

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

MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN
HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ:
UGANDA MENKUL KIYMETLER BORSASI ÜZERİNE
BİR UYGULAMA

Paul BUKULU

Danışman
Doç.Dr. Mine Tükenmez

İZMİR – 2016

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Makro Ekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Uganda Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

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

Paul BUKULU

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

**Makro Ekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Uganda
Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama**

Paul BUKULU

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Uluslararası İşletmecilik Programı

Bu araştırmanın amacı, Ocak 2007 ile Kasım 2014 tarihleri arasındaki aylık zaman serisi verilerini kullanarak Uganda Menkul Kıymetler Borsası'ndaki borsa fiyatları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi ve korelasyonu ortaya koymaktır.

Makroekonomik göstergeler (özellikle de enflasyon, döviz kuru (ABD/UGX), faiz oranı ve M3 para arzı) ile Uganda Menkul Kıymetler Borsası'ndaki borsa fiyatları arasındaki istatistiksel ilişkinin kapsamını belirlemek için yapılan veri analizinde Statistica V.12 isimli bilgisayar yazılımı kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre bu faktörlerin, USE endeksi üzerinde %77 oranında bir etkisi bulunmaktadır.

Araştırmada çoklu regresyon analizi kullanılmış ve anlamlılık düzeyi, ekonomi bilimlerinde standart değer olan 0.05 (%5) olarak kabul edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin tanımlanmasında Pearson korelasyonu kullanılmıştır.

Bu çalışma; özellikle enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı gibi bağımsız değişkenlerin, USE hisse senedi endeksi üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu ortaya koymuş ve Uganda borsasının daha çok yerel faktörlerdeki değişikliklere göre şekillendiğini göstermiştir. Ayrıca bu çalışmanın sonuçları, döviz kurunun USE hisse senedi endeksindeki etkileyen en önemli faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Kısaca belirtmek gerekirse; enflasyon, döviz kuru ve faiz oranı hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz bir etki

yaratmaktadır. Fakat para arzı ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki pozitifdir.

Anahtar kelimeler: Uganda Menkul Kıymetler Borsası, Makroekonomik Göstergeler, Hisse Senedi Endeksi.



ABSTRACT

Master's Thesis

The Effect of Macro Economic Indicators on Stock Prices: A Case Study of Uganda Securities Exchange

Paul BUKULU

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Business Department

International Business Administration Program

The research study was undertaken to establish the relationship and correlation between macroeconomic indicators and stock exchange prices in Uganda Securities Exchange using monthly time series data from January 2007 to November 2014.

Statistica V.12 computer software was used in data analysis to find out the statistical relationship and the extent/magnitude of the relationship between the macroeconomic indicators (particularly inflation, exchange rates (USD/Ushs), interest rate and money supply M3) and stock exchange prices in Uganda Security Exchange. According to the results these factors contribute up to 77% influence on USE index. Multiple regression was used and significance level of 0.05 (5%) which is typical in economics science was assumed. Pearson correlation was calculated to identify the correlation relationships between variables.

The study showed that all the independent variables particularly inflation, exchange rate, interest rate and money supply have significant influence on USE share index implying that the stock market of Uganda seems to be driven more by changes in domestic factors. The results of this study reveal that Exchange Rate comes to be the most influential factor on USE Share index. In short, inflation, exchange rate and interest rate exert a negative effect on stock market prices. However, money supply and stock prices (SMP) are negatively associated.

Keywords: Uganda Securities Exchange, Macroeconomic Indicators, Stock Market Index.

**MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA
ETKİSİ: UGANDA MENKUL KIYMETLER BORSASI ÜZERİNE BİR
UYGULAMA
İÇİNDEKİLER**

YEMİN METNİ	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	ix
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
EKLER LİSTESİ	xii

GİRİŞ	1
-------	---

**BİRİNCİ BÖLÜM
UGANDA’NIN FİNANSAL SİSTEMİ**

1.1.UGANDA’NIN KISA TARİHİ	4
1.2.UGANDA’NIN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ	6
1.3.UGANDA MERKEZ BANKASI	7
1.3.1.Yönetişim	8
1.3.2.Para Politikası	8
1.3.3. Finansal İstikrar	9
1.3.4. Finansal Tabana Yayılma	10
1.3.5. Ödeme Sistemlerinin Denetimi	10
1.3.6. Bankacılık ve Para Basma	11
1.4. UGANDA MENKUL KIYMETLER BORSASI (USE)	11
1.4.1.Borsaya Kayıtlı (kote) şirketler ve performansları	12
1.4.2. Alım Satım Sistemi	14
1.4.3.Hisse Senedi Piyasası Performansı	15

1.4.3.1. Uganda Menkul Kıymekler Borsası Performans Endeksi	15
1.4.3.2. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Piyasa Performansı	18
1.4.4.Ekonomik Gelişmeler	19
1.4.4.1. Döviz	19
1.4.4.2. Para Politikaları	21
1.4.4.3. Enflasyon – Yurtiçi ve Küresel Gelişmeler	21
1.5. DİĞER MALİ KURUMLAR	22
1.5.1. Sermaye Piyasaları Otoritesi	22
1.5.2. Uganda İstatistik Bürosu (UBOS)	23
1.5.3. Uganda Gelir İdaresi Kurumu (URA)	24
1.5.4.Maliye, Planlama Ve Ekonomik Kalkınma Bakanlığı (MoFPED)	24

İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI İLE İLİŞKİSİ

2.1. FİYATLAR GENEL DÜZEYİ (ENFLASYON) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	26
2.2. KAMU HARCAMALARINDAKİ FARKLILIKLAR İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	30
2.3. GAYRI SAFİ MİLLİ HASILA (GSMH) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	31
2.4. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞMELER İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	32
2.5. ALTIN FİYATLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	37
2.6. FAİZ ORANLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	37
2.7. PARA ARZINDAKİ DEĞİŞMELER (EMİSYON) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	40
2.8. PETROL FİYATLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	43

2.9. STANDARD AND POORS 500 ENDEKSİ İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	44
--	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASI

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	50
3.2 VERİ VE METODOLOJİ	50
3.2.1. Veri	50
3.2.2 Metodoloji	50
3.3. İstatiksel Analiz Sonuçları	51
3.3.1 Bağımsız Değişkenler ile USE Hisse Senedi Endeksi Arasındaki İlişki	51
3.3.2. Bulguların Yorumlanması	52
3.3.3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon	53
SONUÇ VE ÖNERİLER	54
KAYNAKÇA	57
EKLER	

KISALTMALAR

ALSI	: All Share Index, Uganda Menkul Kıymetler Borsası Tüm Hisse Senetleri Endeksi
BOU	: Bank of Uganda, Uganda Merkez Bankası
CBR	: Central Bank Rate, Merkez Bankası faiz oranı
CMA	: Capital Markets Authority, Sermaye Piyasaları Otoritesi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
MOFPED	: Ministry of Finance Planning and Economic Development, Maliye, Planlama Ve Ekonomik Kalkınma Bakanlığı
REER	: Real Effective Exchange Rate, Reel Efektif Döviz Kuru
SMP	: Stock Market Price, borsa fiyatı
UBOS	: Uganda Bureau of statistics, Uganda İstatistik Bürosu
UGX	: Uganda Shilling, Uganda Şilini
URA	: Uganda Revenue Authority, Uganda Gelir İdaresi Kurumu
USD	:United State Dollar, Amerikan Doları
USE	: Uganda Security Exchange, Uganda Menkul Kıymetler borsası

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Uganda İle İlgili Genel Bilgiler.	s.6
Tablo 2: Hisse Senedi Piyasasına Kote Şirketler	s.14
Tablo 3: 2007 – 2013 (Takvim Yılları) Yıllık Hacim Karşılaştırmaları	s.17
Tablo 4: Şirket Tahvil Etkinliği Ocak – Aralık 2011/2012	s.19
Tablo 5: 2010-2014 Dönemine İlişkin Aylık Döviz Kurları (Ugx/US Dollars).	s.20
Tablo 6: 2000-2014 Dönemine İlişkin Aylık Enflasyon Oranları	s.22
Tablo 7: Bağımsız Değişkenlerin USE Endeksi Üzerindeki Etkisinin Sonuçları	s.51
Tablo 8: Bağımsız Değişkenlerin ve USE Endeksinin Matris Korelasyonu	s.53

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Uganda Harita Ve Bayrağı	s.5
Şekil 2: Uganda Menkul Kıymetler Borsasında Alım Satım	s.15
Şekil 3: USE ALSI/LCI Eğilimi: Ocak 2010 – Aralık 2013	s.16
Şekil 4: Yıllık Alım Satım değerler ve Hacimleri	s.18
Şekil 5: Ocak 2002 – Aralık 2012 Döneminde Interbank Ortalama Döviz kurları (Ugx/Dolar)	s.20



EKLER LİSTESİ

EK 1 : Uganda Hisse Senedi Endeksi Verileri ek s.1

EK 2: Makroekonomik göstergelerin (enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve para arzı) verileri ek s.2



GİRİŞ

Uganda, resmi adıyla Uganda Cumhuriyeti, Doğu Afrika'daki Büyük Rift Vadisi'nin iki kolu arasında bulunan bir Doğu Afrika ülkesidir. Doğusunda Kenya, kuzeyinde Güney Sudan, batısında Demokratik Kongo Cumhuriyeti ve güneyinde Tanzanya ve Rwanda'nın bulunduğu Uganda, dört tarafı karalarla çevrili bir ülkedir.

Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) garanti ile sınırlı bir şirket olarak 1997 yılında kurulmuştur ve Sermaye Piyasası Kurumu tarafından 1998 yılında tasdikli menkul kıymetler borsası olarak faaliyet gösterebilmesi için yetkilendirilmiştir (USE Yıllık Raporu 2012: 4). Uganda Menkul Kıymetler borsası, yükselen bir sermaye piyasası olarak görülmektedir. (Wasake 2012, Mbangi 2008) . Doğu Afrika'daki diğer yükselen sermaye piyasalarında olduğu gibi Uganda'nın finansal piyasalarındaki hem para piyasalarını hem de sermaye piyasalarını kapsayan liberalleşme, yabancı yatırımcılara yönelik düzenlemeleri azaltmıştır. Finansal liberalleşme, bir yandan sermaye kontrol önlemlerini kaldırırken bir yandan da bankaların hem yurt içi hem de off-shore işlemlerde kredi alma ve verme konusunda daha özgürce hareket edebilmelerini sağlamıştır. (Kasekende & Altingi-Ego, 2003)

Sermaye Piyasası Kurumu'nun resmi lisansını verdiği 1997 yılının Haziranından sonra USE, ilk menkul kıymetini 1998 yılında kote etmiştir. Söz konusu menkul kıymet, 10 milyar UGX tutarındaki 1997 yılının Haziranında çıkartılan 4 yıllık Doğu Afrika Kalkınma Bankası Tahvilidir. (EADB). 1999 yılının Mart ayında da 8.3 milyar UGX tutarında 5 yıllık PTA tahvili kote edilmiştir. 2014 Temmuz itibarıyla 16 farklı yerel ve Doğu Afrika menşeli şirket, USE'de işlem görmektedir ve sabit gelirli araçların işlemlerine de başlanmıştır. Haftanın beş günü açık olan USE, Afrika Menkul Kıymetler Borsaları Birliği'nin bir üyesidir. USE, Tanzanya'daki Dar es Salaam Menkul Kıymetler Borsası, Rwanda Menkul Kıymetler Borsası ve Kenya'daki Nairobi Menkul Kıymetler Borsası ile yakın işbirliği içinde çalışmaktadır. Söz konusu borsaların tek bir çatı altında "Doğu Afrika Borsası" adıyla birleşmesine yönelik planlar yapılmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının en önemlilerinden birisi de hisse senetleridir. Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse

senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasanın gelişmesi ve istikrarlı bir seyir izlemesinin sağlanabilmesi yatırımcıların alacakları kararlara, kararların sağlığı ise hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve anlamlı biçimde belirlenmesine bağlıdır.

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

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

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

Çalışmamız üç bölümden oluşmuştur. Birinci bölümde, Uganda'nın Finansal Sistemine yer verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, literatürde konu ile ilgili

yapılmış çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın Üçüncü bölümünde ise uygulamaya yer verilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

UGANDA’NIN FİNANSAL SİSTEMİ

1.1. UGANDA’NIN KISA TARİHİ

Uganda, resmi adıyla Uganda Cumhuriyeti, Doğu Afrika’daki Büyük Rift Vadisi’nin iki kolu arasında bulunan bir Doğu Afrika ülkesidir. Doğusunda Kenya, kuzeyinde Güney Sudan, batısında Demokratik Kongo Cumhuriyeti ve güneyinde Tanzanya ve Rwanda’nın bulunduğu Uganda, dört tarafı karalarla çevrili bir ülkedir. Uganda İstatistik Bürosu’nun 2014 yılında düzenlediği anket verilerine göre Uganda, yaklaşık 34.9 milyon nüfusuyla Etiyopya’dan sonra dünyanın karalarla çevrili en kalabalık ikinci ülkesi olma ünvanına sahiptir. Kenya ve Tanzanya ile paylaşılan Victoria Gölü’nün önemli bir kısmı, Afrika Büyük Göller Bölgesi’nde yer alan Uganda’nın güneyinde bulunmaktadır. Dünyanın en uzun ikinci nehri olan Nil Nehri, yolculuğuna Uganda’nın Jinja şehrinde bulunan dünyanın en büyük ikinci tatlı su kitlesi Victoria Gölü’nden başlar.

Uganda, ismini başkent Kampala da dahil olmak üzere ülkenin güneyinin büyük bir kısmını içine alan Buganda Krallığı’ndan almaktadır. Ülkenin resmi dili İngilizcedir. Luganda, tüm ülkede yaygın bir şekilde konuşulan önemli bir dildir. Ayrıca; Runyoro, Runyankole Rukiga, Langi gibi daha pek çok dil de konuşulmaktadır.

1800’lerin sonuna doğru bölgede idare hukukunu kurmuş olan İngilizlerin himayesi altına giren Uganda, 9 Ekim 1962 tarihinde Birleşik Krallık’tan bağımsızlığını kazanmıştır. Ülkenin şu andaki cumhurbaşkanı 1986 yılında darbe ile iktidara gelen Yoweri Kaguta Museveni’dir.

