksimum	0,0833	0,0644	0,1260	0,0561	0,0543	0,1237	0,1073	0,1376	0,0357
1.Dönem Minimum	-0,1927	-0,2100	-0,2839	-0,1342	-0,1072	-0,1962	-0,2297	-0,2384	-0,0848
2.Dönem Minimum	-0,1018	-0,0736	-0,1487	-0,0353	-0,0600	-0,1244	-0,0920	-0,1627	-0,0658
1.Dönem Std.Sapma	0,0436	0,0365	0,0468	0,0282	0,0242	0,0335	0,0432	0,0482	0,0171
2.Dönem Std.Sapma	0,0322	0,0202	0,0355	0,0122	0,0156	0,0194	0,0235	0,0260	0,0115
1.Dönem Çarpıklık	-0,3619	-1,6660	-1,6574	-1,2479	-1,2648	-1,7878	-1,1440	-1,1000	-0,9366
2.Dönem Çarpıklık	-0,3495	-0,1530	-0,4960	0,6163	-0,4900	-0,6111	-0,0902	-1,0646	-0,5206
1.Dönem Basıklık	5,1908	10,0984	10,7434	6,8984	5,8951	11,5666	8,0868	6,6510	6,1926
2.Dönem Basıklık	3,2895	4,0039	5,1933	5,4625	5,2709	16,0682	6,1015	12,9128	7,5439
1.Dönem J-B	57,4527	663,5871	765,6495	231,2379	159,5098	929,9406	335,7389	196,0865	147,8694
2.Dönem J-B	6,2503	12,0256	63,2598	82,78659	66,77905	1880,6430	105,3674	1122,217	237,2270
1.Dönem Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2.Dönem Olasılık	0,0439	0,0024	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

*ADX, Abu Dhabi Endeksini, DFM Dubai Endeksini, Std.Sapma Standart Sapmayı, J-B ise; Jarque-Bera test istatistikini ifade etmektedir

Tablo 2.3’de verilen Panel I’e bakıldığında, 1.dönem (04.01.2006-31.12.2010) en yüksek ortalama fiyat 44508,49 ve en yüksek değer, 71006,82 ile Türkiye endeksinde gözlemlenmiştir. En düşük değer 1366,29 ile Bahreyn borsası endeksinde gözlemlenir. Çarpıklık katsayıları incelendiğinde tüm fiyat serilerinin

pozitif çarpıklık katsayısına sahip olduğu görülmüş ve basıklık katsayılarına bakıldığında Birleşik Arap Emirlikleri, Ürdün, Kuveyt ve Bahreyn endekslerine ait değerlerin basık olduğu, Türkiye'nin normallik seviyesine yakın basık olduğunu, Katar'ın basıklık endeksinin normallik seviyesine yakın olduğunu, Umman ve Suudi Arabistan'a ait değerlerin ise şişkin olduğu sonucuna ulaşmak mümkündür. Yine Panel I'de ikinci döneme ait değerler incelendiğinde ise, en yüksek ortalama fiyat ve en yüksek fiyatın yükselerek, 71652,32 ve 91924,84 ile Türkiye'ye ait olduğunu, En düşük fiyatın yine 1035,3 ile Bahreyn borsa endeksine ait olduğunu söylemek mümkündür. İkinci dönem çarpıklık katsayıları incelendiğinde tek negatif çarpıklık katsayısı Türkiye'ye ait gözlemlenir. Basıklık değerlerinde ise Ürdün hariç tüm endekslerin basık olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Getiri serisine ait değerler incelendiğinde, 1.dönemde yalnızca Türkiye ve Umman endekslerinde pozitif getiriye ulaşılmıştır. En yüksek maksimum getiri %15 ile Türkiye'de oluşmuş, Türkiye'yi %13 ile BAE/Dubai borsa endeksi izlemiştir. En düşük getiri-%28 ile BAE/Dubai endeksinde gözlemlenirken, ikinci en düşük getiri - %23 ile Suudi Arabistan borsa endeksinde gözlemlenmiştir. Birinci dönemde standart sapması en yüksek olan ülkeler sırasıyla %4,82 ile Suudi Arabistan, %4,68 ile BAE/Dubai, %4,36 ile Türkiye'dir. Birinci dönem çarpıklık katsayılarının tamamı negatif/sola eğik, basıklık katsayılarının ise tümünün fazlaca şişkin olduğu sonucuna varılabilir.

Panel II, ikinci dönem değerleri incelendiğinde ise (05.01.2011-31.12.2015) Türkiye'de birinci dönemde gözlemlendiği gibi pozitif ortalama getiri gözlemlenmiş, BAE, Katar ve Suudi Arabistan'da birinci dönemde negatif getiri oluşmasına karşın ikinci dönemde pozitif getiri gözlemlenmiştir. Umman'da ekonomik kriz yıllarını içeren birinci dönemde pozitif getiri gözlemlenmiş olmasına karşın, ikinci dönemde negatif getiri gözlemlenmiştir. Kuveyt, Ürdün ve Bahreyn'de birinci dönemde olduğu gibi yine negatif getiri gözlemlenmiştir. İkinci dönem maksimum getirilere bakıldığında, Türkiye'de birinci dönemde %15 değeriyle en yüksek getiri gözlenmiş olmasına rağmen ikinci dönemde bu %8'e gerilemiş, en yüksek getiri %13 ile Suudi Arabistan'da gözlemlenmiştir. Suudi Arabistan'ı %12, 60 ile Dubai endeksi, %12,37 ile Umman endeksi izlemiştir. Standart sapmalar incelendiğinde araştırmaya dahil edilen tüm endekslerde birinci döneme kıyasla düşme eğilimi görülmüş, en yüksek standart sapma %3,55 ile Dubai endeksinde gözlemlenmiş, en düşük standart sapma ise %1,15 ile Bahreyn'de gözlemlenmiştir. Çarpıklık katsayıları incelendiğinde

Ürdün göze çarpmaktadır. Birinci dönemde diğer serilerle beraber negatif çarpıklık katsayısına sahipken ikinci dönemde, 0,61 ile pozitif /sağa çarpık olduğu gözlemlenmektedir. Kalan getiri serileri, birinci dönemde olduğu gibi sola çarpıktır. Ancak negatiflik değerleri azalarak normale yaklaşma eğilimi göstermektedir. Basıklık katsayıları birinci dönem gözlemlerinde olduğu gibi oldukça şişkin görülmektedir.

Tablo 2.4'te ve Tablo 2.5'te incelenen ülkelerin genel dönem 2006-2016 yıllarına ait fiyat ve getiriye ilişkin korelasyon katsayıları yer almaktadır. Tablo 2.6'da ise birinci dönem 2006-2010, ve ikinci dönem 2011,2016 yıllarına ait, fiyat ve getiri serilerine ait korelasyon katsayıları Panel I ve Panel II adı altında iki alt dönem olarak incelenmiştir. Tablo 2.4'te Fiyat serisine ilişkin en yüksek korelasyon katsayısının %95 ile Kuveyt ve Bahreyn arasında olduğu görülmektedir. Bir diğer yüksek korelasyon katsayısı ise, %93 ile Bahreyn ve Ürdün arasındadır. En yüksek negatif korelasyon -%68 ile Türkiye ve Ürdün arasında gerçekleşmiştir.

Tablo 2.4. Genel Dönem Fiyat Serisine İlişkin Korelasyon Katsayıları

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	0,27	1,00							
BAE/DFM	-0,11	0,84	1,00						
ÜRDÜN	-0,68	0,31	0,67	1,00					
KUVEYT	-0,53	0,42	0,71	0,91	1,00				
UMMAN	-0,62	0,54	0,44	0,48	0,64	1,00			
KATAR	0,60	0,83	0,51	-0,08	0,03	0,45	1,00		
S.ARABİSTAN	0,01	0,66	0,82	0,47	0,43	0,13	0,46	1,00	
BAHREYN	-0,02	0,36	0,70	0,93	0,95	0,54	-0,04	0,40	1,00

*ADX,Abu Dhabi Endeksini,DFM Dubai Endeksini ifade etmektedir.

Tablo 2.5'te getiri serisine ilişkin korelasyon katsayıları incelendiğinde negatif korelasyonun bulunmaması, incelenen ülkeler arasındaki olası otokorelasyon ilişkisinin ipuçlarını vermektedir. Tablo 'da göze çarpan en yüksek korelasyon %84 ile Abu Dhabi ve Dubai borsası endeksleri arasındadır ki bu da aynı ülkeye ait iki farklı endeks olmaları sebebiyle beklenen bir sonuçtur. Tablo 'da görülen diğer yüksek korelasyonlar, %60 ile Umman ve BAE/Abu Dhabi arasında, %59 ile Katar

ve BAE arasında, %55 ile Katar ve Umman arasında, %49 ile Suudi Arabistan ve Dubai arasında gözlemlenebilir. Türkiye hariç araştırmaya dahil edilen tüm ülkeler arasında yüksek bir korelasyon ilişkisi mevcuttur. Bu da bu ülkelerin aynı ekonomik birliğe sahip olmaları (GCC council), coğrafi konumları, üretim yapıları ve tüketim tercihlerinin benzerlikler taşımalarına bağlanabilir. Göreceli olarak düşük korelasyon ilişkileri incelendiğinde, Türkiye ve Katar endeksleri arasında %16 korelasyon gözlemlenmiştir. Bunu %15 ile Türkiye ve Dubai, %14 ile Kuveyt ve Türkiye izlemektedir. En düşük korelasyon katsayısı ise, %1 ile Bahreyn ve Türkiye arasında gerçekleşmiştir. Ülkeler arasında gözlemlenecek düşük korelasyonlar portföy yöneticileri arasında istenen bir durumdur. Oluşturulan portföy içerisindeki menkul kıymetlerin arasındaki korelasyon ne kadar az ise, çeşitlendirme fırsatı o kadar artacaktır.

Tablo 2.5. Getiri Serisine İlişkin Korelasyon Katsayıları

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	0,10	1,00							
BAE/DFM	0,15	0,84	1,00						
ÜRDÜN	0,12	0,37	0,38	1,00					
KUVEYT	0,14	0,46	0,50	0,33	1,00				
UMMAN	0,12	0,60	0,59	0,37	0,48	1,00			
KATAR	0,16	0,59	0,59	0,46	0,48	0,55	1,00		
S.ARABİSTAN	0,11	0,48	0,49	0,34	0,40	0,42	0,48	1,00	
BAHREYN	0,01	0,42	0,45	0,28	0,47	0,42	0,42	0,35	1,00

*ADX, Abu Dhabi Endeksini, DFM Dubai Endeksini ifade etmektedir.

Değişkenlerin fiyat ve getiri serilerinin birbirleriyle olan korelasyonu Tablo 2.6’da sunulmuştur. Panel I’den fiyat serilerinin, Panel II’den getiri serilerinin birinci dönem (04.01.2006-31.12.2010) ve ikinci dönem (05.01.2011-31.12.2015) adı altında korelasyon katsayıları incelenebilir.