Şekil 1: Uganda Harita Ve Bayrağı



Kaynak: <http://ap1.pbase.com/site/maps/ug-map.gif> ve <http://gamip.org/wp-content/uploads/2015/04/uganda-flag.png>, 28.04.2016

1.2. UGANDA’NIN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ

Uganda ile ilgili temel coğrafi, ekonomik ve toplumsal veriler Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1: Uganda İle İlgili Genel Bilgiler

Coğrafi Göstergeler	
Enlem	4°12’K & 1°29’G
Boylam	29°34’D & 35°0’D
Yükseklik (minimum deniz seviyesi yüksekliği)	620 metre
(maksimum deniz seviyesi yüksekliği)	5,111metre
Toplam yüz ölçümü	241,550.7 km2
Kara toprakları olarak ölçüm	200,523.2 km2
Su altındaki topraklar ve bataklıklar	41,027 km2
Sıcaklık 2014	14-31 °C
Yağış miktarı 2014	1000 -1606 mm/yıl
2014 Ekonomik Göstergeleri	
Cari fiyatlarla GSYH	72,127 milyar UGX
Cari fiyatlarla kişi başına düşen GSYH	2,078,287 UGX
Sabit fiyatlarla (2009) GSYH büyüme oranı	%5 .0
Sabit fiyatlarla (2009) kişi başına düşen GSYH büyüme oranı	% 1.9
Cari fiyatlarla GSYH’ye tarımın katkısı	% 24.7
Rezervler	202.4 milyon ABD\$
Enflasyon oranı	% 4.3
Yardımlar dışında GSYH yüzdesi olarak bütçe açığı (2014/2015)	% 8.8
Nüfus ve Sağlık Göstergeleri	
Toplam Nüfus (2014*tahmini sonuçları)	34.9 milyon
Nüfus artış ortanı (2014* tahmini sonuçları)	% 3.3 (yıllık)
Kentsel nüfus (2014* tahmini sonuçları)	% 18.4
Kampala şehrinin nüfusu (2014* tahmini sonuçları)	1.52 milyon
Toplam nüfusun cinsiyetlere göre oranı (2014* tahmini sonuçları)	Her 100 kadına 94.5 erkek
Nüfus yoğunluğu (2014 nüfus sayımına göre)	174 kişi / km ²
Bebek Ölüm Hızı (2011 UDHS-Uganda Nüfus ve Sağlık Araştırması)*	1000 canlı doğum/ 54 ölüm

Doğuşta beklenen yaşam süresi (2002 nüfus sayımı)*	50.4 yıl
Erkek	48.8 yıl
Kadın	52.0 kadın
Toplam Doğurganlık Hızı (2011 UDHS)*	kadın başına 6.2 çocuk
Öğretmen- Öğrenci Oranı (İlkokul 2014)	50
Öğrenci- Sınıf Oranı (İlkokul 2014)	59
Öğrenci- Öğretmen Oranı (Ortaokul 2014)	22
Öğrenci- Sınıf Oranı (Ortaokul 2014)	50
Turizm – 2014 rakamları	
Giden Turist	1.6milyon
Gelen Turist	1.7milyon
Milli parkları ziyaret edenlerin sayısı	203,000

Kaynak: Uganda Bureau Of Statistics 2015 Statistical Abstract

Not *: Tablodaki nüfus verileri 2014 tahmini nüfus sayım sonuçlarına dayanmaktadır. Sadece resmi olarak tanınmış şehirler, belediyeler ve kasabalar kentsel nüfus olarak kabul edilmektedir.

Uganda'nın, eğitim sistemi kapsamında 32 üniversite, 58 işletme enstitüsü, 7 ulusal öğretmen okulu, 21 sağlık enstitüsü, 12 yönetim enstitüsü, 5 teknik okul ve diğer kurumlar yer almaktadır. Okur yazarlık oranı 10 yaş ve üstü nüfusta % 71'dir.

2012-2013 yıllarında işsizlik oranı % 9.4 olarak belirlenirken, Gini katsayısına göre gelir eşitsizliği ise 0.395 olarak kaydedilmiştir. Çalışmakta olan nüfusun 13.9 milyon olduğu ve bu nüfusun % 72'sinin tarım sektöründe çalıştığı tespit edilmiştir. Toplam çalışan nüfus arasında kadınların oranı % 51 olmasına rağmen, çalışmakta olan kadınların sadece % 19.8'i en az ortaokuldan mezun olmuştur.

1.3. UGANDA MERKEZ BANKASI

1966 yılında Parlamento kararıyla kurulan ve tamamen devlete ait olan Uganda Merkez Bankası (BOU), Uganda Cumhuriyeti'nin merkez bankasıdır. Banka'nın ana amacı fiyat istikrarını ve mali sistemin sağlamlığını güvence altına almaktır. Aynı zamanda Banka, diğer kurumlarla birlikte makroekonomik istikrarın en iyi şekilde sağlanmasında merkezi bir önem taşımaktadır.

Bankanın misyonunu yerine getirme sürecinde pek çok farklı görevi bulunmaktadır. Bu görevler arasında; Uganda milli para birimi Uganda Şilini'nin (UGX) tedavülünü sağlamak, parasal politikaları aracılığıyla para tedarikini düzenlemek, ticari bankalara ve Uganda hükümetine bankacılık hizmeti sunmak, Uganda'daki mali kurumları denetlemek ve düzenlemek, ülkenin dış rezervlerini yönetmek, Uganda'nın dış borçlarının yönetimini üstlenmek ve Uganda hükümetine mali ve ekonomik konularla ilgili danışmanlık yapmak gibi farklı hizmetler sıralanabilir.

1.3.1. Yönetim

Uganda Cumhuriyeti Anayasası'nın 161. Maddesi uyarınca Uganda Bankası'nın yönetimi; bir başkan, bir başkan yardımcısı ve en fazla beş üyeden oluşan bir kurula devredilmiştir. Başkan ve Başkan Yardımcısı, beş yıl görev yapma şartı ve aynı göreve tekrar atanabilme hakkıyla Cumhurbaşkanı tarafından Parlamento'nun onayıyla birlikte atanılır. Başkanlık ve Başkan Yardımcılığı makamı, resmi makam olarak kabul edilmektedir. Ayrıca Başkan ve Başkan Yardımcısı, sırasıyla Yönetim Kurulu Başkanı ve Başkan Yardımcısı olarak da görev yapar.

1.3.2. Para Politikası

Uganda Merkez Bankası'nın para politikasının ana amacı, yıllık çekirdek enflasyon seviyesini orta vadede % 5 değerinde sabitlemektir. Para politikasının ikinci bir amacı ise reel çıktının ekonominin potansiyel seviyesine mümkün olan en yakın düzeyde olmasını sağlamaktır.

2011 yılının Temmuz ayında Uganda Merkez Bankası, son 10 yılda ülke ekonomisinin geçirdiği dönüşüm ve özellikle de hızlı büyüme ve finans sisteminin çeşitlenmesi sebebiyle ortaya çıkan makroekonomik yönetim zorluklarıyla başa çıkabilmek için para politikası çerçevesinde reform yapmıştır. Söz konusu reform, hafif enflasyon hedeflemesi (ITL)¹ para politikası çerçevesinin tanıtılmasını gerektirmiştir. Uganda Merkez Bankası, ITL para politikası çerçevesi kapsamında

¹ ITL : Inflation targeting lite (hafif enflasyon hedeflemesi)

Merkez Bankası Faiz Oranı (CBR)² olarak adlandırılan ve bankalar arası kısa vadeli kredi faiz oranlarına rehberlik ederek ticari banka fonlarının marjinal maliyetini etkilemeyi amaçlayan bir politika faiz oranı belirler. Uganda Merkez Bankası (BOU)³ , 7 günlük bankalararası faiz oranı'nın CBR'e mümkün olduğunca yakın olmasını sağlamak için para piyasasına düzenli müdahalelerde bulunur.

CBR, para politikasının operasyonel hedefidir. İki ayda bir belirlenen CBR, faiz belirleme toplantısının hemen ardından düzenlenen bir basın toplantısıyla birlikte ilan edilir ve ay boyunca para politikasının nasıl olacağını açıkça göstermiş olur. CBR, para politikasının amaçlarıyla tutarlı bir seviyede belirlenmektedir.

1.3.3. Finansal İstikrar

Uganda Merkez Bankası, sistematik riski azaltabilmek için kendisi tarafından alınan önlemleri ve araçları kapsayan bir Makro-ihtiyati politika uygular. Sistemik riski azaltmak için mikro-ihtiyati düzenlemeye ve makroekonomik yönetime tamamlayıcı bir politika çerçevesi olarak makro-ihtiyati politikanın önemi her geçen gün artmaktadır. Uganda Merkez Bankası, birkaç komite aracılığıyla ekonomideki mali istikrarı sağlamaktadır.

i).Finansal İstikrar Komitesi

Uganda Merkez Bankası, 2010 yılında bir Finansal İstikrar Komitesi (FSC)⁴ kurmuştur. FSC; finansal istikrar, ihtiyati düzenleme ve kriz çözümüyle ilgili makro- ihtiyati politikaları sistematik bir şekilde oluşturur.

ii). Finansal Sektör Denetleme Komitesi

Komite'nin ana hedefi Uganda'da makroekonomik yönetimden ve mali sektör düzenlemesinden sorumlu olanların finansal sektör istikrarının geliştirilmesiyle ilgili fikir alışverişi yapmalarını, veri ve piyasa istihbaratı paylaşımında bulunmalarını ve finansal kriz yönetimi düzenlemelerini koordine etmelerini sağlayacak bir forum oluşturmaktır.

² CBR: Central Bank Rate (Merkez Bankası Faiz Oranı)

³ BOU: the Bank of Uganda (Uganda Merkez Bankası)

⁴ FSC: Financial Stability Committee (Mali İstikrar Komitesi)

Söz konusu komite, finans sektöründeki düzenleyici kurumların başkanlarından oluşur ve komiteye Finansal Planlama ve Ekonomik Kalkınma Bakanı ile Uganda Merkez Bankası Başkanı değişmeli olarak başkanlık eder. FSSC⁵; Sermaye Piyasası Kurumu, Sigorta Düzenleme Kurumu ve Uganda Emeklilik Maaşları Düzenleme Kurumu gibi çeşitli kurumların temsilcilerinden oluşan üst düzey bir komitedir.

1.3.4. Finansal Tabana Yayılma

Finansal Tabana Yayılma'nın güçlendirilmesi, Uganda Merkez Bankası 2012-2017 Stratejik Planı'nın girişimlerinden biridir. Maya Bildirgesi'ni imzalamış olan Uganda Merkez Bankası, Finansal Tabana Yayılma Birliği'nin bir üyesidir. Uganda Merkez Bankası; finansal yeniliklere, finansal eğitimdeki eksikliklere, finans müşterilerini koruma sorunlarına, finansal yenilikler bağlamında doğacak fırsatlara, finansal hizmetlere ulaşım ve bu hizmetlerin kalitesiyle ilgili sorunların yanı sıra finansal derinleşme sorunlarına bir cevap olarak Uganda'da finansal tabana yayılmayı geliştirmek için çeşitli girişimlerde bulunmaktadır.

Uganda Merkez Bankası, bu amaca yönelik, "Denetim Yetkisi" altında Finansal Tabana Yayılma Projesi'ni başlatmıştır. Finansal Tabana Yayılma projesi; Finansal Okuryazarlık, Finans Müşterilerini Koruma, Finansal Yenilikler ve Finansal Hizmetler Veri ve Ölçümü gibi dört ana unsur üzerine inşa edilmiştir.

1.3.5. Ödeme Sistemlerinin Denetimi

Ödeme sistemleri, finansal altyapıların ayrılmaz bir parçasıdır. Uganda'nın güvenli ve etkili bir ödeme sistemine sahip olması, BOU'nun para politikasının yayılması ve Uganda içinde finansal istikrarın sağlanması açısından önemli bir unsurdur. Bu yüzden, BOU'nun ödeme sistemlerini denetleyerek riskleri azaltması çok önemlidir.

Merkez Bankası, denetleme politikasını uygularken uluslararası standartları yakından takip eder ve bu standartlarla uyum içinde olmasını sağlayacak bir takım faaliyetlerde bulunur.

⁵ FSSC: Financial Sector Surveillance Committee (Mali Sektör Denetleme Komitesi)

1.3.6. Bankacılık ve Para Basma

BOU, mevcut on bir görevinden üçünü bankacılık departmanı sayesinde yürütmektedir. Bölümün misyonu ise müşterilerine mükemmel bir bankacılık ve takas hizmeti sunmaktır.

Banknot ve madeni paraları piyasaya sürebilme hakkı sadece Para Basım Departmanı'nı bünyesinde barındıran Uganda Merkez Bankası'na aittir. Bu sebeple Uganda'daki tek resmi para, bizzat Merkez Bankası tarafından piyasaya sürülen paradır. Uganda Merkez Bankası aynı zamanda , hükümet ve ticari bankalar için bankacılık hizmeti sunmaktadır. Paraların korunması için güvenilir ve uygun bir yer sunar ve ayrıca minimum rezerv gereksinimlerini de sağlar.

Para yönetimini üstlenen söz konusu Departman, ülkedeki tüm bölgelere onaylı banknot ve madeni para dağıtımını sağlayarak para politikasının başarıyla uygulamayı hedeflemektedir.

Paranın çoğaltılması konusunda da yine banknotların basımının ve dolaşıma sokulmasının Uganda Merkez Bankası'nın sorumluluğunda olduğunun belirtilmesi gerekmektedir. İlgili kanun uyarınca banknot basma hakkı sadece Merkez Bankası'na aittir.

1.4. UGANDA MENKUL KIYMETLER BORSASI (USE)⁶

Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) garanti ile sınırlı bir şirket ⁷olarak 1997 yılında kurulmuştur ve Sermaye Piyasası Kurumu tarafından 1998 yılında tasdikli menkul kıymetler borsası olarak faaliyet gösterebilmesi için yetkilendirilmiştir. Menkul Kıymetler Borsası, üyeleri arasında ruhsatlı broker /dealer şirketlerinin, yatırım danışmanlarının, bir yatırımcı temsilcisinin ve bir issuer temsilcisinin bulunduğu bir konsey tarafından yönetilmektedir. (USE Yıllık Raporu 2012: 4).

Uganda Menkul Kıymetler borsası, yükselen bir sermaye piyasası olarak görülmektedir. Doğu Afrika'daki diğer yükselen sermaye piyasalarında olduğu gibi

⁶ USE: The Uganda Securities Exchange (Uganda Menkul Kıymetler Borsası)

⁷ Company limited by guarantee.

Uganda'nın finansal piyasalarındaki hem para piyasalarını hem de sermaye piyasalarını kapsayan liberalleşme, yabancı yatırımcılara yönelik düzenlemeleri azaltmıştır. Finansal liberalleşme , bir yandan sermaye kontrol önlemlerini kaldırırken bir yandan da bankaların hem in hem de off-shore işlemlerde kredi alma ve verme konusunda daha özgürce hareket edebilmelerini sağlamıştır. (Colin Maswere and Will Kaberuka, 2013: 360)

1.4.1. Borsaya Kayıtlı (kote) Şirketler ve Performansları

Sermaye Piyasası Kurumu'nun resmi lisansını verdiği 1997 yılının Haziranından sonra USE'ye, ilk menkul kıymet 1998 yılında kote edilmiştir. Söz konusu menkul kıymet, 10 milyar Ugx⁸ tutarındaki 1997 yılının Haziranında çıkartılan 4 yıllık Doğu Afrika Kalkınma Bankası Tahvilidir. (EADB)⁹ . 1999 yılının Mart ayında da 8.3 milyar Ugx tutarında 5 yıllık PTA tahvili kote edilmiştir.

2000 yılında ise USE'nin ilk özkaynağı olan Uganda Clays Ltd (UCL) nin hisseleri 18 Ocak'ta halka açılmış ve kote edilmiştir. UCL'nin hisseleri %15 oranında fazla talep almıştır. Aynı yıl içinde British American Tobacco (Uganda) Ltd- BATU hisseleri USE aracılığıyla 28 Haziran'da halka açılmıştır. BATU hisseleri de %5 fazla talep almıştır ve bu da özel bir şirketteki devlet hisselerinin ikinci kez Borsa aracılığıyla terkedildiğini gösterir.

Doğu Afrika piyasalarında sınır ötesi bir kotasyon işlemi, 2001 yılında da ilk defa East African Breweries Ltd. (EABL) 'nin Uganda Sermaye Piyasası'nda 27 Mart'ta kote edilmesiyle gerçekleşmiştir. EABL, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda (NSE)¹⁰ sermaye değeri olarak o zamana kadarki en büyük on şirket arasında yer almaktaydı.

2002 yılında da Kenya Airways, Uganda Sermaye Piyasalarında 28 Martta kote edilerek USE'nin ikinci çapraz kote edilmiş ürünü olmuştur. Aynı yıl içinde, Baroda Bankası(Bank of Baroda) , USE aracılığıyla hisselerinin % 20'sini halka açınca da ilk ticari banka hisseleri, Uganda Sermaye Piyasaları'nda 2 Eylül 2002 tarihinde halka açılmış olmuştur. Hisse başına 600 Ugx olmak üzere 100'ün katları olarak 80 milyon hisse borsadaydı. Bankanın hisseleri % 16.7 gibi bir fazla talep alarak şu ana

⁸ Ugx: Uganda Şilini

⁹ East African Development Bank (EADB): Doğu Afrika Kalkınma Bankası

¹⁰ NSE: Nairobi Stock Exchange.

kadar ki en iyi tepkiyi oluşturmuştu. Aynı yıl içinde, Bank of Baroda Uganda Ltd (BOBU) hisseleri 14 Kasım tarihinde USE’de resmi olarak kote edilince, Uganda Sermaye Piyasası’nda kote edilmiş ilk finansal kurum Baroda Bankası olmuştur.