Tablo 2.6. Korelasyon Katsayıları

Panel I

Fiyat / Birinci Dönem

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	-0,05	1,00							
BAE/DFM	-0,12	0,90	1,00						
ÜRDÜN	-0,31	0,91	0,88	1,00					
KUVEYT	-0,15	0,89	0,85	0,88	1,00				
UMMAN	0,14	0,67	0,38	0,56	0,69	1,00			
KATAR	0,18	0,90	0,71	0,78	0,77	0,78	1,00		
S.ARABİSTAN	-0,01	0,70	0,82	0,66	0,48	0,04	0,57	1,00	
BAHREYN	-0,22	0,86	0,86	0,86	0,97	0,63	0,69	0,48	1,00

Fiyat / İkinci Dönem

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	0,63	1,00							
BAE/DFM	0,60	0,98	1,00						
ÜRDÜN	0,22	0,39	0,39	1,00					
KUVEYT	0,33	0,49	0,45	0,20	1,00				
UMMAN	0,39	0,69	0,70	0,55	0,81	1,00			
KATAR	0,57	0,95	0,97	0,41	0,38	0,68	1,00		
S.ARABİSTAN	0,57	0,89	0,92	0,32	0,53	0,76	0,92	1,00	
BAHREYN	0,28	0,64	0,67	0,78	0,29	0,68	0,71	0,62	1,00

Panel II

Getiri / Birinci Dönem

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	0,10	1,00							
BAE/DFM	0,15	0,87	1,00						
ÜRDÜN	0,14	0,41	0,44	1,00					
KUVEYT	0,14	0,48	0,49	0,36	1,00				
UMMAN	0,12	0,63	0,59	0,40	0,48	1,00			
KATAR	0,18	0,57	0,56	0,50	0,48	0,55	1,00		
S.ARABİSTAN	0,12	0,49	0,48	0,37	0,38	0,40	0,45	1,00	
BAHREYN	0,06	0,48	0,50	0,32	0,50	0,48	0,44	0,38	1,00

Getiri / İkinci Dönem

ÜLKELER	TÜR	ADX	DFM	ÜRDN	KVYT	UMMN	KTR	S.ARA	BAH.
TÜRKİYE	1,00								
BAE/ADX	0,12	1,00							
BAE/DFM	0,16	0,81	1,00						
ÜRDÜN	0,06	0,23	0,23	1,00					
KUVEYT	0,13	0,43	0,53	0,25	1,00				
UMMAN	0,13	0,54	0,61	0,29	0,49	1,00			
KATAR	0,13	0,65	0,68	0,29	0,46	0,55	1,00		
S.ARABİSTAN	0,10	0,45	0,54	0,22	0,46	0,46	0,59	1,00	
BAHREYN	-0,06	0,28	0,34	0,17	0,39	0,29	0,34	0,30	1,00

*ADX, Abu Dhabi Endeksini, DFM Dubai Endeksini ifade etmektedir

Fiyat serilerine ilişkin katsayılar incelendiğinde, kriz yıllarını içeren birinci dönemde körfez ülkeleri içinde yüksek korelasyon oranlarına rastlanmıştır. Türkiye ile en yüksek korelasyon ilişkisi birinci dönemde %18 ile Katar iken, kriz sonrası

dönemi içeren ikinci dönem değerlerinde en yüksek korelasyon ilişkisi Birleşik Arap Emirliklerine ait olan %63 ile Abu Dhabi, %60 ile Dubai endeksleri arasındadır. Birinci dönemde negatiflerde ve göreceli olarak düşük olan Türkiye ile ilgili bağlanım ilişkileri, ikinci dönemde yükselmiş, %20'lerin üzerine çıkmıştır. Körfez ülkelerine ait korelasyon oranları incelendiğinde, ADX endeksinin, Ürdün ile olan korelasyon ilişkisi, birinci dönemde %91 iken, ikinci dönemde %39 olarak görülmektedir. Yine ADX endeksinin, Kuveyt ile olan korelasyon oranı birinci dönem %89 iken, ikinci dönem %49 olarak görülmüştür.

Tablo 2.6'nın Panel II bölümünde sunulan getiri serilerinin korelasyon katsayıları incelendiğinde ise, birinci dönem ve ikinci döneme ilişkin en yüksek korelasyon ilişkisi yine BAE'ye ait olan DFM ve ADX endeksleri arasında görülmektedir. Türkiye ve Ürdün arasındaki birinci dönem korelasyon ilişkisi %14 iken, ikinci dönem %6 seviyelerine gerilemiştir. Birinci dönemde herhangi bir negatif korelasyon ilişkisine rastlanamamıştır. Bahreyn ve Türkiye endekslerine bakıldığında birinci dönemde %6 ile pozitif korelasyon görülmekteyken bu oran ikinci dönemde negatif olmuş-%6 olarak izlenmiştir. Birinci dönemde görülen diğer yüksek korelasyon oranları, %63 ile Abu Dhabi ve Umman, %57 ile Abu Dhabi ve Katar, %55 ile Umman ve Katar, %49 ile Suudi Arabistan ve Abu Dhabi, %48 ile Kuveyt ve Katar arasında gözlenmiştir. İkinci dönemi temsil eden 05.01.2011-31.12.2015 yılları arasında ise, en yüksek korelasyon katsayıları ise, %68 ile Katar ve Dubai endeksleri arasında görülmüş ve birinci dönemde %45 oranında olmasına rağmen ikinci dönemde yükselerek %59 olan Suudi Arabistan ve Katar arasında gözlenmiştir. İkinci dönem negatif olan tek korelasyon ilişkisi Türkiye ve Bahreyn arasındadır, ve bu değeri takip eden diğer düşük korelasyon oranları sırasıyla Türkiye ve Ürdün %6, Türkiye ve Suudi Arabistan %10 olarak gözlemlenmiştir. Türkiye ile en yüksek korelasyon ilişkisi ikinci dönemde %16 ile Dubai borsası endeksidir.

2.4.2. Durağanlık Sınaması : Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF-Augmented Dickey Fuller) ve Phillips Perron (PP) Birim Kök Testleri Sonuçları

Araştırmanın bir sonraki bölümünde yapılacak olan Johansen Koentegrasyon Analizinin ön koşulu, serilerin aynı düzeyde durağan olmasını gerektirmektedir. Haftalık olarak incelenen serilerin durağanlığını araştırmak için bu bölümde öncelikli olarak Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi kullanılmıştır. Ve araştırma sonuçlarını daha güvenilir hale getirmek açısından ikincil olarak Phillips Perron (PP) birim kök testinden yardım alınmıştır. Yapılacak olan analiz için hipotez H_0 durağan

değildir, ve H_1 durağandır şeklinde kurulmuştur. Kullanılmış olan Augmented Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 2.7’de, Phillips Perron birim kök testi sonuçları ise Tablo 2.8’de sunulmuştur.

Tablo.2.7 Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi Sonuçları

Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi (ADF)					
	t-ist	p-değ		t-ist*	p-değ*
1.Dönem Türkiye	-0,5778	0,8718	1.Dönem Türkiye	-16,9152	0,0000
2.Dönem Türkiye	-1,9177	0,3239	2.Dönem Türkiye	-16,0918	0,0000
1.Dönem BAE/ADX	-2,0012	0,2863	1.Dönem BAE/ADX	-14,7363	0,0000
2.Dönem BAE/ADX	-0,7811	0,8223	2.Dönem BAE/ADX	-15,2535	0,0000
1.Dönem BAE/DFM	-2,4972	0,1173	1.Dönem BAE/DFM	-12,7649	0,0000
2.Dönem BAE/DFM	-1,0097	0,7503	2.Dönem BAE/DFM	-15,7274	0,0000
1.Dönem Ürdün	-1,8248	0,3679	1.Dönem Ürdün	-16,1759	0,0000
2.Dönem Ürdün	-2,7162	0,0726	2.Dönem Ürdün	-16,5824	0,0000
1.Dönem Kuveyt	-1,0150	0,7484	1.Dönem Kuveyt	-7,7836	0,0000
2.Dönem Kuveyt	-1,1560	0,6938	2.Dönem Kuveyt	-12,9308	0,0000
1.Dönem Umman	-2,2731	0,1816	1.Dönem Umman	-3,4841	0,0092
2.Dönem Umman	-1,5753	0,4938	2.Dönem Umman	-12,7116	0,0000
1.Dönem Katar	-1,9362	0,3153	1.Dönem Katar	-14,8118	0,0000
2.Dönem Katar	-1,2722	0,6430	2.Dönem Katar	-15,3747	0,0000
1.Dönem S.Arabistan	-2,9495	0,0412	1.Dönem S.Arabistan	-15,3501	0,0000
2.Dönem S.Arabistan	-1,3030	0,6287	2.Dönem S.Arabistan	-16,5746	0,0000
1.Dönem Bahreyn	-0,4587	0,8955	1.Dönem Bahreyn	-7,8959	0,0000
2.Dönem Bahreyn	-1,2464	0,6547	2.Dönem Bahreyn	-15,3731	0,0000

*Serilerin birinci farkı alınmıştır.

** Birinci dönem için, düzeyde kritik değerler; %1,%5 ve %10 için sırasıyla; -3,455486,-2,872499,-2,572684'dür.

Birinci farkında kritik değerler ise %1,%5 ve %10 için sırasıyla; -3,445585,-2,872542 ve -2,572707'dir.

*** İkinci dönem için, düzeyde kritik değerler;%1,%5 ve %10 için sırasıyla;-3,455289,-2,872413,-2,572638'dir.

Birinci farkında kritik değerler ise %1,%5 ve %10 için sırasıyla; -3,455387,-2,872455 ve -2,572660'dır.

Tablo 2.7’ye bakıldığında, Birinci dönemi ifade eden 04.01.2006-31.12.2010 yıllarına ait değerler incelendiğinde, Suudi Arabistan hariç hiçbir ülke fiyat serisinin düzeyde durağan olmadığı yani eşbütünleşme testi için ön koşul olan durağanlığın sağlanamadığı gözlemlenmektedir. Suudi Arabistan gerekli koşulları taşımadığı, düzeyde durağan olduğu için çalışmanın bundan sonraki bölümünde çalışma dışı bırakılacaktır. 05.01.2011-31.12.2015 dönemini içeren değerler incelendiğinde ise, fiyat serileri ile yapılmış ADF testi, tüm endekslerin düzeyde durağan olmadığını göstermektedir. Birinci ve ikinci dönemlerle yapılmış birim kök testinin birinci

farkında serilerin aynı düzeyde olduğu, yapılan çalışmanın %5 güvenirlilik seviyesinde olduğu gözlemlenebilmektedir.