2014 Temmuzunu itibariyle 16 farklı yerel ve Doğu Afrika menşeili şirket, USE’de işlem gormektedir ve sabit gelirli araçların işlemlerine de başlanmıştır. Haftanın beş günü açık olan USE, Afrika Menkul Kıymetler Borsaları Birliği’nin¹¹ bir uyesidir. USE, Tanzanya’daki Dar es Salaam Menkul Kıymetler Borsası, Rwanda Menkul Kıymetler Borsası ve Kenya’daki Nairobi Menkul Kıymetler Borsası ile yakın işbirliği içinde çalışmaktadır. Söz konusu borsaların tek bir çatı altında “Doğu Afrika Borsası” adıyla birleşmesine yönelik planlar yapılmaktadır. (http://en.wikipedia.org/wiki/Uganda_Securities_Exchange, 19.04.2016)

¹¹ African Stock Exchanges Association

Tablo 2: Hisse Senedi Piyasasına Kote Şirketler

KISALTMA	ISIN	TAM ADI
ALSI	UG0000000071	USE All Share Endeksi (100@31.12.2001)
BATU	UG0000000022	British American Tobacco Uganda
BOBU	UG0000000055	Uganda Merkez Bankası
DFCU	UG0000000147	Development Finance Company of Uganda Ltd
EABL	KE0009081092	East African Breweries Limited
JHL	KE0000000273	Jubilee Holdings Limited
KA	KE0009081084	Kenya Havayolları
NVL	UG0000000162	New Vision Printing and Publishing Company Ltd
SBU	UG0000000386	Stanbic Bank Uganda
UCL	UG0000000014	Uganda Clays Limited
EBL	KE0000000554	Equity Bank Limited
KCB	KE0000000315	KCB Group
NIC	UG0000000758	National Insurance Corporation
NMG	KE0000000380	Nation Media Group
CENT	KE0000000265	Centum Investment Company Ltd
USE LCI	UG0000000881	USE LOCAL COMPANY INDEX
UMEME	UG0000000145	UMEME LIMITED
UCHM	KE0000000489	UCHUMI

Kaynak:www.use.or.ug/listed-securities, 19.04.2016

2015 Şubat Ayı Broker / Dealer Şirketleri Listesi

1. Baroda Capital Markets (U) Ltd
2. Crane Financial Services (U) Ltd
3. Equity Stock Brokers (U) Ltd
4. Dyer and Blair (U) Ltd
5. African Alliance (U) Ltd
6. Crested Stocks and Securities Ltd
7. UAP Financial Services Ltd
8. CFC Stanbic Financial Services Ltd

1.4.2. Alım Satım Sistemi

Günümüzde alım satım Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) seans odasında Sürekli Sesli Müzayede Sistemi ile yapılmaktadır. Broker üyelerinin

temsilcileri seans odasında bir araya gelir ve borsa emirlerini sesli bir şekilde söyleyerek alım satım yaparlar. Alım satım alıcının teklif fiyatı ile satıcının teklif fiyatı eşleştğinde gerçekleşir. Alım satım zilin çalmasıyla başlar ve aynı şekilde sona erer.

Şekil 2. Uganda Menkul Kıymetler Borsasında Alım Satım



Kaynak: Daily Monitor Uganda Gazetesi, 05.02.2015

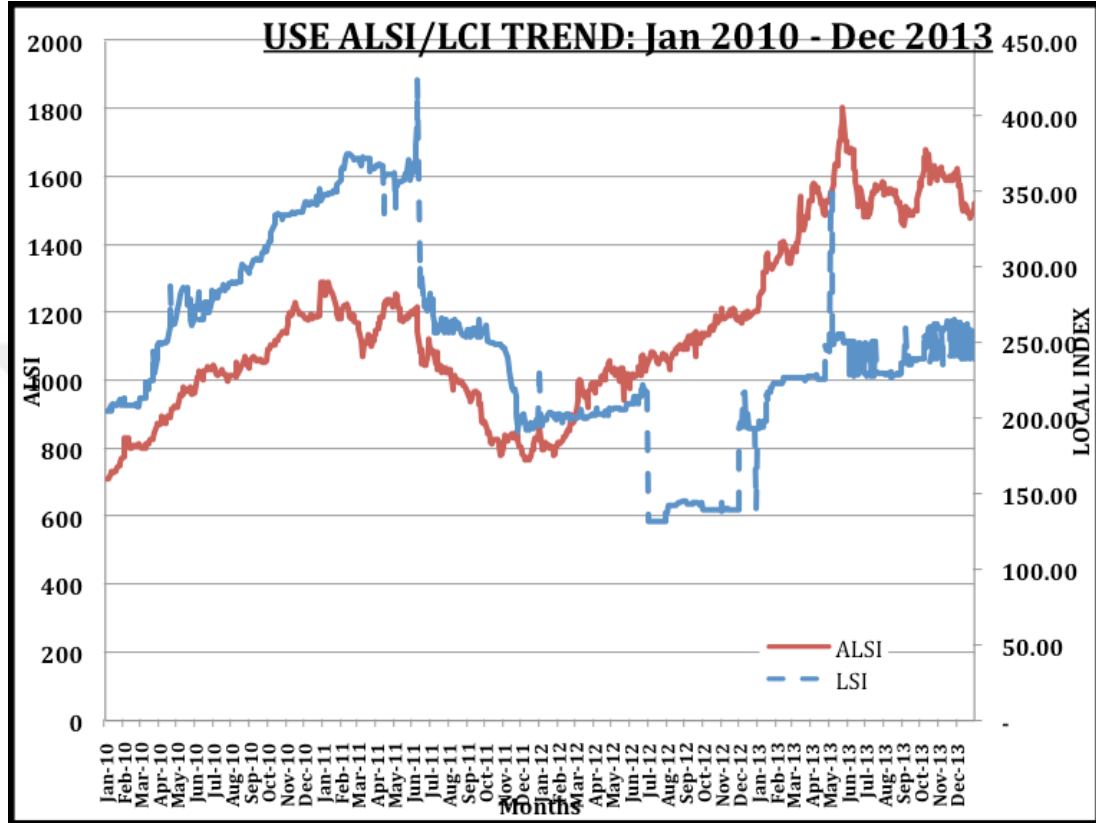
1.4.3. Hisse Senedi Piyasası Performansı

1.4.3.1. Uganda Menkul Kıymetler Borsası Performans Endeksi

Uganda Menkul Kıymetler Borsası All-Share Endeksi (ALSI) 2012 yılı Ocak ayında 832.59 puan ile açılmış ve Mart ayında 992.32'ye yükselmiştir. ALSI, özkaynaklar segmentindeki artan katılımına rağmen yılın ilk çeyreğinde stabil görünümünü korumuştur. İkinci çeyrekte ise, Endeks 1,071.85 gibi ortalama bir çizgi ile korunmuştur, Eylül'de 1,134.73 'e ve Ekim'de ise 1,186.58'e yükselmiştir. ALSI , borsaya kayıtlı hisse senetlerine göre fiyatının artması ve yılın sonunda 1,203,42 ile

Endekse katılan Umeme kotasyonunun tanıtılmasıyla Kasım'da 1,200 çizgisini geçmiştir. 2013 yılında, USE Yerel Hisse Endeksi (LSI) 2.04% yükselmiştir.

Şekil 3: USE ALSI/LCI Eğilimi: Ocak 2010 – Aralık 2013



Kaynak: Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) Ürün Piyasası Departmanı

Borsada kote edilen şirketlerin sayısı 2010 yılında 4'e 2010'da 13'e çıkarken, piyasa değeri 2001'de 61.0Ugx milyar 2010'da ise 12.8Ugx trilyon'a çıkmıştır. Bu süreçte, piyasa hem ticaret hacmi hem ciro açısından dikkate değer bir yükselişe şahit olmuştur. Ticaret hacmi 2001'de 0.335 milyon iken 2010'da 227 milyona çıkmış, borsada işlem gören hisselerinin değeri 2001'de 509Ugx milyon iken 2010'de bu rakam 42Ugx milyara çıkmıştır. (USE Yıllık Raporu, 2010; Mugabi, 2011)

Ciro, 2009 yılına kıyasla 2010 yılında %100'lük bir artış göstermiştir. Ayrıca piyasa değeri de 2009'da 7.Ugx trilyon iken 2010'da 12.8Ugx trilyona çıkarak %79'luk bir artış göstermiştir. Uganda Menkul Kıymetler Borsası All-Share Endeksi (ALSI) 2009'da 733Ugx iken 2010 yılını 1188Ugx ile kapatarak %62'lik bir artış göstermiştir (USE Yıllık Rapor, 2010). Bu veriler, 2003 yılında beri piyasa

değerindeki sürekli artışı ve endeksteeki hareketliliği göstermektedir ve bu da kotasyondaki şirketlerin performansının sağlıklı olduğuna dair olumlu bir işarettir.

Özkaynak piyasa performansına bakacak olursak, ikincil piyasa etkinliği 2012 yılında 26.4Ugx milyar ve bir önceki yıl 41Ugx milyar ciro üzerinden günlük ortalama 110Ugx milyon ciro ile 2012 yılında bir önceki yıla göre daha yavaş bir performans göstermiştir. Borsada işlem gören hisselerin sayısı 2011’de 168Ugx milyon iken bu sayı 2012’de 345Ugx milyona ulaşmıştır. 2011’de yapılan anlaşmaların sayısı 2011’de 4,748 iken 2012’de bu sayı 3,668’e düşmüştür. (USE Yıllık Rapor, 2012;15)

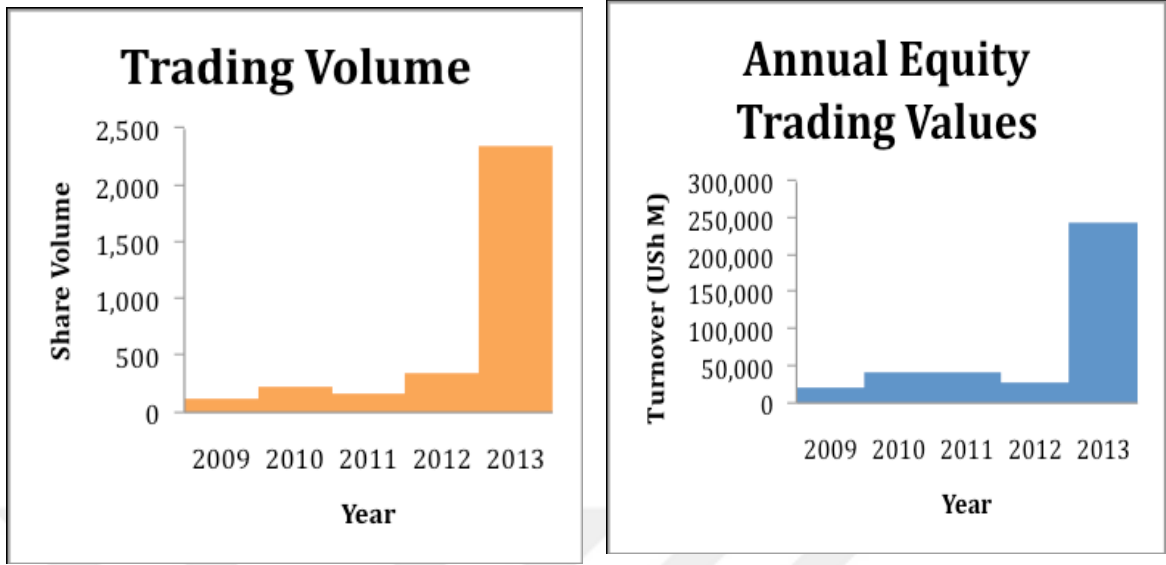
Tablo 3: 2007 – 2013 (Takvim Yılları) Yıllık Hacim Karşılaştırmaları

	Ciro (Ugx)	Hacim	Anlaşmalar
2007	85,203,921,340	484,112,529	14,388
2008	89,770,590,595	216,938,311	15,659
2009	19,739,110,145	123,231,889	5,698
2010	42,047,148,495	226,537,341	4,960
2011	40,784,908,620	168,299,763	4,748
2012	26,440,318,825	345,054,996	3,668
2013	245,126,132,490	2,353,987,917	5,205

Kaynak: Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) Ürün Piyasası Departmanı

2009 yılında Uganda Menkul Kıymetler Borsası’nda bir günde ortalama olarak 350.000 hisse senedi alım-satımı alınırken; 2013 yılında, 2012 yılına göre %600’lük bir artışla bir günde 6.5 milyon hisse senedi alım-satımı alınmıştır.

Şekil 4: Yıllık Alım Satım Değerleri ve Hacimleri



1.4.3.2. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Piyasa Performansı

Sabit getiri piyasasındaki performans, 2012’de hazine ikincil piyasasında hükümet tahvili alım satımlarında 373,645,100,000Ugx değerinde ciro kaydetmiştir. Bu, bir önceki yıl kaydedilen 105,350,900,000 değerindeki ciroya kıyasla kayda değer bir performans gelişimidir. Şirket Tahvili İkincil Piyasasında, 98.1Ugx milyar değerinde toplam ciro kaydeden HFB¹², SBU¹³, EADB¹⁴, PTA¹⁵ tahvilleri ile Şirket Tahvili Segmentinde etkinlik kaydedilmiştir. (USE Yıllık Rapor, 2012; 18)

¹² Housing Finance Bank

¹³ Stanbic Bank Uganda Uganda Stanbic Bankası

¹⁴ The Eastern African Development Bank - Doğu Afrika Kalkınma Bankası

¹⁵ PTA - Eastern and Southern African Trade and Development Bank - Doğu ve Güney Afrika Ticaret ve Kalkınma Bankası

Tablo 4: Şirket Tahvil Etkinliği Ocak – Aralık 2011/2012

	Aralık-Ocak 2011	Aralık-Ocak 2012	% Değişim
Volume Traded (Ugxs. Millions)	709.4	98.1	-86.2
Ciro (Ugx milyar)	73.3	9.9	-86.5
Anlaşma Sayısı	12	3	
Alım Satım Yapılan Günler	4	3	
Günlük Ortalama Ciro (Ugx)	14.7	3.3	-77.6

Kaynak: Uganda Menkul Kıymetler Borsası (USE) Ürün Piyasası Departmanı

1.4.4. Ekonomik Gelişmeler

1.4.4.1. Döviz

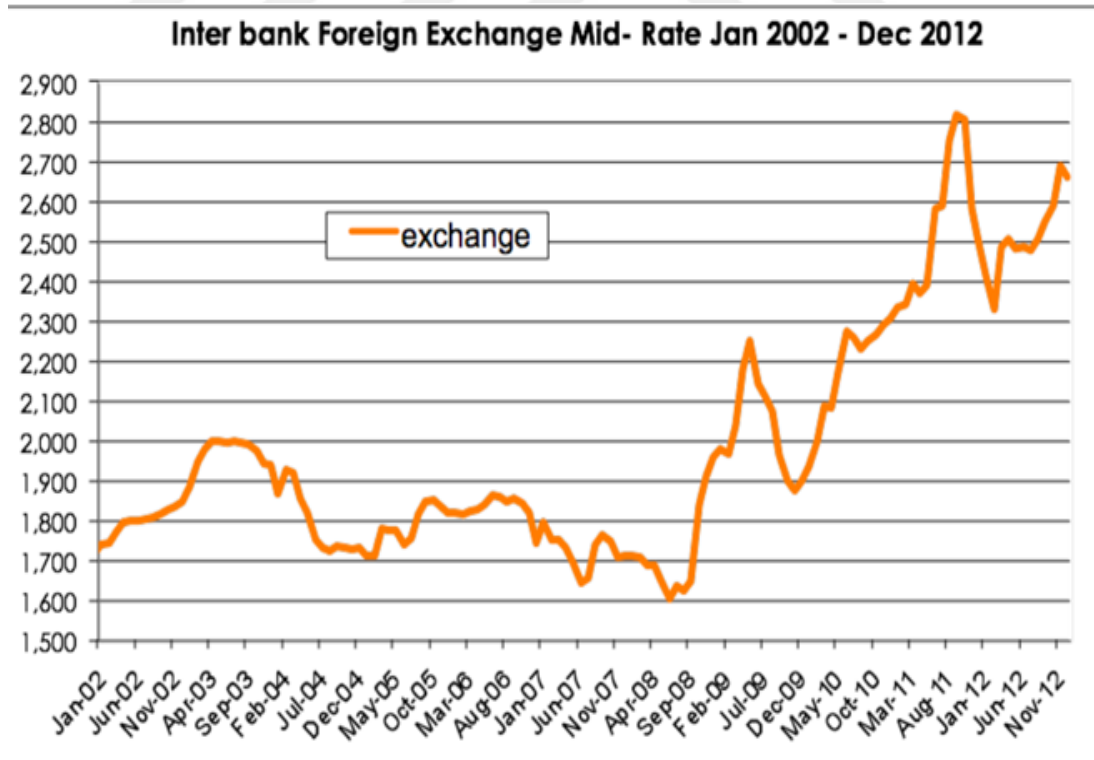
Uganda Şilini (Ugx), 2012 Mart'ta 2,485.17Ugx'den Haziran'da 2,484.36'dan borsaya girerek ABD Dolar'ına karşı değişken kalmıştır. 2012 Aralık ayına kadar, Uganda Şilini 2.688.17'de sabitlendi. Bu, Uganda Şilin'i 2011 Ekim'den beri ortalama olarak istikrarlı bir şekilde değerlendirildiği için eğilimde bir tersine dönmeyi işaret ediyordu. Aynı zamanda bu durum sermaye girişinde iyileşme olduğunu ve mevcut arzın karşılanmasını sağlayan temel sektörlerin (enerji ve telekomünikasyon) döviz talebinde azalma olduğunu belirtmektedir. (USE Yıllık Rapor, 2012; 12)

Tablo 5: 2010-2014 Dönemine İlişkin Aylık Döviz Kurları (Ugx/US Dollars)

	2014		2013		2012		2011		2010	
	Dönem Sonu	Dönem Ortalaması	Dönem Sonu	Dönem Ortalaması	Dönem Sonu	Dönem Ortalaması	Dönem Sonu	Dönem Ortalaması	Dönem Sonu	Dönem Ortalaması
Oca	2475.2	2499.9	2665.2	2683.8	2339.4	2414.2	2292.6	2332.5	1949.2	1935.6
şub	2538.1	2472.0	2643.7	2657.5	2372.5	2328.0	2359.2	2341.9	2045.4	1996.5
Mar	2549.5	2534.2	2594.8	2636.9	2518.4	2485.0	2404.5	2393.3	2084.3	2086.4
Nis	2521.4	2529.8	2597.3	2578.0	2505.7	2506.2	2380.9	2367.6	2123.3	2083.0
Ma y	2557.7	2532.4	2594.5	2586.1	2488.0	2479.1	2390.1	2387.7	2208.9	2174.6
Haz	2599.7	2580.9	2593.3	2593.1	2472.4	2484.4	2573.6	2461.0	2283.3	2257.4
Te m	2625.2	2633.5	2584.1	2588.9	2478.7	2474.2	2600.1	2587.2	2231.6	2257.3
Au ğ	2617.0	2612.5	2590.2	2578.9	2508.5	2492.0	2817.1	2753.2	2270.0	2230.9
Eyl	2651.6	2618.8	2561.0	2568.9	2545.2	2515.9	2845.4	2814.0	2244.1	2251.3
Eki	2707.3	2680.5	2524.0	2534.4	2585.4	2579.4	2640.1	2805.4	2284.7	2264.8
kas	2779.9	2734.2	2524.5	2523.3	2688.4	2623.0	2584.0	2582.2	2313.7	2288.9
ara	2773.1	2768.8	2528.0	2512.9	2685.9	2673.5	2493.3	2446.9	2308.3	2303.9

Kaynak: Uganda Merkez Bankası

Şekil 5: Ocak 2002 – Aralık 2012 Döneminde Interbank Ortalama Döviz kurları (Ugx/Dolar)



Kaynak: Uganda Merkez Bankası

1.4.4.2. Para Politikaları

2012 yılının başlangıcında, Uganda Merkez Bankası (BOU) 2011'in çoğunda benimsenen para politikasını sıkılaştırmak için yıla yavaş bir giriş yaptı. 2012 yılı boyunca BoU Merkez Bankası Faiz Oranı'nı (CBR) Mart'ta %21'e, Haziran'da %20'ye ve son olarak da Aralık'ta %12'ye düşürdü. Bunun sebebi enflasyondaki düşüş ve ekonomik etkinliği artırma ihtiyacıydı. Merkez bankası faiz oranının düşürülmesi, BoU'nun ticari bankaların kredi faiz oranlarını düşürerek 2011 Eylül'den beri yüksek kredi faiz oranlarından dolayı zayıf durumda olan özel sektöre verdikleri krediyi artırmaları için bu bankaları teşvik etme çabasını yansıtıyordu. Buna karşılık, 2012'de ticari bankalar kredi faiz oranlarını Mart'ta %27.6'ya, Haziran'da %27'ye ve Aralık'ta %23.2'ye düşürdü. (USE Yıllık Rapor, 2012; 14)

1.4.4.3. Enflasyon – Yurtiçi ve Küresel Gelişmeler

Enflasyona sebep olabilecek baskılar 2012 yılı boyunca hafifledi ve yıl sonunda tek haneli rakamlara kadar düştü. Manşet enflasyon istikrarlı bir şekilde Mart'ta %21.2'ye Haziran'da %18'e ve Aralık'ta %5.5'e düşerken, çekirdek enflasyon da aynı süreçte %23.6'dan %4.6'ya düşmüştür.

Gıda enflasyonu, Mart'ta başlayan düşme eğilimini devam ettirmiş ve bu eğilim Aralık'ta %7.3 ile sona ererek yağmur sezonunun başlangıcında arzların gelişmiş halde olduğunu göstermiştir. En çarpıcı düşüş ise, %8.3'lük bir düşüşle 2011 Aralık'ta 12.9' ulaşan Elektrik, Petrol ve Kamu Hizmetleri¹⁶'nde (EFU) görülmüştür. Bu düşüş yılın ilk çeyreğinin başlarında yükselen fakat Nisan'dan beri sürekli düşüşte olan ve Haziran'da 18 ayın en düşük rakamlarına gerileyen petrol fiyatlarını yansıtmaktadır. (USE Yıllık Rapor, 2012; 14)

Uganda Merkez Bankası'na göre 2000'den 2014 yılına kadar olan aylık enflasyon oranları aşağıdaki şekildedir;

¹⁶ Electricity, Fuel and Utilities

Tablo 6: 2000-2014 Dönemine İlişkin Aylık Enflasyon Oranları

	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Ekim	Kas	Ara
2014 Manşet Base:2005/06=100)	6.9	6.8	7.1	6.7	5.4	5.0	4.3	2.8	1.4	1.8	2.1	1.8
Çekirdek: (Base: 2005/06 =100)	4.6	3.9	3.7	3.4	3.3	2.9	3.0	3.1	2.0	2.4	2.3	2.7
2013 Manşet bazında: 2005/06 =100)	4.9	3.5	4.0	3.4	3.7	3.6	5.1	7.3	8.4	8.1	6.8	6.7
Çekirdek: (Base: 2005/06 = 100)	5.6	5.6	6.8	5.8	5.6	5.8	6.4	6.6	7.4	7.2	7.0	5.7
2012 Manşet bazında: 2005/06 =100)	25.6	25.7	21.1	20.0	18.6	18.0	14.3	11.9	5.5	4.4	4.9	5.3
Çekirdek: (Base: 2005/06 = 100)	28.0	26.7	23.6	22.8	21.2	19.5	15.4	11.4	4.9	4.0	3.9	4.6
2011 Manşet Base: 2005/06 =100)	5.0	6.4	11.2	14.1	16.0	15.7	18.8	21.4	28.3	30.5	29.0	27.0
Çekirdek: (Base: 2005/06 = 100)	5.6	6.0	7.8	9.6	11.3	12.1	15.6	20.0	27.6	30.8	30.6	29.2
2010 Manşet Base: 2005/06 =100)	8.9	8.1	7.6	6.0	4.3	4.2	3.3	1.7	0.4	0.2	1.4	3.1
Çekirdek: (Base: 2005/06 = 100)	6.4	6.9	6.7	5.7	4.6	4.6	4.6	4.0	4.2	2.5	2.9	4.8

Kaynak: Uganda Merkez Bankası

1.5. DİĞER MALİ KURUMLAR

1.5.1. Sermaye Piyasaları Otoritesi

Sermaye Piyasaları Kurumu¹⁷ (CMA), CMA Kanunu'nun 84. başlığının uygulamaya geçmesini takiben 1996'ka kurulmuş yarı bağımsız bir organdır. Söz konusu otorite Uganda'daki sermaye piyasaları endüstrisini yatırımcıyı koruma ve piyasa verimliliği hedefleri ile birlikte tanıtmak, geliştirmek ve düzenlemekle sorumludur. CMA, kamu sektörü ve özel sektörden gelen bir kurul başkanı ve temsilcilerden oluşan bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Kurumun günlük etkinlikleri İcra Kurulu Başkanı (CEO) ile farklı alanlardan gelen profesyonellerden oluşan bir ekiple yürütülmektedir.

CMA sermaye piyasalarından tutun, özellikle engellerin kaldırılması, kazançlı girişimlerde uzun vadeli yatırımlar için teşvik yaratma, piyasa katılımcılarının uygulanabilir maksimum boyuta kadar öz denetimde olduğu bir uygulama sistem ve

¹⁷ Capital Markets Authority

menkul kıymetlerin adil, etkili ve düzgün bir şekilde işlem görüp, alıp satılabileceği bir piyasada düzenleme yapma, yatırımcıların çıkarlarının korunduğu ve son olarak da Yatırımcı Tazminat Fonu'nun yürütülmesine kadar her türlü gelişmeyi kapsamaktadır.

Şirket ve Devlet Tahvilleri, Hisse senetleri, Fon Yönetimi, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Kolektif Yatırım Planları Uganda'nın sermaye piyasalarında mevcut olan ürünler ve hizmetlerdir.

Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzania ve Uganda'daki menkul kıymetler düzenleyicileri ile menkul kıymetler borsalarını bir araya getiren Doğu Afrika Üye Ülkeleri Menkul Kıymetler Düzenleme Kurumu¹⁸ yani EASRA adıyla bilinen bir forum aracılığıyla bölgesel işbirliği alanında hatırı sayılır bir gelişme sağlanmıştır. Bu kurumun amacı menkul kıymetlere ilişkin yasaları ve Doğu Afrika bölgesindeki sermaye piyasalarının altyapısını uyumlu hale getirmek ve bu şekilde de ortak bir eğitim, iş standardı ve bölgedeki şirketlerle sınır ötesi kotasyonu sağlamaktır. Yukarıdaki bahsedilen çapraz kotasyon bu girişimin sonuçlarından biridir.

Yatırımcı Tazminat Fonu¹⁹ (ICF) , sözleşmeden doğan yükümlülüklerle uymayan lisanslı brokerler veya satıcılar tarafından kaynaklanan maddi zarara uğrayan yatırımcılara tazminat verme amacıyla devletin şart koştuğu şekilde CMA tarafından oluşturulmuştur. Fon'a kurumun bütçesinden ve piyasadaki kişiler tarafından yıllık olarak destek yapılmaktadır. Bu fonun amacı yeni oluşturulan piyasalarda yatırımcının daha özgüvenli olmasını sağlamaktır. CMA, piyasa büyüdükçe Yatırımcı Tazminat Fonu'nu destekleyecek yollar aramaya ve keşfetmeye devam edecektir. (www.cmauganda.co.ug)

1.5.2. Uganda İstatistik Bürosu²⁰ (UBOS)

Uganda İstatistik Bürosu (UBOS) Ulusal İstatistik Sistemi'ni koordine etmek ve denetlemekle sorumlu veri toplayan, işleyen, analiz eden ve bu verileri yayan ana kurumdur. Eskiden İstatistik Departmanı adı verilen ve Maliye Bakanlığı'nın Planlama ve Kalkınma Departmanı'na bağlı olan Uganda İstatistik Bürosu 1998

¹⁸ East African Member States Securities Regulatory Authorities

¹⁹ Investor Compensation Fund

²⁰ Uganda Bureau of Statistics

yılında 12 sayılı Uganda İstatistik Kurumu kanunu ile yarı bağımsız bir organa dönüşmüştür.

1.5.3. Uganda Gelir İdaresi Kurumu (URA)

Uganda Gelir İdaresi Kurumu²¹ (URA), 1991 yılında Uganda Gelir İdaresi Kurumu kanunu ile Eylül ayında kurulmuştur. Bu kurum özel gelir değerlendirme ve toplama, özel gelire ilişkin yasaları uygulamak ve yerine getirmekten sorumlu olan merkezi organdır. Sözü edilen kanun vergi toplamaya ilişkin eskiden yürürlükte olan yasaların tümünü bir araya getirmiştir. Yeni kurulan Uganda Gelir İdaresi Kurumu Ugand merkezi hükümeti tarafından toplanan vergilerin tümünden sorumlu üç vergi idare departmanını bünyesinde toplamıştır. Bahsi geçen vergi idare departmanları, Gümrük ve Tekel, Yurtiçi Gelir ve Gelir Vergisi Departmanı ‘dır.

Uganda Vergi İdaresi Kurumu, Maliye Bakanlığı tarafından atanmış bir Yönetim Kurulu ile birlikte yarı bağımsız bir birim olarak oluşturulmuştur ve Maliye Bakanlığı’na karşı sorumludur.URA Kanunu yönetim kuruluna günlük operasyonların kontrolüne ilişkin önemli ölçüde bağımsızlık tanımaktadır. Öte yandan, Maliye Bakanlığı (MOFPED) iki önemli alanı kontrol etmektedir.

i) Bütçe, Bütçesel amaçlar sebebiyle, URA Maliye Bakanlığı’nın bir departmanı olarak görülür ve bakanlığa bağlı diğer departmanlar gibi mali kanunlara ve disiplinlere tabiidir.

ii) Gelir, Bakanlık gelir hedeflerini ve bu hedeflerin farklı vergi başlıklarına nasıl dağıtılacağını belirler.

1.5.4.Maliye, Planlama Ve Ekonomik Kalkınma Bakanlığı (MoFPED)

Maliye, Planlama ve Ekonomik Kalkınma Bakanlığı, yetkisini ve fonksiyonlarını 1995 Uganda Cumhuriyeti Anayasası ve onun altında bulunan ikincil yasalardan almaktadır. Bu doğrultuda Bakanlık, kalkınma planlamasına ilişkin işbirliğinde, kamusal kaynakların hareketinde ve bu kaynakların tüm Uganda vatandaşlarının yararına kullanıldığına ilişkin etkin hesapverilebilirlik sağlama konusunda önemli bir rol oynamaktadır.