Tablo.2.8. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Phillips-Perron Birim Kök Testi (PP)					
	t-ist	p-değ		t-ist*	p-değ*
1.Dönem Türkiye	-0,6911	0,8458	1.Dönem Türkiye	-16,9146	0,0000
2.Dönem Türkiye	-1,9534	0,3075	2.Dönem Türkiye	-16,0934	0,0000
1.Dönem BAE/ADX	-2,1014	0,2444	1.Dönem BAE/ADX	-14,9180	0,0000
2.Dönem BAE/ADX	-0,7999	0,8171	2.Dönem BAE/ADX	-15,2516	0,0000
1.Dönem BAE/DFM	-2,0315	0,2733	1.Dönem BAE/DFM	-12,8116	0,0000
2.Dönem BAE/DFM	-1,0345	0,7413	2.Dönem BAE/DFM	-15,7368	0,0000
1.Dönem Ürdün	-1,9183	0,3236	1.Dönem Ürdün	-16,2879	0,0000
2.Dönem Ürdün	-2,7578	0,0659	2.Dönem Ürdün	-16,5894	0,0000
1.Dönem Kuveyt	-0,9472	0,7720	1.Dönem Kuveyt	-12,3893	0,0000
2.Dönem Kuveyt	-1,1815	0,6830	2.Dönem Kuveyt	-13,0374	0,0000
1.Dönem Umman	-1,5398	0,5119	1.Dönem Umman	-15,5097	0,0000
2.Dönem Umman	-1,6554	0,4528	2.Dönem Umman	-14,0332	0,0000
1.Dönem Katar	-2,1491	0,2258	1.Dönem Katar	-14,8960	0,0000
2.Dönem Katar	-1,1437	0,6988	2.Dönem Katar	-15,5166	0,0000
1.Dönem S.Arabistan	-2,9418	0,0420	1.Dönem S.Arabistan	-15,3493	0,0000
2.Dönem S.Arabistan	-1,4103	0,5772	2.Dönem S.Arabistan	-16,6168	0,0000
1.Dönem Bahreyn	-0,4399	0,8989	1.Dönem Bahreyn	-15,1135	0,0000
2.Dönem Bahreyn	-1,3324	0,6149	2.Dönem Bahreyn	-15,5436	0,0000

*Serilerin birinci farkı alınmıştır.

** Birinci dönem için, düzeyde kritik değerler; %1,%5 ve %10 için sırasıyla -3.455486,-2.872499 ve -2.572684'dır.

Birinci farkında kritik değerler ise %1,%5 ve %10 için sırasıyla; -3.455585,-2.872542 ve -2.572707'dir.

*** İkinci dönem için, düzeyde kritik değerler;%1,%5 ve %10 için sırasıyla;-3.455289,-2.872413 ve -2.572638'dir.

Birinci farkında kritik değerler ise %1,%5 ve %10 için sırasıyla;-3.455387,-2.872455 ve -2.572660'dır.

Phillips-Perron Birim Kök Testi sonuçlarının incelendiği Tablo 2.8'e bakıldığında, Suudi Arabistan'ın yine düzeyde durağan olduğu, diğer serilerin ise düzeyde durağan olmadığı görülmüştür. Serilerin birinci farkı alındığında, tamamı düzeyde durağan hale gelmekte, koentegrasyon testinin ön koşulunu yerine getirmektedir.

VAR yaklaşımı içinde Johansen Koentegrasyon analizi yöntemi izlenirken gecikme uzunluğu seçimi önemli noktalardan birini oluşturmaktadır. Gecikme uzunluklarının belirlenmesi için uygulanan testte, AIC ve SC seçim kriterleri kullanılmış, seçim Akaike bilgi kriteri kullanılarak yapılmıştır. İlgili değerler Tablo

2.9’ da verilmiştir.

Tablo.2.9 Gecikme Uzunluklarının Seçimi

<i>Panel I</i>	Gecikme Uzunluğu		Seçim Kriteri
Türkiye-BAE/ADX			
1.Dönem	-7,180291	8	AIC
2.Dönem	-8,967700	1	AIC
Türkiye-BAE/DFM			
1.Dönem	-6,722992	8	AIC
2.Dönem	-7,853495	1	AIC
Türkiye-Ürdün			
1.Dönem	-7,846750	8	AIC
2.Dönem	-10,02356	2	AIC
Türkiye-Kuveyt			
1.Dönem	-8,120086	8	AIC
2.Dönem	-9,595198	1	AIC
Türkiye-Umman			
1.Dönem	-7,433749	8	AIC
2.Dönem	-9,077030	2	AIC
Türkiye-Katar			
1.Dönem	-6,928396	1	AIC
2.Dönem	-8,701338	1	AIC
Türkiye-Bahreyn			
1.Dönem	-8,800681	2	AIC
2.Dönem	-10,15709	1	AIC

*AIC Akaike Bilgi Kriterini ifade etmektedir.

Tablo 2.9’da Panel I adı altında, ilgili ülkelere ait olan ve çalışmada kullanılan serilerin 5’er yıllık iki alt döneme ilişkin gecikme uzunluğu bulguları yer almaktadır. Buna göre ilk 5 yıllık dönemi ifade eden birinci dönem gecikme uzunlukları sırasıyla Türkiye ve Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Kuveyt ve Umman için 8 olarak belirlenmiş, Katar 1 ve Bahreyn 2 olarak seçilmiştir. İkinci dönemi ifade eden ikinci 5 yıllık dönemde ise yine sırası ile, Türkiye ve Abu Dhabi, Dubai, Kuveyt, Katar ve Bahreyn 1, Ürdün ve Umman ise 2 olarak belirlenmiştir. Seçim Akaike Bilgi Kriteri kullanılarak yapılmıştır.

2.4.3. Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları

Tablo 2.10 ve Tablo 2.11’de Türkiye Hisse Senedi endeksi serisi ve incelenen diğer ülke endeksleri serileri arasındaki Johansen Koentegrasyon testi bulguları yer almaktadır. Tabloların *Panel-I* ve *Panel-II* olarak ayrı ayrı ele alınmasının sebebi 5’er yıllık dönemleri ifade etmeleridir. İncelenen 6 ülke ve 7 endeks arasında VAR

modeli kurularak yapılan çalışma sonucunda, AIC kriterinden yararlanılarak gecikme uzunlukları seçilmiştir. Ülkeler arasında eşbütünleşme olmadığını ifade eden H_0 hipotezi ve ülkeler arasındaki en az 1 eşbütünleşmeyi ifade eden H_1 alternatif hipotezi kurulmuştur. Johansen Koentegrasyon analizi bünyesindeki Trace (iz) istatistiği ve Max-Eigenvalue istatistikleri incelenirken, çalışma %5 anlamlılık düzeyi araştırılarak yapılmıştır.

Tablo. 2.10 Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları/Panel I

<i>Panel/I</i>			İz (Trace) İstatistiği	Max.Özdeğer (Max Eigenvalue)	<i>AIC</i>
	H_0	H_A	A_{trace}^*	A_{max}^{**}	
Türkiye / BAE-ADX	$r = 0$	$r \geq 1$	50,87921	36,824803	8
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	14,05438	14,05438	
Türkiye/ BAE-DFM	$r = 0$	$r \geq 1$	51,91201	39,75566	8
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	12,35635	12,15635	
Türkiye / Ürdün	$r = 0$	$r \geq 1$	46,14737	26,00700	8
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	20,14037	20,14037	
Türkiye / Kuveyt	$r = 0$	$r \geq 1$	37,11538	14,26460	8
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	9,981505	9,981505	
Türkiye / Umman	$r = 0$	$r \geq 1$	39,07444	28,30866	8
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	10,76758	10,76758	
Türkiye / Katar	$r = 0$	$r \geq 1$	188,8824	109,0981	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	79,78427	79,78427	
Türkiye / Bahreyn	$r = 0$	$r \geq 1$	109,3482	65,84695	2
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	43,50125	43,50125	

* kritik değerler % 5 düzeyinde sıfır bütünsel vektör için 15.49471, en az bir bütünsel vektör için 3.841466 ve $r=0$ ve $r \leq$ sıfır hipotezine karşılık, $r \geq 1$ ve $r \geq 2$ alternatif hipotezleri ile test edilmektedir.

** kritik değerler % 5 düzeyinde sıfır bütünsel vektör için 14.26460, en az bir bütünsel vektör için 3.841466 ve $r=0$ ve $r \leq$ sıfır hipotezine karşılık $r=1$ ve $r=2$ alternatif hipotezleri ile test edilmektedir.

Tablo 2.10' a birinci döneme ait Johansen Koentegrasyon bulguları yer almaktadır. Yapılan analiz sonucunda, Trace ve Max-Eigenvalue istatistiklerinin kritik değerden büyük olmasına bağlı olarak sıfır hipotezi ret edilmektedir. Bu durum incelenen seriler arasında koentegrasyona işaret etmektedir. Modelde koentegrasyon çıkması durumu, incelenen seriler arasında uzun dönemli ilişki olduğuna işaret eder.

Tablo. 2.11 Johansen Koentegrasyon Testi Bulguları/Panel II

<i>Panel/II</i>	H_0	H_A	İz (Trace) İstatistiği	Max.Özdeğer (Max Eigenvalue)	AIC
Türkiye / BAE-ADX	$r = 0$	$r \geq 1$	201,7744	103,9312	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	97,84315	97,84315	
Türkiye /BAE-DFM	$r = 0$	$r \geq 1$	208,9443	111,9811	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	96,96323	96,96323	
Türkiye / Ürdün	$r = 0$	$r \geq 1$	137,3060	79,17576	2
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	58,13026	58,13026	
Türkiye / Kuveyt	$r = 0$	$r \geq 1$	191,2005	100,7757	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	90,42475	90,42475	
Türkiye / Umman	$r = 0$	$r \geq 1$	155,6509	84,66148	2
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	70,98940	70,98940	
Türkiye / Katar	$r = 0$	$r \geq 1$	219,1116	120,3499	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	98,76169	98,76169	
Türkiye / Bahreyn	$r = 0$	$r \geq 1$	190,4022	102,4990	1
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	87,90312	87,90312	

* kritik değerler % 5 düzeyinde sıfır bütünlük vektör için 15.49471, en az bir bütünlük vektör için 3.841466 ve $r=0$ ve $r \leq$ sıfır hipotezine karşılık, $r \geq 1$ ve $r \geq 2$ alternatif hipotezleri ile test edilmektedir.

** kritik değerler % 5 düzeyinde sıfır bütünlük vektör için 14.26460, en az bir bütünlük vektör için 3.841466 ve $r=0$ ve $r \leq 1$ sıfır hipotezine karşılık $r=1$ ve $r=2$ alternatif hipotezleri ile test edilmektedir.

Tablo 2.11, araştırmada kullanılan ülke endekslerinin ikinci 5 yıllık dönemini ifade eden Johansen Koentegrasyon analizini içermektedir. Yapılan analiz sonucunda, ikinci dönem değerlerinde de, birinci dönem sonucunda olduğu gibi, Trace (iz) ve Max-Eigenvalue istatistiklerinin kritik değerlerden büyük olduğu sonucuna ulaşılarak, %5 düzeyinde koentegrasyon ilişkisine rastlanmıştır.

Analiz sonucunda, Türkiye ve Körfez ekonomik birliği üyesi olan; BAE, Ürdün, Bahreyn, Katar arasında birinci ve ikinci dönemleri içeren 5'er yıllık periyotlarda %5 düzeyinde uzun dönemli denge ilişkisi (eşbütünlük) bulunmuştur. Bu bağlamda ülkeler arasındaki eş bütünlüğün olmadığını varsayan H_0 hipotezi reddedilirken, ülkeler arasından en az 1 eşbütünlük olasılığını varsayan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Johansen Koentegrasyon Testi sonuçları bulguları, geçmiş dönem ilgili literatürleriyle karşılaştırıldığında, Körfez Ülkeleri arasındaki yüksek koentegrasyon oranı tutarlı görülmektedir. Aynı zamanda Ürdün ve Türkiye arasında uzun dönemde koentegrasyon ilişkisi ilgili literatürlerle örtüşmektedir. Serilerdeki uzun dönemli dinamikleri ve eşbütünleşmeyi incelemenin yanı sıra, kısa dönemli dinamikleri inceleyen VECM modeli, modelde koentegrasyon çıkmasını takiben kullanılan modeldir.