²¹ Uganda Revenue Authority

Bakanlığın yetkisi, kaynakları i ve dış olarak kamusal harcamalarına sokmak, kamu maliyesini özenli ve etkin bir şekilde kontrol etmek, tüm harcamaların etkinliğini sağlamak, ulusal planlama ve ekonomik büyümeye ilişkin stratejik kalkınma girişimlerini denetlemek, istikrar, verimlilik, yoksulluğun ortadan kaldırılması ve genel kalkınmanın güçlendirilmesini sağlamayı kapsamaktadır.



İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI İLE İLİŞKİSİ

Hisse senedi endeksi ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalarda, genel olarak döviz kuru, para arzı, faiz oranları, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'daki Değişmeler ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), enflasyon, altın fiyatı, petrol fiyatları, Uluslararası Portföy Yatırımları, kamu harcamaları, Özelleştirme Uygulamaları, Standard and Poors 500 Endeksi ve dış ticaret dengesi değişkenlerinin kullanıldığı görülmektedir. Literatürde bu konudaki çalışmalarda değişkenlerle ilgili aşağıdaki sonuçların elde edildiği tespit edilmiştir.

2.1. FİYATLAR GENEL DÜZEYİ (ENFLASYON) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Fiyat endeksleri, bütün ekonomiyi ilgilendirmektedir. Fiyat endeksleri seçilmiş bazı mal ve hizmet gruplarının fiyatlarında meydana gelen değişimleri yansıtmaktadır. Genel fiyat endeksleri, fiyatlar genel düzeyinin izlenmesi amacıyla hesaplanırlar ve bu endekslerin sürekli ve önemli ölçüde yükselmesi enflasyon olarak tanımlanır. Enflasyon, reel borçlanma maliyetini ve kredi (borç) vererek elde edilen reel getiriyi etkilemektedir. Bununla birlikte, enflasyon, borsada oynaklığa ve gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilebilirliğinde azalmaya neden olmaktadır (Ewing, 2002: 440).

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

Finansal varlıkların fiyatları, satın alma gücünün azalmasından (enflasyondan) farklı derecede etkilenmektedir. Sabit getirili finansal varlıkların

fiyatlarında enflasyonun etkisi daha şiddetli görüldüğü halde, enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi halen tartışılmakta olan bir konudur (Akguc, 1989:788). İşletme dışındaki faktörlerin işletme üzerine yüklediği ve yatırımcının çeşitlendirme yöntemi ile ortadan kaldıramayacağı risk primi olarak tanımlanan sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanmakta ve tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkları etkilemektedir.

Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda üç ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur. İkinci görüş hisse senedi verimi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedi veriminin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür. Yüksek ve düşük enflasyon oranlarının görüldüğü 1956'dan bu yana araştırmacılar hisse senetlerinin çok zayıf bir enflasyon korunağı olduğunu, enflasyonun büyüme oranlarını negatif etkilemesinden yararlanarak açıklamaya çalışmışlardır (Reilly, 1997:1).

Bodie (1976), çalışmasında, ABD' de hisse senedi fiyatları ile beklenen ve beklenmeyen enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş ve hisse senetlerinin enflasyona karşı yatırımcıyı koruyucu özelliği olup olmadığını test etmiştir. Elde ettiği bulgular, hisse senedi fiyatlarının, hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyonla, 1953 – 1972 dönemi verileri kullanılarak yapmış olduğu regresyon analizine göre negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir.

Fama ve Schwert (1977), Chen vd. (1985), Japonya verilerine dayanan çalışmasında enflasyonun hisse senedi getirileri üzerindeki negatif etkisinin sahte olduğunu ve önemli bir etken olmadığını savunmuştur. Carmichael ve Samson (2003), çalışmasında makroekonomik faktörlerin ele alındığında hisse senedi getirileri üzerinde gizli bir etkilerinin olduğunu, ekonomik risk faktörleri, firma kazançları üzerindeki etkilerinden dolayı hisse senedi fiyatlarını etkilendiklerini savunmuşlardır.

Fuller ve Petry (1981) de, hisse senetlerinin enflasyona karşı bir korunak olabileceğini düşünmüşlerdir. Bu araştırmacılara göre, hisse senetlerinin bir enflasyon korunağı sağlayabilecek yüksek getiri oranını sağlayıp sağlayamayacağını belirleyen kritik faktör kar payı büyüme oranıdır (Fuller-Perry, 19-25). Kar payı

büyüme oranı'nın dağıtılmayan kar oranının ve öz sermaye verimliliğinin bir fonksiyonu olduğu Babcock (1970) tarafından da ifade edilmiştir (Babcock, 1970:236-242).

Reilly (1997) çalışmasında, nispeten düşük enflasyonun yaşandığı 1956-1967 ve 1982-1995 dönemleri arasında, yüksek enflasyonun yaşandığı 1968-1981 yılları arasına göre reel hisse senedi getirisi ve öz sermaye verimliliği daha yüksek olmuştur. Sonuç olarak, düşük enflasyon dönemi boyunca daha yüksek getiri sağlanması, sözü geçen bu kazançların büyüme oranı ile enflasyonun doğrudan doğruya karşılaştırılması ile açıklanabilir. Özellikle, düşük enflasyon dönemi boyunca kazançların büyüme oranı genellikle enflasyon oranını aşmaktadır. Buna karşılık yüksek enflasyon dönemlerinde ise kazançların büyüme oranı enflasyon oranından daha küçük olmaktadır. Oran olarak düşük enflasyonun yaşandığı 1982'den bu yana özellikle 1995 yılında ABD hisse senedi piyasasının genellikle kar etmiş olması bunu ispat etmektedir ve enflasyon oranı azalıyor iken kar payı büyüme oranındaki bir artış hisse senedi getirisinin çok yüksek olması sonucunu doğurmaktadır (Reilly, 1997:17).

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

Enflasyon finansal varlıkların beklenen getirilerinin değerini etkilediğinden, enflasyon, finansal varlıklara yapılan yatırımların reel karlılık düzeyini belirleyen önemli faktörlerden biridir. Portföy yöneticileri, portföyden elde etmeyi bekledikleri getirinin reel satın alma gücünü aşağıdaki formül yardımı ile hesaplayabilmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 38):

$$x = \frac{1+r}{1+\frac{\Delta p}{p}} - 1$$

Formülde;

x = Reel satın alma gücü

r = Faiz gelirini

$\Delta p / p$ = Enflasyon oranını göstermektedir.

Finansal varlıkların fiyatları enflasyondan farklı derecelerde etkilenmektedirler. Sabit getirili varlıkların fiyatlarında, enflasyonun etkisi şiddetli görülmesine rağmen; hisse senedi fiyatları üzerinde ki etkisi tartışmalıdır. Bir görüşe göre, hisse senetleri enflasyona karşı dirençli (hedge) varlıklardır. Enflasyon oranında meydana gelen artış, şirketlerin satış ve karlarının artması, dağıtılan temettülerde yükselişe neden olur. Buna ek olarak, hisse senetleri, sahiplerine ortaklık hakları sağladığı için şirketlerin enflasyon nedeni ile değeri artan aktifleri üzerinde de hisse senedi sahiplerinin haklarını koruma altına almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 40 – 41).

Poon ve Taylor (1991), İngiliz borsası ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmada, enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasındaki bir ilişkinin olmadığını tespit etmiştir. Dritsaki (2005), Yunanistan Borsa Endeksi ile enflasyon arasındaki ilişkinin enflasyondan borsa endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu bulmuştur.

James v.d. (1985), çalışmasında, hisse senedi getirileri ve enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisini ABD için araştırmışlardır. Yazarlar, çalışma sonunda hisse senedi fiyatları ile beklenen enflasyon arasında negatif yönlü bir ilişki saptamışlardır. Reel ekonomik faaliyetin modele eklenmesiyle beklenen enflasyon değişkeninin anlamsız hale geldiği bulunmuştur

Kasman (2006)' a göre, hisse senedi fiyatlarının sadece sanayi üretimine Granger anlamında neden olmadığı buna karşın, hisse senedi fiyatlarının, enflasyonu, para arzını ve döviz kurunu tahmin etme gücüne sahip olduğunu göstermiştir. Uzun dönemde, sanayi üretim endeksindeki büyüme, hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilemektedir. Bulunan bu sonucun, daha çok gelişmiş ülkeler için geçerli olduğunu

düşündüğü bu ilişkinin Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasa için de geçerli olabileceğini göstermiştir.

Enflasyonun hisse senetleri üzerindeki etkisi konusunda üç ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, hisse senedinin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olduğudur. İkinci görüş, hisse senedi verimi ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu savunur. Üçüncü görüş ise, hisse senedi veriminin enflasyondan bağımsız olduğu görüşüdür. Yüksek ve düşük enflasyon oranlarının görüldüğü 1956'dan bu yana araştırmacılar hisse senetlerinin çok zayıf bir enflasyon korunağı olduğunu, enflasyonun büyüme oranlarını negatif etkilemesinden yararlanarak açıklamaya çalışmışlardır (Reilly, 1997;1).

2.2. KAMU HARCAMALARINDAKİ FARKLILIKLAR İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

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

Kamu harcamalarının hisse senedi fiyatlarına etkisi ekonomide meydana getirecekleri değişimler yoluyla olmaktadır. Kamu harcamalarındaki artış, bu harcamalar nedeniyle mal ve hizmet satışında bulunan firmaların gelirinde de artışa yol açacak ve bu etkileşim “çoğaltan etkisi” aracılığı ile gelir artışını tüm ekonomiye yayacaktır. Piyasanın canlanması firma karlarının artmasına, karların artması da firmaların dağıtacağı kar payı miktarının ve beklenen kar payı büyüme oranının yükselmesine neden olabilmektedir.

Bunların yükselmesi sonucunda da hisse senetleri fiyatında bir artış meydana gelebilir. Bunun tam tersi yani kamu harcamalarının azaltılması, piyasayı olumsuz yönde etkileyebileceğinden aynı yoldan hisse senetleri fiyatlarının düşmesine neden olabilmektedir.

Böyle olmakla birlikte, finans literatüründe kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi herhangi bir şekilde etkilemediğini ileri süren çalışmalar da vardır. Yamak ve Küçükkkale (1997) yaptıkları çalışmada, Türkiye’de kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişkisinin var olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında nedensellik açısından da

anlamalı ve beklenen yönde ilişkiler tespit edilmiştir. Ekonomik büyüme, kamu harcamalarını pozitif yönde etkilerken, kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi herhangi bir şekilde etkilemediğini ortaya koymuşlardır (Yamak-Küçükkale, 1997:6-13).

2.3. GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILA (GSMH) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

GSMH, belli bir zaman aralığında ülke sınırları içerisinde üretilen bütün mal ve hizmetlerin parasal olarak ifadesidir. Ekonomik bir faaliyet olarak GSMH'daki değişimler hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla hisse senedi getirilerini izlemektedir. Bu durum işletme kazançlarının ekonomik faaliyetlerin etkisi altında olmasından kaynaklanmaktadır (Yılmaz, Güngör ve Kaya, 2005:6). Ekonomiyi oluşturan bireylerin gelirlerinin artmasıyla beraber ihtiyaçların tatmin edilebilmesi amacıyla daha fazla nihai mal ve hizmet talebinde bulunması durumu ortaya çıkacaktır. Böylelikle, işletmelerin satışları ve buna bağlı olarak karları artacaktır. Yatırım yapmak amacıyla işletmelerin finansal verilerini takip eden yatırımcılar ise ilgili işletmelerin hisse senetlerine yatırım yaparak artan taleple beraber hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesine yol açacaklardır (Sayılğan ve Süslü, 2011:78).

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

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

2.4. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞMELER İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Döviz kurları, bir para biriminin diğeri cinsinden fiyatı olarak tanımlanmıştır. Döviz kurları satın alma gücü cinsinden paranın uluslararası değerini göstermektedir (Henning v.d. 1979: 218). Döviz kuru ve hisse senedi arasındaki ilişki, herhangi bir belirsizlik durumunda para ve sermaye piyasaları yoluyla finansal krizlere dönüşebildiğinden yatırımcıların sürekli takip ettiği bir konu olmuştur.

Frank ve Young (1972), hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalardan biridir ve çalışma sonucunda değişkenler arasında önemli bir etkileşim bulunmadığını ortaya koymuşlardır. Bu konuda daha sonraları da birçok çalışma yapılmasına rağmen bir fikir birliğine varılamamıştır. Aggarwal (1981) ,Solnik (1987), Roll (1992), Phylaktis ve Ravazzollo (2005) hisse senedi fiyatları ile döviz kuru değişkenleri arasında pozitif bir ilişkinin varlığından bahsederken, Soenen ve Hennigar (1988), Kim (2003) bu değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Chow vd. (1997), Bahmani vd. (1992), Nieh ve Lee (2001), Ozair (2006) ise hiçbir ilişkinin var olmadığını belirtmişlerdir.

Döviz kurları arasındaki ilişkiyi açıklayan iki farklı yaklaşım bulunmaktadır: Geleneksel Yaklaşım ve Portföy Yaklaşımı (Demircioğlu, 2002: 25; Erbaykal ve Okuyan, 2007: 78);

Geleneksel Yaklaşım: Mao ve Kao (1999)' a göre, döviz kurunda meydana gelen artışın, ihracata dayalı büyüme modelini uygulayan ülkelerde, ihracat yapan firmaların ihracatlarını arttırmak suretiyle karlılıklarını yükselteceğini; böylece, söz konusu firmaların hisse senedi fiyatlarının yükseleceğini ileri sürmüştür. Ekonomisi ithalata dayalı ve üretiminde kullandığı ara malları dışardan ithal eden ülkelerde ise, döviz kurunun yükselmesi firmaların ithalat yapma imkanlarını sınırlandıracak bundan dolayı söz konusu firmaların hisse senetlerinin fiyatı düşecektir.

Dornbusch ve Fisher (1980)' a göre geleneksel yaklaşım, döviz kurundaki değişimlerin ağırlıklı olarak para talebi ve arzı arasındaki dengesizliklerin bir sonucu olduğunu ve döviz kurlarında meydana gelen bir değişimin o ülkenin uluslararası rekabet gücünü ve dış ticaret dengesini etkilemek suretiyle, ekonomideki reel gelirin ve üretim miktarlarının etkileneceğini ifade etmiştir (Erbaykal ve Okuyan, 2007: 78). Geleneksel yaklaşıma göre, döviz kuru ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ve

döviz kurlarından hisse senedi getirilerine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır (Erbaykal ve Okuyan, 2007:78).

Portföy Yaklaşımına göre, hisse senetlerinde meydana gelen düşüş, portföy yatırımlarının (sıcak para) borsadan çıkıp misafir ülkeyi hızla terk etmesine ve bundan dolayı misafir ülkenin para biriminin değer kaybedmesine neden olacağını iddia etmektedir. Söz konusu bu yaklaşım, geleneksel yaklaşımdan farklı olarak, nedensellik ilişkisinin negatif yönlü ve hisse senedi fiyatlarından döviz kuruna doğru olduğunu belirtmiştir. Örnek olarak, Ajayi et al. (1998) yapmış olduğu çalışmada, gelişmiş olan ülkelerde nedensellik ilişkisinin hisse senetleri fiyatından döviz kuruna doğru olduğunu ifade etmiştir.

Bu yaklaşıma göre, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen bir artış, ulusal paranın değerini direkt ve dolaylı yollardan arttırarak, yatırımcıları portföylerinde bulundurdıkları yabancı menkul kıymetleri satıp hisse senedi satın almaya yönlendirecektir. Ulusal para talebinde meydana gelen bu artış ve döviz arzı ulusal paranın değer kazanmasını sağlayacak, dövizin değerini düşürecek (Erbaykal ve Okuyan, 2007: 78). Bu direkt etkinin yanında dolaylı olarak da döviz kurunun üzerinde baskı yaratılacaktır. Buna göre, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen artış, para talebini dolayısıyla da faiz oranlarını arttıracaktır. Faiz oranlarının yükselmesi yabancı portföy yatırımlarını ülkeye çekecektir. Gelen yabancı portföy yatırımları ülke içinde döviz satarak ulusal paraya olan talebi arttıracaklardır. Bundan dolayı da, döviz kurlarında aşağıya doğru bir baskı oluşturacaktır. Bunun tersi durumda, düşen hisse senedi piyasasında yabancı fonlar piyasadan çıkmak için ellerinde bulunan yerli para cinsinden stokları dövize çevirecek, bu da döviz kurlarını yukarı doğru itecektir (Erbaykal ve Okuyan, 2007: 78).

Aggarwall (1981), AB'de 1974-1978 dönemi aylık hisse senedi fiyatları ve efektif döviz kuru verileri kullandıkları bu çalışmada, hisse senedi fiyatları ve Amerikan doları arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ve kısa dönemde uzun döneme nazaran daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Soenen ve Hennigar (1988), 1980-1986 dönemi aylık hisse senedi fiyatlarını ve döviz kuru verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, Amerikan doları ve hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Bahmani vd. (1992), 1973-1988 dönemi S&P 500 endeksi ve ABD doları aylık verileri

kullanılarak yaptıkları çalışmada, kısa dönemde çift yönlü bir ilişki tespit ederken, uzun dönemde bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur. Ajayi vd. (1998), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapmış oldukları, uzun dönemi kapsayan aylık frekans bazında veri kullandıkları çalışmada, gelişmiş piyasalar için, hisse senedi getirilerinden döviz kuruna doğru bir nedenselliğinin varlığından söz ederken, gelişmekte olan piyasalar için bir nedensellik bulunmadığı sonucuna varmışlardır. Türkiyede yapılan çalışmalara bakıldığında ise; Kasman (2003) döviz kuru, İMKB–100 ve bazı sektör endeksleriyle ilgili Ocak 1990- Kasım 2002 arasındaki günlük veriler kullanılarak yapılan çalışmada, uzun dönemde hisse senetleriyle döviz kuru arasında istikrarlı ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özmen (2007), çalışmasında, 1989–2006 yılları arası günlük frekanstaki verileri kullanarak İMKB–100 endeksi ve döviz kuru değişkenlerini incelemiştir. Nedensellik test sonuçları, 1989–1994 ve 1994–1999 dönemleri dışında, değişkenler arasında çift yönlü bir nedenselliğin varlığını ortaya koymaktadır. 1989–1994 ve 1994–1999 dönemleri için yapılan nedensellik test sonuçları ise, döviz kurundan hisse senetlerine doğru tek yönlü bir nedenselliği göstermektedir. Kıran (2009), çalışmasının sonuçları, uzun dönemde döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında koentegrasyon ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları ise; 1990–2008 ve 1995 –2008 dönemleri için değişkenler arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymaktadır.

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

Nieh ve Lee (2001), hisse senedi fiyatları ve döviz kurları arasındaki ilişkinin; hem teorik hem de ampirik nedenlerle, pek çok ekonomistin dikkatini çektiğini ifade etmişlerdir. Döviz ve hisse senedi piyasalarında ortaya çıkan finansal krizler, hem ülke ekonomileri üzerinde yaratmış oldukları etkiler bakımından hem de uluslararası finansal sistemde yol açtığı belirsizlikler bakımından ilgi konusu olmuşlardır. Bu nedenledir ki, döviz kuru ve hisse senedi fiyatları veya hisse senedi getirileri arasında

ilişki, tasarruf sahipleri, yatırımcılar, finansal piyasalardaki diğer katılımcılar ve politika yapıcıların ilgisini çekmiştir. Döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesi, hükümetlerin konu ile ilgili politikalarının nasıl şekillendirilmesi gerektiği konusunda bilgi sağlamak yanında; yatırımcı kararları açısından önemli bilgiler sağlayabilir (Özer, 1999).

Mukherjee ve Naka (1995), Japonya için yapmış oldukları çalışmada, Tokyo Borsası hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında ilişkinin pozitif yönlü olduğunu bulmuşlardır. Hatem-J ve Irandoust (2002) yapmış oldukları çalışmada hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi İsveç için incelemişler ve hisse senetlerinden döviz kurlarına doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu saptamışlardır.

Ajayi ve Mougoué (1996), çalışmalarında sekiz gelişmiş ülke için borsa endeksleri ve döviz kurları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, Nisan 1985 ile Haziran 1991 arası veriler kullanılmıştır. Sonuç olarak, toplam yerel hisse senedi fiyatındaki artışın, yerli para biriminin değeri üzerinde kısa dönemli negatif bir etkiye sahip olduğunu saptamışlardır. Başka bir deyişle, para birimindeki değer kaybı, kısa vadede borsayı negatif etkilemektedir (Ajayi and Mougoué, 1996: 193).

Maysami ve Koh (2000), Singapur için yapmış oldukları araştırmada, döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu tespit etmişlerdir. Abdalla ve Murinde (1997), çalışmasında, Hindistan, Kore, Pakistan, ve Filipinlerin gelişmekte olan finansal piyasalarında döviz kurları ve hisse senedi fiyatları arasındaki etkileşimi araştırmayı amaçlamıştır. Çalışmada 1985:01 – 1994:07 dönemlerine aylık veriler kullanılarak nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Yazarlar, sonuç olarak; Hindistan, Pakistan ve Güney Kore' de döviz kurundan hisse senetlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi saptarken, Filipinler' de ise; hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Tabak (2006), Brezilya için yapmış olduğu çalışmada hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında uzun dönemli bir ilişki bulamazken, hisse senedi fiyatlarından döviz kurlarına doğru Granger nedensellik ilişkisi saptamıştır.

Goodheart v.d. (2003) çalışmalarında Kore ve Brezilya piyasalarını Ocak 1995-Ocak 1999 dönemi verilerini kullanarak para politikaları ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Brezilya ve Kore, çalışma dönemi içinde ortaya çıkmış olan benzerliklerinden dolayı seçilmişlerdir. Goodheart v.d. (2003), bu

ülkelerde yaşanmış olan kriz sonrası dönemde (1998-2001), gecelik piyasa faiz oranlarında meydana gelen değişikliğin; kriz öncesi (1995-1998) dönemindeki yabancı döviz kuru piyasalarından az etkilenmiş olduğunu saptamıştır. Böylece, ne Brezilya' da ne de Kore' de sıkı para politikalarının piyasalar üzerinde ters bir etki yaratmadığını ve bunun döviz kurundaki aşınma ile veya hisse senedi piyasalarındaki düşüşle ilişkili olmadığı bulunmuştur.

Mookerjee ve Yu (1997), Singapur gibi küçük ve açık bir piyasa için makroekonomik değişkenler ile borsanın etkinlik derecesini test etmeyi amaçlayan çalışmada dört makroekonomik faktör kullanmıştır. Bunlar; M1 ve M2 para arzı, nominal döviz kuru ve toplam yabancı döviz rezervidir. Ekim 1984 – Nisan 1993 arası aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, hisse senedi fiyatları ile M1, M2 ve toplam yabancı döviz rezervi arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ancak döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı saptanmıştır. Söz konusu dört makroekonomik değişkene göre kısa vadede Singapur borsasının etkin olduğu bulunmuştur. Buna karşın nedensellik testi farklı sonuçlar vermiştir. Buna göre; Singapur borsası M2' e göre etkin bir piyasa değilken; M1' e ve toplam yabancı döviz rezervine göre etkin bir piyasadır.

Mansor (1999) çalışmada, Malezya için yedi makroekonomik değişken ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, Ocak 1977 – Haziran 1996 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılmış olan değişkenler şunlardır: Kuala Lumpur Birleşik Endeksi, Sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi, M1 ve M2, yerel kredi miktarının toplamı, resmi rezervler ve döviz kuru. Yapılan analiz sonucunda hisse senedi fiyatları ve üç makroekonomik değişken (tüketici fiyatları, kredi toplamı ve resmi rezervler) arasında eşbütünleşme bulunmuştur. Resmi rezervlerin ve döviz kurunun hisse senedi fiyatlarının Granger nedeni olduğu tespit edilmiştir.

Döviz kurlarına etki eden değişkenler ne olursa olsun, herhangi bir nedenle, döviz kurlarında meydana gelen değişiklik hisse senedi fiyatlarına etkide bulunmaktadır (Kanalıcı, 1997: 53). Döviz kurları ile hisse senetleri arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Döviz fiyatlarında sürekli yükselişler meydana geliyorsa tasarruflarını hisse senetlerine bağlamış olan yatırımcılar, ellerindeki hisse senetlerini dövize yatıracaklardır. Böylece hisse senetlerine olan talep düşecek ve bunun

sonucunda hisse senedi fiyatları da düşecektir. Döviz fiyatlarındaki artışın durmasından sonra, yatırımcılar veya tasarruf sahipleri borsaya yönelmekte ve tekrar hisse senedi fiyatlarını arttırmaktadırlar.

2.3. ALTIN FİYATLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Hisse senetlerinin alternatif yatırım araçları arasından biri de kıymetli madenlerdir. Kıymetli madenler arasında da altın başta gelmektedir. Yüzyıllar boyunca paranın sahip olduğu fonksiyonları yerine getiren altın, günümüzde çoğunlukla tasarruf aracı olarak kullanılsa da öneminden pek fazla bir şey kaybetmiş değildir.

Yabancı literatürde yapılan çalışmalarda hisse senedi fiyatları ile altın fiyatları arasında negatif ilişkiler bulunurken, (Albeni ve Demir, 2005:7), Türkiye’de yapılan çalışmalarda; Atan vd. (2005), Albeni ve Demir (2005), Zengin (2009), hisse senedi fiyatları ile altın fiyatları arasında pozitif ilişkiler bulunmuştur.

2.4. FAİZ ORANLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik değişkenlerden bir diğeri, faiz oranlarıdır. Klasik iktisatçılara göre, faiz oranı reel bir değişken olup onun denge seviyesini belirleyen faktörler: tasarruf talebi ve arzıdır. Faiz, tanımı gereği, paranın fiyatı veya tasarrufun fiyatı olarak düşünülebilir. Gözlenen veya nominal faiz oranı aşağıdaki denklemde olduğu gibi yazılabilir (Keown v.d. 1998: 55):

$$k = k^* + INF + IFLS + VP + LP$$

k, sabit getirili bir menkul kıymetin gözlenen veya nominal faiz oranını,

k*, risksiz faiz oranını,

INF, enflasyon risk primini,

IFLS, ödeyememe risk primini,

VP, vade primini, ve

LP, likitide risk primini temsil etmektedir

Yalnızca iki piyasa, hisse senedi piyasası ve tahvil piyasası olduğu varsayıldığında, tahvil faiz oranları arttığında, tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini, hisse senedi piyasasından, tahvil

piyasasına aktaracaktır. Bu durum, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürecektir. Tahvil faiz oranları azaldığında, tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasından hisse senedi piyasasına aktardığında, hisse senetlerine olan talep yükselecek ve bu talebe bağlı olarak da hisse senedi fiyatları yükselecektir (Brigham, 1995:137).

Yılmaz vd. (2006) yaptıkları çalışmada hisse senedi fiyatları ve bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmış ve faiz oranı ile hisse senetleri fiyatları arasında uzun dönemli bir nedensellik ilişkisi bulmuştur.

Hashemzadeh ve Taylor (1988) faiz oranı ile hisse senedi arasındaki ilişkiyi şöyle açıklamışlardır; Faiz oranlarındaki bir artış, yatırımcının temettü veya sermaye kazancı olarak elde etmeyi beklediği gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini düşürür. Diğer yandan, faiz oranlarındaki artış, tahvil fiyatlarını düşürür. Böylece faiz oranlarındaki artış, tahvil satın alımlarında bir artış, buna karşın hisse senetlerine olan talepte bir azalış meydana getirir. Çünkü hisse senedi yatırımcısını yatırıma yönelten faktörlerden en önemlisi, hisse senedinden beklediği getirinin, faiz oranından yüksek olmasıdır.

Geske ve Roll (1983)'ün çalışmasına göre faiz oranlarındaki bir artış veya azalış hisse senetlerini etkileyebilmektedir. Çünkü, faiz oranları sadece bir makroekonomik gösterge değil; aynı zamanda, hisse senedi getirilerinin de bir ikamesidir (Altıntaş, 1988: 177).

Chen et al. (1986) ise, hisse senedi fiyatları ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi iskonto edilmiş beklenen temettüler modelini (veya indirgenmiş nakit akışları modelini) kullanarak açıklamaya çalışmışlardır. Sonuç olarak, vade yapısı ve hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır. Durukan (1999), İMKB-100 endeksindeki değişimleri açıklamada, faiz oranı ve sanayi üretim endeksinin yeterli olduğunu dolayısıyla, İMKB' nin yarı güçlü etkin piyasa anlamında etkin olmayan, spekülatif ve sığ bir borsa olduğu saptamıştır (Durukan, 1999: 39).

Kraft ve Kraft (1977), 1955 – 1974 yılları arasında hisse senedi fiyatları ile hisse senedi fiyatlarına etki eden değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini test etmeği amaçlamışlardır. Çalışmada kullanılan değişkenler; para arzı, para arzındaki değişimin oranı, birleşik faiz oranı ve riskin bir ölçüsü kullanılmıştır. Kraft ve Kraft

(1977) çalışmada, para arzının, para arzındaki değişimin ve faiz oranlarının, hisse senedi fiyatlarında hareketliliğe neden olmadıklarını bulmuşlardır. Bunlara ek olarak, çalışmada, hisse senedi fiyatları ile söz konusu makroekonomik değişkenler arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunduğunu ve söz konusu bu ilişkinin yönünün hisse senedi fiyatlarından para arzına, para arzındaki yüzdesel değişime ve faiz oranına doğru olduğunu yapmış oldukları testler sonucunda bulmuşlardır.

Hashemzadeh ve Taylor (1988), ABD için yapmış olduğu çalışmada, para arzı, faiz oranları ve hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Çalışmada haftalık veriler kullanılmıştır. Çalışmanın kapsadığı periyot, 2 Ocak 1980 ile 4 Temmuz 1986 yılları arasındadır. Yazarlar, faiz oranlarından hisse senedi fiyatlarına doğru bir nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

Dratsaki (2005), faiz oranları ile Yunanistan borsa endeksi arasında, faiz oranlarından Yunanistan borsa endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmüştür. Moosa (1998), yıllık verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuştur.

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

Mali sektör işletmeleri gibi kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerde, faiz oranlarındaki artışla birlikte hisse senedi fiyatları düşme eğilimi gösterirken, faiz oranlarındaki azalma ile de hisse senedi fiyatları artma eğilimi göstermektedir. Kaldıraç etkisi ne kadar yüksekse, faiz oranlarının değiştiği dönemlerde hisse senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanma da o kadar fazla olacaktır. Diğer yandan uzun vadeli aktiflere ve kısa vadeli pasiflere sahip işletmeler faiz oranlarındaki değişimlere karşı daha duyarlı hale gelmektedir (Bek, 1991:90). Yapılan araştırmalar, aktiflerin büyük bir kısmı uzun vadeli ve sabit oranlı aktiflerden oluşan işletmelerin faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

2.5. PARA ARZINDAKİ DEĞİŞMELER (EMİSYON) İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Hisse senedi fiyatları ile yakından ilgili ekonomik faktörlerden birisi de para arzıdır. Para arzındaki değişimin ekonomideki etkisi ile ilgili olarak daha sonra yapılan çalışmalar, para arzındaki değişimin, ekonominin reel kesiminde etkisini göstermeden önce hisse senedi piyasasında etkili olduğunu ortaya koymuştur (Reilly, 1989:503).