2.4.4. Vektör Hata Düzeltme Modeli Bulguları (VECM)

Eşbütünleşme serilerin uzun dönemli ilişkisini incelerken, Vector Hata Düzeltme Modeli (VECM) serilerin kısa dönemli dinamiklerini inceler. VECM modeli, hata düzeltme katsayısının istatistiksel anlamlılığının ve parametre tahminine ilişkin t istatistiğinin büyük olmasına bağlıdır. Eğer t istatistiği küçükse, yani anlamlı değilse bu durum incelenen ülke borsası endekslerinin birlikte hareket etmedikleri sonucunu verir.

Tablo. 2.12 Birinci Dönem VECM Değerleri

<i>Panel I</i>				
	Türkiye	BAE-ADX	Türkiye	BAE-DFM
EC_{t-1}	-0,87172	0,42263	-0,86851	0,76951
	(0,17751)	(0,14786)	(0,19772)	(0,20565)
	[-4,91087]	[2,85837]	[-4,39260]	[3,74179]
	Türkiye	Ürdün	Türkiye	Kuveyt
EC_{t-1}	-0,20467	0,36463	-0,90635	0,12343
	(0,14685)	(0,08333)	(0,19221)	(0,10012)
	[-1,39378]	[4,37605]	[-4,81849]	[1,06385]
	Türkiye	Katar	Türkiye	Bahreyn
EC_{t-1}	-0,57748	0,57974	-0,90635	0,07006
	(0,08778)	(0,08594)	(0,11067)	(0,04416)
	[-6,57856]	[6,74624]	[-8,18960]	[1,58667]
	Türkiye	Umman		
EC_{t-1}	-0,97891	0,15554		
	(0,19394)	(0,14242)		
	[-5,04758]	[1,09208]		

*[...]t-istatistiğini ve (...)standart hataları ifade etmektedir. EC_{t-1} hata düzeltme parametresini ifade eder.

Tablo 2.12'ye bakıldığında görülen sonuçlar yalnızca VECM hata düzeltme katsayı tahminlerini içermektedir.

Katsayı tahminlerine ilişkin t-istatistikleri incelendiğinde, sonuçlar anlamlı görülmektedir. Negatif parametre tahminleri ülkelerin endeksleri arasında ortaya çıkacak ayrışmanın (farklılaşmanın), ilerleyen dönemde tersine bir hareketle dengeye

oturacağını ifade etmektedir. Örneğin, iki ülke endeksleri arasındaki pozitif ve VEC Modelinden tahmin edilen hata düzeltme parametresi negatif ise izleyen dönemde bu pozitif farkı yaratan ülke endeksinin düşme eğilimine girerek tekrar uzun dönem dengeyi sürdüreceği ifade edilebilecektir.

İkinci döneme ait Vektör Hata Düzeltme modeline ilişkin değerleri içeren Tablo 2.13'e bakıldığında, hata düzeltme terimleri ile birlikte kısa dönemli dinamikleri içeren gecikme değerlerine ulaşılabilir.

VECM analizi parametreleri ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi görülmektedir. Ancak kesin sonuçlara ulaşılması için ileriki bölümlerde Wald Dışsallık-Nedensellik testi uygulaması yapılacaktır.



Tablo.2.13 İkinci Dönem VECM Değerleri

Panel II								
EC_{t-1}		$D(Türkiye)$		$D(BAE-ADX)$		EC_{t-1}	$D(Türkiye)$	$D(BAE-DFM)$
		-1	-2	-1	-2		-1	-1
TR	-0,96971* (0,09048) [-10,7174]	(0,06355) [-0,52077]		(0,07226) [-0,08500]		TR	-0,51212* (0,08659) [-5,91445]	(0,05661) [-2,89571]
BAE-ADX	0,075229* (0,06716) [1,12017]	(0,04717) [0,45565]		(0,05364) [-9,52351]		BAE-DFM	0,69329* (0,09151) [7,57628]	(0,05982) [-3,81773]
		$D(Türkiye)$		$D(Ürdün)$			$D(Türkiye)$	$D(Kuveyt)$
TR	-1,00123* (0,10874) [-9,20794]	(0,08950) [0,11059]	(0,06301) [0,82991]	(0,13815) [-0,21055]	(0,13721) [-1,41842]	TR	-0,97320* (0,08972) [-10,8467]	(0,10413) [0,31043]
ÜRN	0,06552* (0,04428) [1,47981]	(0,03645) [0,48422]	(0,02566) [0,96109]	(0,05626) [-13,5750]	(0,05587) [-8,04768]	KVT	-0,00497* (0,04913) [-0,10128]	(0,05701) [-6,73705]
		$D(Türkiye)$		$D(Katar)$			$D(Türkiye)$	$D(Bahreyn)$
TR	0,02501* (0,02037) [1,22817]	(0,05587) [-9,51598]		(0,10373) [-0,47694]		TR	-0,83708* (0,08200) [-10,2081]	(0,14454) [3,72800]
KTR	0,14883* (0,01213) [12,2741]	(0,03327) [-0,44929]		(0,06176) [1,25682]		BAH	-0,09012* (0,03276) [-2,75096]	(0,05775) [-7,23288]
		$D(Türkiye)$		$D(Umman)$				
TR	-0,52542* (0,07026) [-7,47854]	(0,07043) [-4,79352]	(0,05953) [-1,99076]	(0,12259) [4,79009]	(0,10396) [2,98086]			
UM	-0,26989* (0,04166) [-6,47814]	(0,04177) [6,28523]	(0,03530) [3,87454]	(0,07269) [-2,42842]	(0,06165) [-3,39476]			
* EC, hata düzeltme parametresini ifade eder. **D fark terimlerini, [...], parametrelerin t-istatistiklerini gösterir, (...) standart hataları ifade eder. ***(-1)ve (-2) gecikme düzeylerini gösterir.								

2.4.5. Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması, değişkenler arasındaki şokları oransal bazda ölçer. Varyans ayırıştırması kullanılarak Borsa İstanbul ve incelenen diğer endekslerin zaman serilerinin, değişim oranının kendisinden ve diğer serilerden kaynaklanan kısmını yüzde olarak ifade etmek amaçlanmaktadır. Varyans ayırıştırmasına ilişkin

tablolar daha önceki çalışmalarda yapıldığı gibi birinci ve ikinci dönemi ifade eder, 5 periyod etkileşimleri gösterir ve aşağıdaki gibidir.

Tablo.2.14 Türkiye-BAE/Abu Dhabi Varyans Ayrıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE (BİST)		ABU DHABI(ADX)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,043	0,032	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,043	0,032	97,8397	99,1768	2,1602	0,8231
3.	0,043	0,032	97,5529	98,9552	2,4470	1,0447
4.	0,043	0,032	97,5482	98,4302	2,4512	1,5697
5.	0,044	0,033	94,4575	98,0852	5,5424	1,9174
BAE/ABU DHABI VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		ABU DHABI(ADX)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,035	0,024	1,8728	3,9216	98,1271	96,0783
2.	0,036	0,027	3,3753	7,0738	96,6246	92,9262
3.	0,036	0,032	3,8653	6,6592	96,1346	93,3407
4.	0,036	0,036	4,9803	7,4173	95,0196	92,5826
5.	0,037	0,040	4,9528	7,4699	95,0471	92,5300

Tablo 2.14’te gösterilen Türkiye ve BAE-Abu Dhabi endeksine ait olan Varyans ayrıştırması incelendiğinde, Türkiye’ye ait varyans ayrıştırmasında, birinci ve ikinci dönemde BİST100 endeksine ait verilerde %100 olarak görülürken, bu durum 1.periyodda şokların tamamının kendi içinden kaynaklandığını ifade etmektedir. Birinci dönemde ilerleyen periyodlarda bu durum %94,45 e kadar gerilemiştir. Yani birinci dönemde 5. Periyodda rastlanan bu durum, BİST100 endeksinde görülen bu değişimin yaklaşık %6’sının ADX endeksinde 5 periyod önce görülen şoktan kaynaklandığı söylenebilirken, ikinci dönemde bu durum birinci döneme nazaran daha düşük görülmektedir.

Tablo. 2.15 Türkiye-BAE / Dubai Varyans Ayırıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		DUBAİ(DFM)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0429	0,0368	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0435	0,0397	97,6168	94,9357	2,3831	5,0642
3.	0,0440	0,0450	97,0663	91,0248	2,9336	8,9751
4.	0,0441	0,0485	96,9480	88,6152	3,0519	11,3842
5.	0,0446	0,0523	95,2341	86,6847	4,7658	13,3152
BAE / DUBAİ VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		DUBAİ(DFM)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0446	0,0389	2,8525	11,2015	97,1474	88,7984
2.	0,0455	0,0436	4,4330	25,9430	95,5670	75,0569
3.	0,0456	0,0508	4,8157	38,1419	95,1842	61,8580
4.	0,0463	0,0558	7,2785	44,4328	92,7214	55,5671
5.	0,0463	0,0610	7,5224	49,3039	92,4775	50,6960

Tablo 2.15’te Türkiye’ye ait BİST100 endeksi ve BAE/Dubai’ye ait DFM endeksi arasında yapılmış olan varyans ayırıştırması görülmektedir. BİST100’e ait değerler incelendiğinde birinci ve ikinci dönemde, 1. Periyotta BİST100 endeksindeki değişimlerin tamamının kendi içinde bulunan şoklardan kaynaklandığı söylenebilirken, bu durumun 1.dönemde izleyen dönemlerde azaldığı, ancak ikinci dönem değerlerinde birinci döneme nazaran daha fazla olduğu görülmektedir. İkinci dönemde BİST100 endeksinin yaklaşık olarak 2.periyotta %5 oranında, 3.periyotta %9 oranında, 5.periyotta %12 ve 5.periyotta %14 oranında DFM’deki değişikliklerden etkilendiği söylenebilir. Bu durum yine aynı ülkeye ait olan ADX’ endeksinden oldukça yüksek görülmektedir.

Tablo.2.16 Türkiye-Ürdün Varyans Ayrıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		ÜRDÜN(ASE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0447	0,0324	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0449	0,0324	99,9573	99,9639	0,0426	0,0360
3.	0,0458	0,0325	99,6272	99,5754	0,3727	0,4245
4.	0,0462	0,0326	99,3291	99,0863	0,6708	0,9136
5.	0,0467	0,0326	99,2133	99,0862	0,7866	0,9137
URDUN VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		ÜRDÜN(ASE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0254	0,0132	5,6606	0,9387	94,3393	99,0612
2.	0,0266	0,0138	13,5395	5,5019	86,4605	94,4980
3.	0,0270	0,0147	15,1480	5,6902	84,8519	94,3097
4.	0,0272	0,0167	15,1516	4,8836	84,8483	95,1163
5.	0,0273	0,0175	15,6667	5,5982	84,3332	94,4017

Tablo 2.16’da Türkiye ve Ürdün arasındaki varyans ayrıştırması incelenmiştir. Ürdün’e ait ASE endeksinde yapılan varyans ayrıştırmasının birinci döneminde gerçekleşen fiyat hareketliliklerinin 1.periyotta yaklaşık %6’sının Türkiye’den kaynaklandığı görülür. Bu durum yine birinci dönem 2. Periyotta yaklaşık %14 ve 3. periyotta yaklaşık olarak %16’sının BİST100 endeksinden kaynaklandığını göstermektedir. İkinci dönemi ifade eden 05.01.2011-31.12.2015 tarihleri arasında ise bu durumun birinci döneme nazaran daha az olduğunu, Ürdün’e ait değerlerin birinci ve ikinci periyotta yaklaşık olarak sırasıyla %1 ve %6 olduğunu gözlemlemek mümkündür.