Para arzının tanımına baktığımızda konu ile ilgili olarak literatürde farklı yaklaşımların bulunduğu görülmektedir (Erdem, 2002: 15). Bu yaklaşımlar aşağıda belirtildiği gibidir: İlk yaklaşım, klasik iktisatçıların yaklaşımıdır. Buna göre, para arzı; bozuk para, kağıt para ve bankacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde çeke tabi vadesiz ticari ve vadesiz tasarruf mevduatlarının toplamından meydana gelmektedir. Klasik iktisatçıların yapmış olduğu bu tanım dar anlamda para arzı olarak bilinmektedir. İkinci yaklaşım, Chicago Ekolü yaklaşımıdır. Buna göre, para arzı, nakit para, vadesiz mevduatlar ve vadeli mevduatlar toplamı şeklinde anımlanabilmektedir. Üçüncü yaklaşım, Gurley ve Shaw yaklaşımıdır, para arzı kapsamına, para ve para yerine geçen bütün likit varlıklar (nakit, vadesiz mevduat, vadeli mevduat ve menkul kıymetler) alınmaktadır. Para arzı, bu varlıkların ikame dereceleri ölçülerek, elde edilen değerlerin toplamı olarak hesaplanmaktadır (Gurley ve Shaw, 1960: 82). Sonuncu yaklaşım ise merkez bankası yaklaşımı olarak ifade edilmiş olan yaklaşımdır. Bu görüşe göre, para arzı; merkez bankası yetkililerince krediyi de kapsayan en geniş biçimde tanımlanmıştır. Kredi kapsamına sadece bankaların açmış oldukları krediler değil, tüm mali kuruluşların açmış oldukları krediler girmektedir. Bu yaklaşımların dışında diğer bir tanıma göre ise, para arzı, bankalarda bulunan ve merkez bankasının doğrudan doğruya kontrol edemediği mevduattan oluşmaktadır. Buna göre para arzını aşağıdaki formül ile basitçe ifade edebiliriz (Dornbusch ve Fischer, 1998: 402);

$$M = C + MEV$$

Yani, para arzı eşittir, nakit (dolaşımdaki para “C”) artı mevduattır.

Tedavüldeki para miktarı hisse senedi piyasasını dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Bu konuda yapılan çalışmalar göstermiştir ki para arzı ile

hisse senedi fiyatı arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması fiyatları ve işlem hacmini yükseltmekte, aksi ise düşürmektedir. Emisyon hacmindeki artış genel fiyatları etkilediği gibi hisse senedi fiyatlarını, dolayısıyla borsa endeksini de yükseltmektedir. Tersine, emisyon hacmindeki daralma ise hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla endeksi düşürmektedir (Durucasu, 1997:131).

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

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

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

Sprinkel (1964), 1918 -1963 dönemi için yapmış olduğu araştırmada, parasal büyümenin veya daralmanın hisse senedi piyasalarını yönlendirebileceğini ifade etmiştir. Cooper (1974) ve Rozeff (1974, 1975) yapmış oldukları çalışmalar sonucunda hisse senedi piyasalarının parasal genişlemedeki değişimi önceden tahmin edebildiğini ve ona göre davranabildiğini saptamışlardır. Buna göre, hisse senedi piyasalarının para arzındaki genişlemeyi, bir ila üç ay önceden tahmin edebildiği

yazarlar tarafından saptanmıştır. Ancak, Hashemzadeh ve Taylor (1988), çalışmalarında ulaşılmış oldukları sonuçlar, hisse senedi fiyatları ve para arzı arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu bulmuşlardır. Dolayısıyla, söz konusu ilişki ile ilgili olarak, ampirik bulgular arasında bir uyum olmadığı görülmektedir.

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

Para arzında meydana gelen bir artış, yukarda belirtilmiş olduğu gibi, faiz oranlarını etkilemektedir. Para arzındaki artışın neden olduğu likidite bolluğu, faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Faiz oranları ve hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğu için faiz hadlerinin düşmesi, hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır (Kanalıcı, 1997: 55).

İbrahim ve Aziz (2003), Malezya için yapmış oldukları çalışmada, Kuala Lumpur borsası (KLCI) hisse senedi fiyatları ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiş ve değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu görmüşlerdir. Hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığının, Malezya hisse senedi piyasasının zayıf etkin piyasa olduğunu gösterdiğini ifade etmiştir.

Lee (1997) yapmış olduğu çalışmada, Asya kaplanları olarak bilinen Hong Kong, Singapur, Güney Kore, Tayvan gibi Pasifik havzası ülkelerdeki borsaların etkinliğini para ve maliye politikaları ile ilgili olarak incelemiştir. Üç aylık verilerin kullanılmış olduğu çalışmada, hisse senedi fiyatı, para arzı, ve bütçe açığı (yada fazlası) gibi değişkenler kullanılmıştır. Para arzı ve bütçe açığı dört ülke için hisse senedi fiyatlarının Granger nedenidir. Buna göre, söz konusu ülkelerde bütçe açığı ve para arzı, hisse senedi fiyatlarındaki değişimi anlamlı bir şekilde açıklamaktadır. Dolayısıyla, çalışmaya dahil edilmiş olan Asya kaplanlarının hisse senedi piyasaları hem para hem de maliye politikaları ile ilgili olarak etkin olmadığı saptanmıştır.

Çıtak (2003) yapmış olduğu çalışmada, makroekonomik politikalar ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, para arzı, bütçe açığı ve hisse senedi fiyatları değişken olarak kullanılmış ve ilişkiyi test etmek için VAR modeli bağlamında Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Yapılan testler sonucunda, bütçe dengesi değişkenin

geçmiş değerleri, İMKB 100 endeksi hisse senedi fiyatlarının bugünkü değerini etkilediği bulunmuştur. Yazar, bütçe dengesi ile ilgili geçmiş verilerin, zamanında hisse senedi fiyatlarına yansımamış olduğunu, dolayısıyla da, İMKB 100 endeksi'nin maliye politikası açısından bilgi etkin olmadığı görülmüştür. Aynı şekilde, para arzının geçmiş verilerinin İMKB 100 endeksinin bugünkü değerini etkilemediği tespit edilmiştir. Buna göre, geçmiş para arzı bilgileri zamanında hisse senedi fiyatlarına yansımış olduğu ve bu nedenle de İMKB 100 endeksinin para politikası açısından bilgi etkin olduğu saptanmıştır.

Para arzı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, nakit akışı modeli ile tanımlanabilir. Buna göre, para arzı, temettülerin gelişim oranı ile pozitif, indirgenme oranı ile de negatif ilişkilidir. Para arzının temettü üzerindeki etkisinin esas noktası şirketin cari ve beklenen kazançlarıdır. Para arzındaki herhangi bir azalış, kısa dönemli faiz oranlarını artırır ve bundan dolayı, yatırım harcamalarını ve sermaye yatırımlarını düşürmesi beklenir. Bunun sonucunda, firmaların satışları düşecek ve böylece kazançları da düşecektir. Bu nedenle, para arzı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenir (Özcam, 1997: 32).

Teorik olarak hisse senedi fiyatları ile para arzı arasında pozitif bir ilişki olduğu görüşü yaygındır. Para arzındaki artış, dolaşımdaki kredi olarak borç verilebilecek para miktarını artıracığından dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Dolayısıyla buna ek olarak işletmelerin ekonomik faaliyetlerindeki artışla beraber hisse senedi fiyatları yükselecektir. (Durukan, 1999:27).

2.6. PETROL FİYATLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Bilindiği üzere petrol fiyatları hem ulusal ülkeler bazında hem de dünya ekonomilerine yön veren önemli ekonomik göstergelerden biridir. Gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi fiyatları ile ekonomik faaliyet arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlayan Gay (2008), araştırmasında Box-Jenkins ARIMA modellerini kullanarak Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin için döviz kuru ve petrol fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın iginç sonuçlarından biri; hisse senedi fiyatları ile petrol fiyatları arasındaki ilişkinin araştırılmasında elde edilmiştir.

Çünkü, doğası gereği hisse senedi fiyatları ile petrol fiyatları arasındaki ilişkinin negatif olması beklenir. Ancak söz konusu bu ilişki Brezilya, Hindistan, Rusya ve Çin için geçerli olmadığı görülmüştür.

Kaul ve Seyhun (1990) yapmış oldukları çalışmada, petrol fiyatlarının New York Borsasına işlem gören hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkilerini 1949-1984 dönemi için incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda, petrol fiyatlarının katsayısının negatif ve anlamlı olduğu görülmüştür.

Sadorsky (1999), ABD için yapmış olduğu çalışmada, 1947–1996 dönemi aylık verileri kullanarak, S & P 500 endeksi getirileri ile sanayi üretimi, reel petrol fiyatları ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi VAR yöntemi ile incelemiştir. Yazar yapmış olduğu analizin sonucunda, petrol fiyatlarındaki oynaklığın hisse senedi piyasası endeksini etkilediğini bulmuştur.

Basher ve Sadorsky (2006) yapmış oldukları çalışmada, 21 gelişmekte olan ülke için, petrol fiyatlarındaki değişimin hisse senedi getirilerine etkisini incelemiştir. Çalışmaya dahil edilen ülkelerin çoğu için petrol fiyatlarının hisse senedi fiyatlarını %10 anlamlılık düzeyinde pozitif etkilediği bulunmuştur. Çalışma sonucunda gelişmekte olan piyasalarda petrol fiyatlarındaki artış ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Haftalık ve aylık veriler için benzer şekilde gelişmekte olan ülkelerde petrol fiyatlarındaki azalış ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki saptanmıştır.

2.7. STANDARD AND POORS 500 ENDEKSİ İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Küreselleşme ile birlikte ülkeler arasında artan finansal entegrasyon, gelişmekte olan ülkelerin ile gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki bağımlılığın artmasına neden olmuştur (Siddiqui, 2009: 19; Jeyanthi ve Pandian, 2008: 35). Jeyanthi ve Pandian (2008) dünya sermaye piyasaları arasındaki entegrasyonu hızlandıran nedenler arasında özellikle sermaye akışları üzerine konulan kısıtların kaldırılması ve döviz kontrollünün gevşetilmesini göstermiştir. Buna göre finansal entegrasyon ile birlikte sermaye akışları az getirili piyasalardan yüksek getirili piyasalara akmaya başlamıştır. Bu sermaye hareketi getirilerin

eşitlenmesini sağlamıştır. Kişilerin ve özellikle de çok uluslu şirketlerin finansman ve yatırım kararları piyasaların entegrasyon derecesi tarafından etkilenmiştir.

Literatüre baktığımızda konuyla ilgili yapılan çalışmalarda, hisse senedi piyasaları arasındaki etkileşimin veya bağımlılığın arttığı ortaya koyulmuştur (Glezakos et al., 2007: 25). Garbade ve Silber (1979) çalışmasında dominant ve uydu piyasalar arasındaki ilişkiyi açıklamıştır. Buna göre, A piyasasındaki ve B piyasasındaki fiyatlar arasındaki düzeltmenin veya ilişkinin aşağıdaki iki yoldan biri şeklinde oluşabileceğini belirtmişlerdir. (1) Aradaki düzeltme simetrik olabilir, örneğin, A piyasasındaki fiyatlar B piyasasındaki fiyatlara doğru ne kadar hızlı bir biçimde hareket ederse B piyasasındaki fiyatlar da A piyasasındaki fiyatlara doğru o kadar bir hızla hareket eder. (2) Fiyatlar arasındaki düzeltme bazen de tek yönlü olabilmektedir. Buna göre, B piyasasındaki fiyatlar genellikle (her zaman), piyasalar arasındaki iletişimin hızına bağlı gecikmeyle A piyasasındaki fiyatlara göre hareket ederler. (2)'deki ilişki bir dominant – uydu piyasa ilişkisini göstermektedir. Piyasa A dominant ve piyasa B ise uydu piyasadır.

Literatürde ABD piyasasının dominant piyasa olarak ifade edildiği buna karşın gelişmekte olan piyasaların ise uydu piyasa rolünü üstlenmiş olduğu görülmüştür. Hisse senedi piyasaları arasında artan bağımlılık finans literatürünün önemli konularından biri olmuştur.

Yapılmış çalışmalar gelişmiş ülke hisse senedi piyasaları arasında uluslararası bağımlılığın artmış olduğunu göstermiştir. Gelişmekte olan hisse senedi piyasaları ile ilgili çalışmalar da benzer sonuçları ortaya koymuştur (Majid et al. 2008: 202). Bundan dolayı uzun dönemde uluslararası portföy çeşitlendirmesinden sağlanan yararların azalabileceği de çalışmalarda belirtilmiştir. Buna göre dünya çapında hisse senedi piyasaları arasındaki bağımlılıktaki artış küresel yatırımcıların varlıklarını tahsis etme kararlarını etkileyebilmektedir (Siddiqui, 2009: 19). Buna ek olarak ulusal piyasalar arasında artan bağımlılığın zamanla uluslararası finansal istikrarsızlıklara, bu mekanizma sayesinde yerel finansal piyasalarda istikrarsızlığa da neden olabileceği saptanmıştır (Majid et al. 2008: 202). Rose ve Marquis (2006) yapmış olduğu çalışmada bütünleşen finansal piyasalar sayesinde, Amerikan piyasalarında meydana gelen hareketlerin yabancı piyasalardaki hareketleri

etkilemesine, diğer yandan, yabancı piyasalarda meydana hareketlerinde Amerikan piyasalarını etkilemesine olanak sağladığını bulmuştur (Rose ve Marquise, 2006: 11). Gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında yapmış oldukları reformlar veya serbestleşme çalışmaları bu ülkelerin küresel finansal sistemle bütünleşmelerine yardımcı olmuştur. Böylece söz konusu piyasalar küresel finansal sistemin bir parçası olmalarından dolayı diğer piyasalardan etkilenmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi getirileri ile küresel piyasaların bütünleşmesinin göstergesi olarak Standard and Poors 500 endeksi kullanılmıştır. Standard and Poors 500 endeksi, ABD’ deki en büyük 500 firmanın hisse senetlerinden oluşan değer ağırlıklı bir endeksidir. Standard and Poors 500, ABD hisse senedi piyasalarını Dow Jones’ a göre daha fazla temsil etmektedir (Madura, 2008: 247).

Eun ve Shim (1989) hisse senedi piyasalarındaki hareketlerin uluslararası mekanizmasını incelemeyi amaçladıkları çalışmalarında, uluslararası hisse senedi piyasalarındaki hareketlerin dikkatlice incelenmesi durumunda ulusal hisse senedi piyasaları arasında önemli derecede bağımlılığın var olduğunu ve uluslar arası hisse senedi piyasalarında tahmin edilemeyen gelişmelerin yerel hisse senedi piyasalarını etkileyen önemli birer “haber” olarak görüldüğünü saptamışlardır (Eun ve Shim, 1989: 242). Sonuç olarak, ulusal piyasalar arasında önemli derecede bağımlılık olduğu saptanmıştır. Buna ek olarak, ABD piyasasının dünyada en fazla etki eden piyasa olduğu bulunmuştur. Çalışmaya dahil edilen hiçbir ulusal piyasa ABD piyasasının diğer piyasaları etkileyebilme kabiliyeti kadar diğer piyasaları etkileyememiştir. Yazarlar bunun nedeni olarak da ABD’ nin dünya ekonomisi içindeki dominant rolünden kaynaklandığını belirtmişlerdir

Glezakos v.d. (2007) yapmış olduğu çalışmalarında, 2000–2006 döneminde Yunan Borsası ile ABD Dow Jones, İngiltere FTSE-100, Fransa Cac-40, Almanya Dax 30 Performance, İtalya Milan Comit General, İspanya Madrid se General, Hollanda Aex Index, Belçika Bel 20, Japonya Nikkei 225 borsaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir.