Tablo. 2.17 Türkiye-Kuveyt Varyans Ayırıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		KUVEYT(KSE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0443	0,0324	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0449	0,0324	97,1196	99,9413	2,8803	0,0586
3.	0,0463	0,0324	94,7019	99,9407	5,2980	0,0593
4.	0,0471	0,0324	91,9087	99,9331	8,0912	0,0668
5.	0,0480	0,0324	89,3332	99,9318	10,6667	0,0681
KUVEYT VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE (BİST)		KUVEYT (KSE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0252	0,0177	4,8009	3,2470	95,1990	96,7529
2.	0,0288	0,0213	11,8884	7,5636	88,1115	92,4363
3.	0,0345	0,0252	11,5939	5,6172	88,4061	94,3827
4.	0,0383	0,0282	13,6966	5,4172	86,3033	94,5827
5.	0,0422	0,0310	14,0415	4,8863	85,9584	95,1136

Tablo 2.17’de Türkiye’ye ait BİST100 endeksinin ve Kuveyt’e ait KSE endeksinin 04.01.2006- 31.12.201005 ve 01.01.2011-31.12.2015 dönemini ifade eden varyans ayırıştırması sonuçları görülmektedir. BİST100 endeksinin birinci döneme ait sonuçları incelendiğinde ikinci periyotta yaklaşık %3’ünün ve üçüncü periyotta %5,29’unun KSE endeksinde meydana gelen değişikliklerden kaynaklandığı görülürken, ikinci dönemde bu oran yaklaşık %1’lerde kalmıştır. Kuveyt’ e ait KSE endeksinin varyans ayırıştırmasında ise, birinci dönemde ilk periyotta %5 olan etkileşim oranı, 5. Periyoda kadar yükselerek yaklaşık %15 olarak görülmektedir. Bu durum KSE endeksinde gelen değişikliğin %15 oranında BIST100’ün 5 dönem önceki fiyat hareketliliğinden kaynaklanmıştır diye de yorumlanabilir. İkinci dönemde ise bu oran 5.periyod sonunda %5 olarak görülmektedir.

Tablo.2.18 Türkiye-Umman Varyans Ayrıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BIST)		UMMAN(MSM)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0429	0,0342	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0430	0,0353	99,6628	95,5308	0,3371	4,4691
3.	0,0434	0,0374	99,0005	90,0503	0,9994	9,9496
4.	0,0435	0,0400	98,7451	82,7885	1,2848	17,2115
5.	0,0436	0,0416	98,2955	79,3682	1,7044	20,6317
UMMAN VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BIST)		UMMAN(MSM)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0315	0,0203	0,7298	0,0001	99,2701	99,9999
2.	0,0320	0,0214	3,9569	0,0134	96,0430	99,9866
3.	0,0321	0,0219	3,9701	4,0861	96,0298	95,9138
4.	0,0326	0,0236	4,8663	11,7967	95,1336	88,2032
5.	0,0331	0,0245	4,9605	13,4370	95,0394	86,5629

Tablo 2.18, Türkiye ile Umman arasındaki varyans ayrıştırmasını ifade eder. Tablo 2.18, BIST100 için incelendiğinde birinci dönemdeki etkileşim oranı %1' seviyelerinde kalırken ikinci dönem bu oran yükselerek ikinci periyod için %4,46 üçüncü periyod için %9,94, dördüncü ve beşinci periyod için %17,21 ve %20,63 olarak gözlemlenmiştir.

Başka bir anlatımla bu oran 5. Periyod sonunda BIST100 endeksindeki şokların %20,63'ünün Umman'a ait MSM30 endeksinden kaynaklandığını göstermektedir. Bu durum Umman için incelendiğinde, birinci dönem 5.periyod sonunda %5'lerde olan etkileşimin, ikinci dönemde %13,43 olarak göstermektedir.

Tablo.2.19 Türkiye-Katar Varyans Ayırıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		KATAR(QE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0477	0,0389	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0511	0,0434	92,8362	98,5144	7,1637	1,4855
3.	0,0591	0,0521	88,1430	98,8870	11,8569	1,1129
4.	0,0637	0,0573	85,0237	98,8110	14,9762	1,1889
5.	0,0690	0,0631	82,5252	98,8841	17,4747	1,1158
KATAR VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		KATAR (QE)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0467	0,0231	11,3187	1,3558	88,6812	98,6441
2.	0,0531	0,0237	28,0588	6,1165	71,9411	93,8834
3.	0,0602	0,0240	34,7918	7,3911	65,2081	92,6088
4.	0,0662	0,0243	40,9193	9,5701	59,0807	90,4298
5.	0,0717	0,0257	44,6918	11,2869	55,3081	88,7130

Tablo 2.19’da Türkiye ve Katar arasındaki birinci ve ikinci dönemi ifade eden varyans ayırıştırması bulunmaktadır. Türkiye’ye ilişkin varyans ayırıştırması incelendiğinde BİST100 endeksinin birinci ve ikinci dönemlere ait birinci periyod ’da %100’ünün yine kendinden önceki dönemlerde meydana gelen sonuçlar tarafından, kendi içinde açıklandığı gözlemlenir. Birinci dönem sonuçlarında, ikinci periyod incelendiğinde, değişimlerin %7,16’sının Katar tarafından açıklandığı gözlemlenirken, bu durumun 5. Periyod sonunda %17,47 olduğu gözlemlenmiştir. İkinci dönem sonuçlarına bakıldığında 5.periyod sonuna kadar bu etkileşim ilişkisinin birinci döneme nazaran zayıf olup, yaklaşık %2’lerde olduğu gözlemlenmiştir. Katar’a ait QE endeksinin varyans ayırıştırmasında ise, 1. Dönem de birinci periyodda, seride meydana gelen şokların yaklaşık %12 sinin BİST100 endeksinde kendinden önceki dönemde meydana gelen değişikliklerden kaynaklandığı gözlenmiştir. Bu durum ikinci periyodda %28,05 ile BİST100 endeksinin 2 dönem önceki değişimlerinden kaynaklandığı gözlemlenirken, üçüncü, dördüncü ve beşinci periyodda yaklaşık olarak %34, %40 ve %44 olarak

gözlemlenmiştir. 01.2011-31.12.2015 arası dönemi ifade eden ikinci dönemde ise, birinci periyotta QE endeksinde meydana gelen değişikliklerin %1,35’ inin BİST100 den kaynaklandığını, etkileşim oranının ikinci periyotta %6,11 ve üçüncü periyotta %7,39 olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo. 2.20 Türkiye-Bahreyn Varyans Ayırıştırması

TÜRKİYE VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		BAHREYN(BHB)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0437	0,0331	100,0000	100,0000	0,0000	0,0000
2.	0,0442	0,0338	97,4958	96,3977	2,5041	3,6022
3.	0,0446	0,0357	97,4833	88,3983	2,5166	11,6016
4.	0,0453	0,0369	94,5874	83,6821	5,4125	16,3178
5.	0,0456	0,0383	93,8893	78,7974	6,1106	21,2025
BAHREYN VARYANS AYRIŞTIRMASI						
	Standart Hatalar		TÜRKİYE(BİST)		BAHREYN(BHB)	
Periyod	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem	1.Dönem	2.Dönem
1.	0,0174	0,0132	1,2087	2,4877	98,7912	97,5122
2.	0,0182	0,0145	5,3557	2,1233	94,6442	97,8766
3.	0,0207	0,0173	4,9454	8,4333	95,0545	91,5666
4.	0,0225	0,0188	5,6326	8,9008	94,3673	91,0991
5.	0,0240	0,0207	6,1108	10,4476	93,8891	89,5524

Tablo 2.20 Türkiye ve Bahreyn arasındaki varyans ayırıştırması sonuçlarını diğer tablolarda olduğu gibi iki dönem altında incelemektedir. Bahreyn’e ait BHB endeksine ait sonuçlar incelendiğine, birinci dönemde ilk periyod ‘da endekste meydana gelen değişikliklerin %1,20’si BİST100 tarafından açıklanırken, ikinci dönemde ilk periyotta bu oran %2,48 olarak görülüp, yine BİST100’de önceki dönemlerde meydana gelen değişikliklerden kaynaklanmıştır. Bu durum BHB endeksi için birinci dönemde, ikinci, üçüncü, dördüncü ve beşinci periyotta sırasıyla yaklaşık %5 seviyelerinde görülürken, ikinci dönemde yükselerek %10 seviyelerine çıkmıştır. Varyans analizi Türkiye için yorumlandığında ise, birinci dönemde ikinci periyod itibari ile maksimum %5-%6 seviyelerinde görülürken, ikinci dönem için bu

durum ikinci periyotta yaklaşık olarak %3 ten başlayarak, üçüncü periyod itibariyle %11 olmuş, dördüncü ve beşinci periyotta ise sırasıyla yaklaşık olarak %16 ve %21 olarak gözlemlenmiştir. Bir başka deyişle bu durum, beşinci periyod sonunda BİST100 endeksi için, endekste meydana gelen şokların %21'ini BHB endeksinde 5 dönem önce meydana gelen şoklarla açıklamak mümkündür diye de yorumlanabilir.

2.4.6. VEC Granger Nedensellik/ Blok Dışsallık Testi Sonuçları

Nedensellik testi, bir zaman serisinin, başka bir zaman serisinin tahmininde elverişli olup olmadığını ölçmektedir. Başka bir deyişle, incelenen zaman serisinde meydana gelen değişimlerin, başka bir zaman serisi üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılır. Bu çalışmada nedensellik, Granger Nedensellik/Wald dışsallık testi kullanılarak araştırılmıştır. Sıfır hipotezi $B' A'$ 'nın Granger nedeni değildir şeklinde kurulmuştur ve çalışma %1 ve %5 düzeyinde nedensellik ilintisi üzerinde yapılmıştır.

Tablo 2.21 'de nedensellik ve dışsallık testi sonuçları yer almaktadır. Panel I, birinci döneme (Ocak2006-Aralık2010), Panel II ise ikinci döneme ait (Ocak 2011-Aralık 2015) VECM sonuçlarını içermektedir. Tablo 2.21'e göre Panel I incelendiğinde; Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Umman, Katar ve Türkiye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Abu Dhabi, Dubai, Ürdün arasındaki güçlü nedensellik ilişkisi, H_0 hipotezinin %1 düzeyinde reddinden kaynaklanmaktadır. Buna karşılık Umman ve Katar ile Türkiye arasında yapılan Wald nedensellik testi incelendiğinde, H_0 hipotezi, Umman'dan Türkiye'ye doğru %1 seviyesinde, Türkiyeden Umman'a doğru %5 seviyesinde ret edilmiştir. Katar ile Türkiye arasında da aynı durum mevcuttur. Katar'dan Türkiye'ye doğru olan nedensellik ilişkisi H_0 hipotezinin %1 seviyesinde reddi ile, Türkiye'den Katar'a doğru olan nedensellik ilişkisi ise, %5 reddi ile sonuçlanmıştır. Bu durum birinci dönem için, Katar ve Umman'dan Türkiye'ye doğru olan nedenselliğin, tam tersi duruma göre daha kuvvetli olduğunu göstermektedir. İlgili dönemde, Kuveyt, Bahreyn ve Türkiye arasında bir nedensellik ilişkisine rastlanamamıştır.

Tablo.2.21 VEC Nedensellik/Blok Dışsallık Testi

	<i>A</i>	<i>B</i>	χ^2	<i>p-değ</i>	<i>Df</i>
Panel I					
	Türkiye	Abu Dhabi	28,6624	0,0004*	8
	Abu Dhabi	Türkiye	32,1545	0,0001*	8
	Türkiye	Dubai	30,4076	0,0002*	8
	Dubai	Türkiye	33,7693	0,0000*	8
	Türkiye	Ürdün	23,1996	0,0031*	8
	Ürdün	Türkiye	21,3906	0,0062*	8
	Türkiye	Kuveyt	3,0853	0,0790	1
	Kuveyt	Türkiye	0,0290	0,8646	1
	Türkiye	Umman	31,1973	0,0001*	8
	Umman	Türkiye	19,2114	0,0138**	8
	Türkiye	Katar	12,7805	0,0004*	1
	Katar	Türkiye	6,3655	0,0116**	1
	Türkiye	Bahreyn	1,7389	0,4192	2
	Bahreyn	Türkiye	0,2056	0,9023	2
Panel II					
	Türkiye	Abu Dhabi	0,0072	0,9323	1
	Abu Dhabi	Türkiye	0,2076	0,6486	1
	Türkiye	Dubai	8,3851	0,0038*	1
	Dubai	Türkiye	15,4365	0,0001*	1
	Türkiye	Ürdün	2,4158	0,2988	2
	Ürdün	Türkiye	1,0004	0,6064	2
	Türkiye	Kuveyt	0,0963	0,7562	1
	Kuveyt	Türkiye	7,7671	0,0053*	1
	Türkiye	Umman	23,0514	0,0000*	2
	Umman	Türkiye	39,5101	0,0000*	2
	Türkiye	Katar	0,2274	0,6334	1
	Katar	Türkiye	0,2018	0,6532	1
	Türkiye	Bahreyn	13,8979	0,0002*	1
	Bahreyn	Türkiye	19,7135	0,0000*	1

Sıfır Hipotezi: B, A'nın Granger nedeni değildir.

Sırasıyla * ve ** ile %1 ve %5 düzeylerinde sıfır hipotezinin reddi ifade edilmektedir.

İkinci dönemde, birinci dönemde olduğu gibi Türkiye ve Dubai arasında yine güçlü bir nedensellik ilişkisi gözlemlenmektedir. Türkiye ve Umman arasında yine çift yönlü nedensellik ilişkisine ulaşılmış, ancak Türkiye'den Katar'a doğru olan nedenselliğin güçlendiği görülmüştür. Buna karşılık ilk dönemde nedensellik ilişkisi gözlemlenmeyen Bahreyn ve Türkiye arasında ikinci dönem çift yönlü güçlü bir nedensellik ilişkisi ortaya çıkmıştır, bunda iki ülke borsaları arasında iş birliğinin

geliştirilmesi ve yeni yatırım olanakları oluşması amacıyla 2012 yılı imzalanan ‘Mutabakat Zaptı’ etkili rol oynamaktadır. Yine ilk dönem aralarında ilişki tespit edilemeyen Kuveyt ve Türkiye arasında ikinci dönemde, Türkiye, Kuveyt’in H_0 hipotezinin %1 düzeyinde reddi ile Granger nedeni olmuştur. İlk dönem aralarında güçlü bir ilişki bulunan Abu Dhabi, Ürdün ve Katar’da ise ikinci dönemde nedensellik ortadan kalkmıştır.

Sonuç olarak, ilgili ülke endeksleri arasında, birinci dönem 5’inin çift yönlü nedensellik ilişkisi oldukları, ikisi ile aralarında bir ilişki tespit edilemediği, ikinci dönem ise, yalnızca üçünün çift yönlü, birinin de tek yönlü nedensellik ilişkisi içinde olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar yapılan diğer test sonuçlarıyla uyum içerisindedir.

Tablo 2.22 ‘de incelenen ülke endeksleri ve Türkiye arasındaki Granger Nedensellik /Wald Blok Dışsallık testi sonuçlarının özet tablosuna ulaşılabilir.

Tablo 2.22. Granger Nedensellik-Wald Blok Dışsallık Testi Sonuçları (Özet Tablo)

Granger Özet Tablo			<u>Birinci Dönem</u> Ocak2006-Aralık2010	<u>İkinci Dönem</u> Ocak2011-Aralık 2015
Türkiye Abu Dhabi	→ →	Abu Dhabi Türkiye	Çift yönlü nedensellik	-
Türkiye Dubai	→ →	Dubai Türkiye	Çift yönlü nedensellik	Çift yönlü nedensellik
Türkiye Ürdün	→ →	Ürdün Türkiye	Çift yönlü nedensellik	-
Türkiye Kuveyt	→ →	Kuveyt Türkiye	-	Tek yönlü nedensellik -
Türkiye Umman	→ →	Umman Türkiye	Çift yönlü nedensellik	Çift yönlü nedensellik
Türkiye Katar	→ →	Katar Türkiye	Çift yönlü nedensellik	-
Türkiye Bahreyn	→ →	Bahreyn Türkiye	-	Çift yönlü nedensellik

SONUÇ

Bu çalışma ile; uluslararası Arap yatırımcılar için Türk sermaye piyasasının çeşitlendirme fırsatları sunup sunmadığının tespiti amaçlanmıştır.

Çalışma belirtilen amaç doğrultusunda Körfez İş Birliği Konseyi ülkeleri olarak Umman, Ürdün, Suudi Arabistan, Katar, Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn ve Türkiye hisse senedi piyasalarında gerçekleştirilmiştir. Birleşik Arap Emirliklerinde aktif iki borsa endeksi olması sebebiyle çalışmaya Abu Dhabi borsası endeksi ve Dubai/Nasdaq borsa endeksi olarak dahil edilmiştir. Seçilen bu hisse senedi endekslerine ait haftalık endeks kapanış fiyatları 04.01.2006-31.12.2010, ve 05.01.2011-31.12.2015 olarak iki dönemi kapsamaktadır. Her endeks için 522 gözlem, 9 endeks için ise toplamda 4698 gözlem yapılmıştır. Türkiye'nin verileri www.borsaistanbul.com adresinden, Kuveyt'in verileri www.kuwaitse.com'dan, araştırmaya dahil edilen diğer ülkelerin hisse senedi endeksleri ise www.marketstoday.net'ten elde edilmiştir. Araştırmada fiyat serilerinin olası değişen varyans ve kısmen de otokorelasyona karşı koruyabilmek için logaritmik değerleri elde edilmiş, araştırma Eviews-5.0 programı ile yapılmıştır. Analizde öncelikle hisse senedi endeksi getirileri hesaplanmış ve bu getiriler üzerinden tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Tanımlayıcı istatistikler ile ülkelerin hisse senedi getirilerinin aritmetik ortalamaları, standart sapmaları, çarpıklık ve basıklık katsayı değerleri incelenerek ülkeler birbirleri ile karşılaştırılmıştır. Daha sonra ADF ve PP birim kök testleri ile serilerin durağanlığı test edilmiştir. Ardından değişkenler arasındaki ilişkiye Johansen eşbütünleşme yöntemi ile bakılmıştır. VECM yöntemi ile tahminler yapıldıktan sonra Varyans Ayırıştırması ile Borsa İstanbul'un ve yabancı ülkelerin borsa endekslerinin birbirleri üzerindeki etkileri oransal olarak ölçülmüştür. Son olarak Türkiye ile incelenen ülkeler arasındaki nedensellik VEC Granger Nedensellik/Dışsalılık testi ile araştırılmıştır.

Fiyat serilerine ilişkin katsayılar incelendiğinde, kriz yıllarını içeren birinci dönemde körfez ülkeleri içinde yüksek korelasyon oranlarına rastlanmıştır. Türkiye ile en yüksek korelasyon ilişkisi birinci dönemde %18 ile Katar iken, kriz sonrası dönemi içeren ikinci dönem değerlerinde en yüksek korelasyon ilişkisi Birleşik Arap Emirliklerine ait olan %63 ile Abu Dhabi, %60 ile Dubai endeksleri arasındadır.

Getiri serilerinin korelasyon katsayıları incelendiğinde ise, birinci dönemde herhangi bir negatif korelasyon ilişkisine rastlanamamıştır. Bahreyn ve Türkiye endekslerine bakıldığında birinci dönemde %6 ile pozitif korelasyon görülmekteyken

bu oran ikinci dönemde negatif olmuş -%6 olarak izlenmiştir. İkinci dönem negatif olan tek korelasyon ilişkisi Türkiye ve Bahreyn arasındadır ve Türkiye ile en yüksek korelasyon ilişkisi ikinci dönemde %16 ile Dubai borsası endeksidir.

Tanımlayıcı istatistiklerin Getiri serisine ait değerleri incelendiğinde, 1.dönemde yalnızca Türkiye ve Umman endekslerinde pozitif getiriye ulaşılmıştır. En yüksek maksimum getiri %15 ile Türkiye’de oluşmuş, Türkiye’yi %13 ile BAE/Dubai borsa endeksi izlemiştir. En düşük getiri -%28 ile BAE/Dubai endeksinde gözlemlenirken, ikinci en düşük getiri -%23 ile Suudi Arabistan borsa endeksinde gözlemlenmiştir.

İkinci dönem değerleri incelendiğinde ise (05.01.2011-31.12.2015) Türkiye’de birinci dönemde gözlemlendiği gibi pozitif ortalama getiri gözlemlenmiş, BAE, Katar ve Suudi Arabistan’da birinci dönemde negatif getiri oluşmasına karşın ikinci dönemde pozitif getiri gözlemlenmiştir. Umman’da ekonomik kriz yıllarını içeren birinci dönemde pozitif getiri gözlemlenmiş olmasına karşın, ikinci dönemde negatif getiri gözlemlenmiştir. Kuveyt, Ürdün ve Bahreyn’de birinci dönemde olduğu gibi yine negatif getiri gözlemlenmiştir. İkinci dönem maksimum getirilere bakıldığında, Türkiye’de birinci dönemde %15 değeriyle en yüksek getiri gözlenmiş olmasına rağmen ikinci dönemde bu %8’e gerilemiş, en yüksek getiri %13 ile Suudi Arabistan’da gözlemlenmiştir.

Fiyat serileri ile yapılmış ADF testi, tüm endekslerin düzeyde durağan olmadığını göstermektedir. Birinci ve ikinci dönemlerle yapılmış birim kök testinin birinci farkında serilerin aynı düzeyde olduğu ve yapılan çalışmanın %5 güvenilirlik seviyesinde olduğu gözlemlenebilmektedir.

VAR yaklaşımı içinde Johansen Koentegrasyon analizi yöntemi izlenirken gecikme uzunluklarının belirlenmesi için uygulanan testte, AIC ve SC seçim kriterleri kullanılmış, seçim Akaike bilgi kriteri kullanılarak yapılmıştır. Ülkeler arasında eş bütünleşme olmadığını ifade eden H_0 hipotezi ve ülkeler arasındaki en az 1 eş bütünleşmeyi ifade eden H_1 alternatif hipotezi kurulmuştur. Johansen Koentegrasyon analizi bünyesindeki Trace (iz) istatistiği ve Max-Eigenvalue istatistikleri incelenirken, çalışma %5 anlamlılık düzeyi araştırılarak yapılmıştır.

Johansen Koentegrasyon analizi sonucunda, Trace ve Max-Eigenvalue istatistiklerinin kritik değerden büyük olmasına bağlı olarak sıfır hipotezi ret edilmiş ve modelde koentegrasyon ipucu bulunmuştur. Modelde koentegrasyon çıkması durumu, incelenen seriler arasında uzun dönemli ilişki olduğuna ilişkin ipucu

bulunmuştur. Yapılan analiz sonucunda, ikinci dönem değerlerinde de, birinci dönem sonucunda olduğu gibi, Trace (iz) ve Max-Eigenvalue istatistiklerinin kritik değerlerden büyük olduğu sonucuna ulaşılarak, %5 düzeyinde koentegrasyon ilişkisine rastlanmıştır.

Analiz sonucunda, Türkiye ve Körfez ekonomik birliği üyesi olan; BAE, Ürdün, Bahreyn, Katar arasında birinci ve ikinci dönemleri içeren 5'er yıllık periyotlarda %5 düzeyinde uzun dönemli denge ilişkisi (eşbütünleşme) bulunmuştur. Bu bağlamda ülkeler arasındaki eş bütünleşmenin olmadığını varsayan H_0 hipotezi reddedilirken, ülkeler arasından en az 1 eş bütünleşme olasılığını varsayan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Johansen Koentegrasyon Testi sonuçları bulguları, geçmiş dönem ilgili literatürleriyle karşılaştırıldığında, Körfez Ülkeleri arasındaki yüksek koentegrasyon oranı tutarlı görülmektedir. Aynı zamanda Ürdün ve Türkiye arasında uzun dönemde koentegrasyon ilişkisi ilgili literatürlerle örtüşmektedir.

Serilerdeki uzun dönemli dinamikleri ve eş bütünleşmeyi incelemenin yanı sıra, kısa dönemli dinamikleri inceleyen VECM modeli uygulamasına geçilmiştir.

VECM hata düzeltme parametreleri tahminlerine ilişkin t-istatistikleri incelendiğinde, sonuçlar anlamlı görülmektedir. Negatif parametre tahminleri ülkelerin endeksleri arasında ortaya çıkacak ayrışmanın (farklılaşmanın), ilerleyen dönemde tersine bir hareketle dengeye oturacağını ifade etmektedir.

VECM analizi parametreleri ile, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi görülmekle beraber, takiben Wald nedensellik ve Dışsallık Wald testi uygulaması yapılmıştır.

Nedensellik-Dışsallık testi sonuçları birinci dönemde, Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Umman, Katar ve Türkiye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi göstermektedir. Abu Dhabi, Dubai, Ürdün arasındaki güçlü nedensellik ilişkisi, H_0 hipotezinin %1 düzeyinde reddinden kaynaklanmaktadır. Buna karşılık Umman ve Katar ile Türkiye arasında yapılan nedensellik testi incelendiğinde, H_0 hipotezi, Umman'dan Türkiye'ye doğru %1 seviyesinde, Türkiyeden Umman'a doğru %5 seviyesinde red edilmiştir. Katar ile Türkiye arasında da aynı durum mevcuttur. Katar'dan Türkiye'ye doğru olan nedensellik ilişkisi H_0 hipotezinin %1 seviyesinde reddi ile, Türkiye'den Katar'a doğru olan nedensellik ilişkisi ise, %5 reddi ile sonuçlanmıştır.

Bu durum birinci dönem için, Katar ve Umman'dan Türkiye'ye doğru olan nedenselliğin, tam tersi duruma göre daha kuvvetli olduğunu göstermektedir. İlgili dönemde, Kuveyt, Bahreyn ve Türkiye arasında bir nedensellik ilişkisine rastlanamamıştır.

İkinci dönemde, birinci dönemde olduğu gibi Türkiye ve Dubai arasında yine güçlü bir nedensellik ilişkisi gözlemlenmektedir. Türkiye ve Umman arasında yine çift yönlü nedensellik ilişkisine ulaşılmış, ancak Türkiye'den Katar'a doğru olan nedenselliğin güçlendiği görülmüştür. Buna karşılık ilk dönemde nedensellik ilişkisi gözlemlenmeyen Bahreyn ve Türkiye arasında ikinci dönem çift yönlü güçlü bir nedensellik ilişkisi ortaya çıkmış, yine ilk dönem aralarında ilişki tespit edilemeyen Kuveyt ve Türkiye arasında ikinci dönemde, Türkiye, Kuveyt'in H_0 hipotezinin %1 düzeyinde reddi ile Granger nedeni olmuştur. İlk dönem aralarında güçlü bir ilişki bulunan Abu Dhabi, Ürdün ve Katar'da ise ikinci dönemde nedensellik ortadan kalkmıştır.

Sonuç olarak, ilgili ülke endeksleri arasında, birinci dönem 5'inin çift yönlü nedensellik ilişkisi oldukları, ikisi ile aralarında bir ilişki tespit edilemediği, ikinci dönem ise, yalnızca üçünün çift yönlü, birinin de tek yönlü nedensellik ilişkisi içinde olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar yapılan diğer test sonuçlarıyla uyum içerisindedir.

Uygulama sonucunda elde edilen ampirik bulgulara göre, Türkiye ve Körfez ekonomik birliği üyesi olan; BAE, Ürdün, Bahreyn, Katar arasında birinci ve ikinci dönemleri içeren 5'er yıllık periyotlarda %5 düzeyinde uzun dönemli denge ilişkisi (eşbütünleşme) bulunmuştur. Abu Dhabi, Dubai, Ürdün, Umman, Katar ve Türkiye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir ve Türkiye'nin incelenen ülkeler ile uzun dönemde finansal açıdan eşbütünleşik olduğu bulunmuştur. Bu durum küreselleşmenin bir etkisi olan ekonomik eşbütünleşme ile açıklanmaktadır. Ekonomik eşbütünleşme ile birlikte piyasaların hareket yönü benzerleşir ve aynı tip getirileri aynı yönde sunmaya başlarlar. Bu durum uzun vadede karlılık fırsatlarını ortadan kaldırır ve yatırımcının arbitraj fırsatlarından faydalanmasını engellerken, kısa dönemde yatırım fırsatları hala mevcuttur. Finansal eşbütünleşmeyle birlikte ülkeler uzun dönemde aynı yönde hareket ederlerken, kısa vadede yaşanan şoklar, dalgalanmalar sayesinde yatırımcılar uluslararası portföy çeşitlendirmesinden kazanç elde edebilir.

KAYNAKLAR

ABBES, Mouna Boujelbene, TRICHILLI, Yousra, ‘ Islamic Stock Markets And Potential Diversification Benefits’,

<http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/42362.pdf>

Abu Dhabi Stock Exchange , ‘ Annual Report,2015’,p.p. 36

<https://adx.ae/English/Securities/Pages/FinancialReportsSearch.aspx> (Erişim

Tarihi:05.05.2016)

ABUMUSTAFA, Naser I., ‘Benefiting From Diversity in Middle Eastern Stock Markets’ ,Applied Financial Economics,18, Kuveyt, 2008, p.p.230

AGENOR, Pierre Richard, ‘‘Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts’’, The World Economy, V.26, Issue 8, Manchester, 2003, pp. 1098

AKEL, Veli, ‘Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi’ , Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 11, Sayı 24, 2015 s.76

AHEARNE, Alan, GRIEVER, William, WARNOCK, Francis, ‘‘Information Costs and Home Bias: An Analysis of U.S. Holdings of Foreign Equities,’’ Journal of International Economics, Vol:62, Issue:2, Washington, 2004, p.p.313–336

AKGÜÇ, Öztin, ‘Finansal Yönetim’, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:3, Baskı No:6, İstanbul,1994, s.838

Amman Stock Exchange, ‘ Annual Report 2015’ www.ase.com.jo/annualreport2015

AŞIKOĞLU, Rıza, ‘Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme’, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir,1983, s.86

BEKAERT, Geert, CAMPBELL, R. Harvey, ‘‘Time-Varying World Market Integration’’, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 2, U.S.A, 1995, p.p. 403-444

<https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1564/time.pdf>

(Erişim Tarihi:20.03.2106)

BOLGÜN, Evren AKÇAY, Barış, ‘Risk Yönetimi’, Skala Yayınları, İstanbul, 2009, s.165

Borsa İstanbul, ‘2015 Faaliyet Raporu’,

http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari, (Erişim

Tarihi:04.02.2016)

BRIGHAM, Eugene, GAPENSKI, Louis, ‘Financial Management Theory and Practice’, The Dryden Press, USA, 1991,p.p.124

BROOKS, Chris, 'Introductory Economics For Finance', Cambridge University Press, England, 2002, p.p.377

CHITTREDI, Krishna Reddy, "Global Stock Markets Development and Integration: with Special Reference to BRIC Countries", Kerala,2009, p.p. 7-8
http://mpira.ub.unimuenchen.de/18602/1/MPRA_paper_18602.pdf (Erişim Tarihi:07.03.2016)

CİVAN, Mehmet, 'Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi', Gazi Kitabevi, Ankara,2007, s.95-305

COLLYNS, Charles, EL-ERIAN, Mohammad, 'Restructuring of Commercial Bank debt by Developing countries: Lessons From Experience, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment,1993, p.p. 20

ÇELİK, Tuncay, BOZTOSUN, Derviş, 'Türkiye Borsası İle Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisi', Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 36, Ağustos-Aralık, 2010, s.57-71

ÇETİN, Muhammet Şükrü, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği", Süleyman Demirel Üniversitesi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi,Isparta, 2008, s.20

ÇETİNBAŞ, Hakan, BARIŞIK, Salih, 'Türkiye'de Bankalar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme:Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi(1989-2000)', İMKB Dergisi, Cilt:7 Sayı:26, Ocak-Haziran , 2003, s.8

DEİK, (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu), 'Birleşik Arap Emirlikleri Ülke Bülteni',Eylül,2012, s.3 <https://www.deik.org.tr/uploads/bae-ulke-bulteni-eylul-2012.doc>, (Erişim Tarihi:30.04.2016)

DOMOWITZ, Ian, GLEN, Jack, MADHAVAN, Ananth, "Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", International Finance, Vol:4, William Davidson Institute at the University of Michigan, 2001, p.p. 221-255.

DOĞU, Murat, 'Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye', Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 27, Ankara, 1996, s.10

EITEMAN, David K., STONEHILL, Arthur I., MOFFET, Michael H., 'Multinational Business Finance', Sixth Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Newyork,1992, p.p.1299-1314.

EL-ERIAN, Mohammad A., KUMAR, Manmohan S., 'Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries' ,International Monetary Fund, 1995, p.p. 42

- ELFAKHANI, Said, ARAYSSI, Mahmoud, SMAHTA, Hanin A., Globalization and Investment Opportunities: A Cointegration Study of Arab, U.S, and Emerging Stock Markets. The Financial Review. 43, 2008, p.p. 591-611
- ELTON, J. Edwin, GRUBER, J. Martin, ‘Modern Portfolio Theory and Investment Analysis’, Second Edition, John Wiley&Sons Inc.,NewYork,1984, p.p. 282
- EMSEN, Ö.Selçuk, DEĞER, Mustafa Kemal ‘Geçiş Ekonomileri ve Türkiye’de Yabancı Sermayenin Dinamikleri’, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum 2005, s. 13.
- ENDERS, Walter, ‘Applied Econometric Time Series’, Iowa State University, New York, 1995, p.p. 311
- ERCAN, Metin Kamil, BAN, Ünsal, ‘Değere Dayalı İşletme Finansı,Finansal Yönetim’, Gazi Kitabevi,Ankara,2008, s.178
- ERDİNÇ, Hande, MILLA, Joniada, ‘Analysis of Cointegration in Capital Markets of France, Germany and United Kingdom’ , Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives,2(1),Omaha,2009, p.p. 110
<http://www.nebeconandbus.org/journal/EBJIP2009ErdincMilla.pdf>, (Erişim Tarihi:10.03.2016)
- ERYİĞİT, Mehmet, ERYİĞİT, Canan, “Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Ekonomik Faktörler”, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum, 24-27 Nisan 2008, s.236
- EVANS, John L., ARCHER, Stephen H., ‘Diversification and Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis’, Journal of Finance,vol. 23, December,1967, p.p. 767
- FIDLER, Stephen, ‘More Liberal Flow of Funds Creates Instability’, Financial Times, 1995, p.p.4
- FRANCIS, Jack C., ‘Investment:Analysis and Management’, Mc Graw-Hill, 5th Edition, New York, 1986, p.p. 400
- FRENCH, Dan W., ‘Security Analysis And Portfolio Analysis: Concepts And Management’, Merrill Publishing Company, 1989, p.p. 488.
- GUJARATI, Damodar N., PORTER, Dawn C., ‘Temel Ekonometri’, Literatür Yayınları, İstanbul,2012, s.132
- HALAÇ, Umut, KUŞTEPELİ, Yeşim, ‘Türkiye’de Para Dolanım Hızının İstikrarı 1987-2001’, Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 1-2003,s.90

HUFFMAN, Stephen P., 'The Impact of The Systematic Risk of Common Stocks:Another Look', Quarterly Journal of Business and Economics,Vol:28, Winter, Copyright University of Nebraska-Lincoln, 1989, p.p. 83

IMF 2016, Economist Intelligence Unit, 2016 <http://www.eiu.com/home.aspx>

IZRAELI, Dove, 'Business Ethics in the Middle East', Journal of Business no: 16, 1997, p.p. 60.

İBİCİOĞLU, Mustafa, KAPUSUZUOĞLU, Ayhan 'İmkb İle Avrupa Birliği Üyesi Akdeniz Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Ampirik Analizi', Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt/Vol.: 11 - Sayı/No: 3 ,2011, s. 85–102

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası, İMKB Yayınları, Eylül, 2000, s.64

JARQUE, Carlos M., BERA, Anil.K. 'A Test for Normality of Observations and Regression Residuals' International Statistical Review, v.55, Great Britain,1987, p.p. 63

KAUFMAN, George G., 'Financial Markets, Institutions & Instruments', New York University, Salamon Center,Volume:9, Number:2, 2000, p.p.173

KAYA, Aldülkadir, 'Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri' Atatürk Üniversitesi, Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi,Erzurum,2011, s.84

KAYA, Cansın, KOCADAĞLI, Ozan, 'Etkin Sınır ve Beta Katsayı Kısıtlı Portföy Seçim Modeli Üzerine Bir Uygulama', İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi, S:22, 2012, s.24

KAYALIDERE, Koray, AKTAŞ, Hüseyin, 'Alternatif Portföy Seçim Modellerinin Performanslarının Karşılaştırılması',Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt10, Sayı1,2008, s.292

KAYALIDERE, Koray, AKTAŞ, Hüseyin, KARĞIN, Sibel, 'İMKB ve Seçilmiş Avrupa Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Uluslararası Çeşitlendirme Fırsatları', Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi,2009/4, s.90-106

KAYALIDERE, Koray, ARACI, Hakan, AKTAŞ, Hüseyin, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Etkileşim:VOB Üzerine Bir İnceleme', Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2012, s.138-139.

KORKMAZ, Turhan, AÇIKGÖZ, Ersin, ‘VOB’da İşlem Gören Döviz Futures Sözleşmelerinin Değeri ile Piyasadaki Likit Döviz Miktarı Arasındaki İlişki’, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:29, Temmuz-Aralık, 2007, s.69

KORKMAZ, Turhan, AYDIN, Nurhan, SAYILGAN, Güven, ‘Portföy Yönetimi’, Anadolu Üniv. Yayınları, Eskişehir, 2013, s.4-95

KORKMAZ, Turhan, CEYLAN, Ali, ‘Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi’, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000, s.278

KORKMAZ, Turhan, ZAMAN, Selin, ÇEVİK, Ahmet, ‘Türkiye’nin Avrupa Birliği Ve Yüksek Dış Ticaret Hacmine Sahip Ülke Borsaları İle Entegrasyon İlişkisi’, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 8, 2008, s. 19–44.

LUMBY, Steve, ‘Investment Appraisal and Financial Decisions’, Chapman&Hall, 5th Edition, Great Britain, 1995, p.p.259

Muscat Securities Exchange, ‘2015 Annual Report’ <https://www.msm.gov.om/> (Erişim Tarihi:02.02.2016)

ÖZDEMİR, Abdullah, BULUT, Şahin, ‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve ‘Dow Jones Industrial’ Arasındaki İlişki:Eşbütünleşme Analizi’, Yönetim ve Ekonomi, Cilt:19,Sayı:1, Celal Bayar Üniversitesi,İİBF, Manisa, 2012, s.211-224

ÖZGEN, Ferhat Başkan, GÜLOĞLU, Bülent “‘Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi”, ODTÜ Gelişme Dergisi, C.31,Ankara, Haziran,2004, s. 93-114

ÖZTEKİN, Didem, ERATAŞ, Filiz, “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması”, Paper presented at EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics, 17-19 Haziran 2009, s. 3.

ÖZTÜRK, Nurettin, ‘Finansal küreselleşme ve küresel Sermaye Akımları, Küreselleşme Üzerine Notlar’, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s.268-270

PARASIZ, İlker, ‘Para Banka ve Finansal Piyasalar’, Ezgi Kitabevi, 9.Baskı,İstanbul,2009, s. 66

PARKER, Michael, PARKER, Tammy, QAYYUM, Arif, ‘An Emprical Investigation of The Interrelatedness of Selected Middle Eastern Counties’ Journal of Economics and Economic Education Research, Volume 9, Number 1, 2008, p.p. 95

PRASAD, Eswar, KENNETH, Rogoff, WEI, Shang- Jin, KÖSE, M.Ayhan, “‘Financial Globalization, Growth And Volatility in Developing Countries’”, NBER

Working Paper 10942, 2004, p.p. 14-15 <http://www.nber.org/papers/w10942>, (Erişim Tarihi:04.05.2016)

RODOPLU,Gültekin, ‘Türkiye’de Sermaye Piyasası Ve İşlemleri’, Marmara Üniversitesi, Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No: 459 – 692, İstanbul, 1993, s. 107.

SAADI-SEDIK, Tahsin, PETRI, Martin, ‘The Jordanian Stock Market, Should You Invest it for Risk Diversification or Performance’, International Monetary Fund, WP/06/187,August,2006

SPK, (Sermaye Piyasası Kurulu) ‘Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi’, Araştırma Raporu,Ankara,2007, s.13

SEVER, Erşan, ÖZDEMİR, Zekai, MIZIRAK, Zekeriya, “Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde bir İnceleme”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Kasım 2010, C.2, S.3,s.50 <http://iibfaacd.kilis.edu.tr/article/download/1094000026/1094000023>, (Erişim Tarihi:05.02.2016)

SOLNIK, Bruno H., “International Investments”, Third Edition, Addison-Wesley Publishing, New York, 1996, p.p. 128

SOLNIK, Bruno H., MCLEAVEY, Dennis, “International Investments”, Fifth Edition, Pearson Addison Wesley, New York, 2003, p.p. 477- 480

STATMAN, Meir , ‘How Many Stocks Make A Diversified Portfolio?’, Journal Of Financial and Quantitative Analysis,Vol.22,No,3,September,1987, p.p. 353

STUDENMUND,A.H., Using Econometrics, Fifth Edition, Pearson Education, 2006, p.p. 439

ŞIKLAR, İlyas, ‘Finansal Ekonomi’, Anadolu Üniversitesi Yayın No:1588, Eskişehir, 2004, s.68

TARI, Recep , ‘Ekonometri’, Kocaeli Üniversitesi Yayınları,İzmit,2006,s.380

TUNA, Gülfen, TUNA, Vedat Ender, BAĞIRZADE, Elşen, ‘Uluslararası hisse senedi piyasaları arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye, Yunanistan ve ABD üzerine ampirik bir uygulama’, Azerbaycan Vergi Haberleri,6,2011,s.73-86

TSPAKB, (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği) , ‘Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası’, TSPAKB Yayınları, Şubat, 2011, s.16

UĞUZ, Murat, ‘Menkul Kıymet Seçimi Ve Yatırım Yönetimi’, İstanbul, 1990, s.129

VURAN, Bengü, 'IMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri İle İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi İle Belirlenmesi', İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt/Vol:39, Sayı/No:1, 2010,s. 154-168

Qatar Stock Exchange, '2015 Annual Report', <https://www.qe.com.qa/statistical-reports>, (Erişim Tarihi:02.02.2016)

World Bank, 'Private Capital Flows to Developing Countries-The Road To Financial Integration', World Bank Policy Research Report, Washington D.C., 1997, p.p. 23

YILANCI, Veli, ÖZTÜRK, Zehra Ayça, 'Türkiye İle En Büyük Beş Ticaret Ortağının Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisinin Analizi: Yapısal Kırılmalı Birim Kök Ve Eşbütünleşme Analizi', 2011, <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi36/015>, (Erişim Tarihi:03.05.2017)

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

Portföy yöneticiliği faaliyetlerine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği Seri:V, No: 9, 14.01.1993 Resmi Gazete.

<http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/MevzuatGoster.aspx?nid=14131>(Erişim Tarihi: 20.04.2016)

<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/portfolio-diversification>
(Erişim Tarihi:02.02.2015)

http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari
(Erişim Tarihi:04.02.2015)

www.ase.com.jo/annualreport2015 (Erişim Tarihi: 05.02.2016)

www.kap.gov.tr (Erişim Tarihi: 12.04.2015)

www.ekonomi.gov.tr/ (Erişim Tarihi: 12.04.2015)

www.dfm.ae (Erişim Tarihi: 05.02.2016)

www.ase.com.jo (Erişim Tarihi: 05.02.2016)

<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1802065-s-arabistan-borsasi-dunyaya-aciliyor> (Erişim Tarihi:04.05.2016)

www.bahrainbourse.com (Erişim Tarihi: 05.02.2016)

<https://www.qe.com.qa> (Erişim Tarihi: 05.02.2016)

<http://www.gulfbase.com/gcc/index/5?t=3> (Erişim Tarihi:05.04.2016)