Ampirik analiz sonuçlarına göre, New York borsasının dominant rolü teyit edilmiştir. Avrupa’da ise Alman borsasının diğer borsaları etkilemede güçlü olduğu ancak kendisinin diğerlerinden etkilenmediği dolayısıyla dominant olduğu, Yunan

borsasının öncelikle ABD ile Almanya borsalarından etkilendiği ve daha az olmakla birlikte İspanya ve Belçika borsalarından da etkilendiği eş bütünleşme testi sonuçlarına göre saptanmıştır.

Jeon ve Jang (2004) ABD ve Kore’ de hisse senedi fiyatları arasındaki bağımlılığı günlük verileri kullanarak 1996 – 2001 dönemi için araştırmışlardır. Çalışmada ABD hisse senedi piyasasının Kore hisse senedi piyasasına öncülük ettiği dolayısıyla Kore hisse senedi fiyatlarının ABD borsası hisse senedi fiyatlarını takip ettiği saptanmıştır.

Siddiqui (2009) yapmış olduğu çalışmada 1999 – 2008 dönemi için aşağıda belirtilen Asya ülkeleri hisse senedi piyasaları ile ABD hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamıştır. Çalışma sonunda piyasalar arasında bağımlılığın var olduğu ancak yönünün tam olarak saptanamadığı görülmüştür. Bunlara ek olarak elde edilen ilginç diğer bir sonuç da, çalışmaya dahil edilen her iki ABD hisse senedi piyasasının dominant olmadığının bulunmuş olmasıdır.

İbrahim (2003), gelişen bir piyasa olan Malezya’ nın küresel finans piyasalarıyla bütünleşmesini (Amerika ve Japonya) ve hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiyi bir bütün içinde analiz etmeyi amaçladığı çalışmasında elde edilen analiz sonuçları şöyledir; Malezya’ da enflasyon ve Kuala Lumpur Birleşik Endeksi arasında pozitif, döviz kuru ve Kuala Lumpur Birleşik Endeksi arasında ise negatif ilişki bulunmuştur. İkinci olarak, Malezya hisse senedi fiyatları ile ABD hisse senetleri fiyatlarının negatif ama Japon hisse senedi fiyatları ile pozitif ilişkili olduğu saptanmıştır. İbrahim (2003), bu sonucun Malezya borsası ile ABD borsası arasında bir rekabetin olduğunu, diğer yandan Japon borsası ile Malezya borsasının bir birinin tamamlayıcısı olduğunu göstermesi bakımından önemini vurgulamıştır. Üçüncü olarak, Standart and Poors 500 endeksindeki bir değişimin 1 aylık gecikme ile KLCI’ nin varyansına %14,7’ lik bir katkı sağladığı, buna karşın Nikkei 225 endeksinin ise 1 aylık gecikme ile Kuala Lumpur Birleşik Endeksinin varyansına % 2,48’ lik bir katkı sağlayabildiği görülmüştür (İbrahim, 2003: 29). Dördüncü olarak, para arzı ve enflasyonun, Kuala Lumpur Birleşik Endeksindeki değişim ile pozitif ve çift yönlü bir nedensellik ilişkileri bulunmuştur (İbrahim, 2003: 31).

Neaime (2002) Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri (MENA) ve Körfez İşbirliği Konseyi ülkeleri olan Mısır, Ürdün, Fas, Türkiye, Bahreyn, Kuveyt ve Suudi Arabistan için 1990 ile 2000 dönemi haftalık kapanış verilerini kullanarak yapmış olduğu analizde MENA üyesi ülkelerin Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere' den gelen şoklara karşı yüksek hassasiyet gösterdiklerini saptamıştır.

Majid et al. (2008) geliştirmekte olan ülkelere Malezya, Tayland, Endonezya, Filipinler ve Singapur arasındaki entegrasyonu ölçmeyi amaçlamakla birlikte diğer yandan bu ülkelerin ABD (Standard and Poors 500 endeksi) ve Japonya (Tokyo Fiyat Endeksi) ile bağımlılıklarını da araştırmayı amaçlamıştır. 1988 ile 2006 arası günlük verilerin kullanılmış olduğu çalışma sonucunda, Malezya, Tayland, Endonezya, Filipinler ve Singapur' un ya kendi aralarında yüksek bir ilişkiye sahip oldukları veya ABD ile Japonya' dan etkilendikleri saptanmıştır. Buna göre, Endonezya' nın hem ABD hem de Japon piyasasından bağımsız olduğu, Malezya' nın Japon piyasasına ABD piyasasından daha fazla bağımlı olduğu, Tayland piyasasının ABD piyasasından bağımsız ancak Japon piyasasına bağımlı olduğu, Filipinler piyasasının ise Japon piyasasına göre ABD piyasasından daha fazla etkilendiği saptanmıştır.

Muradoğlu et al. (2000) yapmış oldukları çalışmada, Standard and Poors 500 endeksini piyasa liberalizasyonunun derecesinin kontrolü ve dünya piyasası portföyünün temsilcisi olarak kullanmıştır. Yapılan nedensellik testi sonucuna göre, çalışmaya dahil edilmiş olan on dokuz geliştirmekte olan ülkeden sadece Kolombiya, Meksika ve Portekiz borsalarının hisse senedi getirilerinin Standard and Poors endeksinin getirilerini takip ettiği görülmüştür. Dickinson (2000) yapmış olduğu çalışmada, ABD (New York) ve Avrupa Borsalarını (Londra, Paris, Frankfurt) ele almıştır. Dickinson (2000) borsaların birbirleri ile olan bağlantılarını araştırmak için bir model geliştirmiştir. Çalışma sonunda, yazar, söz konusu borsa endeksleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin hem tahvil piyasasında hem de hisse senedi piyasalarında var olduğunu kanıtlamıştır.

Pesonen (1999), çalışmada, 8 Ocak 1997 – 26 Şubat 1998 döneminde Rusya ve yedi Asya ülkesi (Tayland, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Hong Kong, Japonya) hisse senedi fiyatları arasında bulunan muhtemel ilişkiyi incelemeyi amaçlamıştır. ABD ve Britanya borsaları da bu çalışmaya dahil

edilmiştir. Çalışmada yapılan testler, Asyalı gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen borsa ile ilgili gelişmelerden Rus hisse senedi fiyatlarının etkilendiği ile ilgili olarak güvenilir kanıtlar sunamamıştır. Diğer taraftan, Rus hisse senedi fiyatlarının Japon ve ABD hisse senedi fiyatlarını takip ettiği saptanmıştır. Buna karşın Masih ve Masih (1997)' nin yapmış olduğu çalışmada ABD piyasalarının Asya' da yeni sanayileşmekte olan ülkelerin borsalarında meydana gelen dalgalanmaları etkileyebildiği görülmüştür.

Gilmore ve Macmanus (2002) yapmış olduğu çalışmada, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve ABD borsaları arasındaki uzun dönemli ilişkiyi 1995-2001 dönemine ait haftalık verileri kullanarak incelemiştir. Yazarların yapmış oldukları analizlere göre, söz konusu ülkeler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamıştır. Yukarıda yer verilmiş olan literatür taramasından görülebileceği üzere gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkeler için hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiş olan çalışmalarda farklı yöntemler ve genelinde zaman serileri analizi kullanılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASI

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın amacı makroekonomik göstergeler ile (özellikle de enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve para arzı) Uganda Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi ve korelasyonu incelemektir.

3.2 VERİ VE METODOLOJİ

3.2.1. Veri

Bu çalışmada, Ocak 2007 ve Kasım 2014 tarihleri arasındaki aylık zaman serisi verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken, yani borsa fiyatı (SMP)²² verileri Uganda Menkul Kıymetler Borsası'ndan (USE) alınmış ve hisse sendi fiyatlarını temsilen USE All Share Index (ALSI) ²³,in ay sonu kapanış değerleri kullanılmıştır (EK1). Bağımsız değişkenlerle, özellikle de enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para arzıyla ilgili veriler ise Uganda Merkez Bankası'ndan (BOU)²⁴ alınmıştır.

Tüketici Fiyat Endeksi (2005/2006=100) enflasyon değişkenini, Reel Efektif Döviz Kuru döviz kuru değişkenini, 91 gün vadeli Hazine Bonosu Getirisi faiz oranını ve M3 para arzı da para arzını temsilen kullanılmıştır (EK2). Sonuçlara göre, sözkonusu faktörlerin USE endeksine %77 gibi bir oranda katkı sağladığı ortaya konmuştur.

3.2.2 Metodoloji

Yukarıda belirtilen makroekonomik göstergeler ile borsa fiyatlarına temsilen kullanılan Uganda Menkul Kıymetler Borsası Endeksi arasındaki istatistiksel ilişkinin kapsamını tespit etmek için yapılan veri analizinde Statistica V.12 isimli bilgisayar yazılımı kullanılmıştır.

²² SMP: Stock Market Price

²³ Uganda Menkul Kıymetler Borsası Tüm Hisse Senetleri Endeksi

²⁴ BOU: Bank of Uganda

Bu araştırmada çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Anlamlılık düzeyi, ekonomi bilimlerinde standart değer olan 0.05 (%5) olarak kabul edilmiştir. Regresyon analizi yapıldıktan sonra değişkenler arasındaki korelasyonu belirlemek için Pearson korelasyonu kullanılmıştır.

3.3. İSTATİKSEL ANALİZ SONUÇLARI

Statistica yazılımı, Uganda borsasıyla ilgili makroekonomik göstergelerin istatistiksel analizinin yapılmasına yardımcı olmuştur. Hesaplama da veri olarak; sonuç tabloları, R2, anlamlı değişken formülleri ve matris korelasyonu tabloları kullanılmıştır.

3.3.1 Bağımsız değişkenler ile USE hisse senedi endeksi arasındaki ilişki

Statistica yazılımı aracılığıyla; enflasyonun, döviz kurlarının (Reel Efektif Döviz Kuru) , faiz oranlarının (91 gün vadeli Hazine Bonosu Getirisi) ve M3 para arzının, USE hisse senedi endeksi üzerindeki anlamlı istatistiksel etkide rol oynadığı tespit edilmiştir.

Tablo 7. Bağımsız Değişkenlerin USE Endeksi zerindeki Etkisinin Sonuçları

N=95	b*	Bİ. std. Z b*	B	Bİ. std. Z b	t(90)	p
W. wolny			2688.885	478.4425	5.62008	0.000000
X ₁	-1.22438	0.344921	-11.033	3.1081	-3.54973	0.000616
X ₂	-0.32304	0.070511	-13.249	2.8919	-4.58139	0.000015
X ₃	-0.13912	0.066628	-11.251	5.3884	-2.08801	0.039623
X ₄	2.07364	0.332269	0.207	0.0332	6.24083	0.000000

Kaynak: Statistica yazılımı ile yapılan hesaplamalar.

X₁ - Enflasyon

X₂ – Döviz Kuru

X₃ – Faiz Oranı

X₄ – M3 Para Arzı (UGX milyar)

$$R^2 = 0.77$$

$$\text{Model} = 2688.89 - 11.033X_1 - 13.249X_2 - 11.251X_3 + 0.207X_4$$

3.3.2. Bulguların Yorumlanması

R^2 (çoklu korelasyon katsayısının karesi) değeri, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenlerin varyansını nasıl etkileyebileceğini ortaya koyar. Bu sayı, bağımlı değişkenlerdeki varyans oranının ne kadarının bağımsız değişkenler grubunun etkisiyle açıklanabileceği konusunda bilgi verir. Bu durumda ise $R^2 = 0.77$ sayısı, yukarıda belirtilen bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisinin %77 olduğunu gösterir. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenler (enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve M3 para arzı), USE hisse senedi endeksi üzerinde %77 oranında bir etkiye bulunmaktadır. USE hisse senedi endeksi için geçerli model yapısı aşağıdaki gibidir:

$$\text{Model} = 2688.89 - 11.033X_1 - 13.249X_2 - 11.251X_3 + 0.207X_4$$

Bu çalışmanın sonuçları, döviz kurunun 13.249 gibi negatif bir değerle USE hisse senedi endeksindeki en etkili faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum; diğer faktörler sabitlendiğinde, döviz kurunun %1 oranında artması durumunda USE hisse senedi endeksinde % 13.249'lık bir azalma olacağını belirtmektedir.

İkinci etkili faktör ise USE hisse senedi endeksinde -11.251 puan negatif etkisi olan faiz oranıdır. Devlet hazine bonolarındaki faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde pek çok yatırımcı, hazine bonolarına yatırım yapmaya daha yatkın olur ve böylece bu da hisse senedi yatırımlarını olumsuz etkiler. Bu olumsuz durum karşılıklı bir ilişki içerisinde.

Enflasyon oranı, 11.033 gibi bir negatif değerle, USE hisse senedi endeksi'nde en az etkili ikinci faktör konumundadır. Bu duruma göre, diğer faktörler sabitlendiğinde, enflasyon oranındaki %1'lik bir artış, USE endeksinde %11.033 oranında bir düşüşe neden olur. Bu durum ise şu şekilde açıklanabilir: enflasyon oranı yüksek olduğunda yatırımcıların yatırım yapacak fonları sınırları olur, fakat enflasyon oranı düşük olduğu zaman ise yatırımcıların borsada yatırım yapabilecekleri fon fazlaları bulunur.

Öte yandan, aslında en az etkisi olan para arzının, USE hisse senedi endeksi üzerinde 0.207 değerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Buna göre; Uganda ekonomisindeki dolaşımda olan para miktarı arttıkça Menkul Kıymetler Borsası'nda yatırıma hazır para miktarı artış göstermektedir.

3.3.3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon

Bu çalışmada incelenen değişkenler arasındaki korelasyonu bulmak ve regresyon analizi gibi diğer istatistiksel analizlerde kullanmak üzere, bu değişkenler arasındaki ilişkinin boyutlarını ve sağlamlığını belirlemek için Statistica yazılımı aracılığıyla Pearson korelasyon analizi uygulanmıştır.

Tablo 8. Bağımsız Değişkenlerin ve USE Endeksinin Matris Korelasyonu

	Endeks	Faiz Oranı	Enflasyon Oranı	Döviz Kuru	Para Arzı
Endeks	1.000000	0.015347	0.747224	-0.072668	0.801399
Faiz Oranı	0.015347	1.000000	0.421693	0.062225	0.333172
Enflasyon Oranı	0.747224	0.421693	1.000000	-0.034693	0.973680
Döviz Kuru	-0.072668	0.062225	-0.034693	1.000000	0.104431
Para Arzı	0.801399	0.333172	0.973680	0.104431	1.000000

Kaynak: Statistica yazılımı ile yapılan hesaplamalar.

Yukarıdaki istatistiksel tablo, çeşitli bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle (endeks) ve kendi aralarındaki korelasyonunu göstermektedir. Sadece bağımlı değişken (endeks) ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon göz önüne alındığında;

Endeks ve faiz oranı arasındaki 0.02 değerindeki korelasyonun oldukça zayıf bir pozitif değer olduğu söylenebilir. Endeks ve enflasyon oranı arasındaki korelasyonun 0.75 olması ise yüksek ve pozitif olarak nitelendirilebilir. Ayrıca, endeks ve döviz kuru arasındaki -0.07 değerindeki korelasyon çok düşük bir negatif değerdir ve endeks ile para arzı arasındaki korelasyonun 0.80 değerinde olması da yüksek ve pozitif olarak kabul edilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada, Ocak 2007 ve Kasım 2014 tarihleri arasındaki aylık zaman serisi verileri kullanılmıştır. Yukarıda belirtilen makroekonomik göstergeler ile borsa fiyatlarına temsilen kullanılan Uganda Menkul Kıymetler Borsası Endeksi arasındaki istatistiksel ilişkinin kapsamını tespit etmek için yapılan veri analizinde Statistica V.12 isimli bilgisayar yazılımı kullanılmıştır. Bu çalışmada çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Anlamlılık düzeyi, ekonomi bilimlerinde standart değer olan 0.05 (%5) olarak kabul edilmiştir. Regresyon analizi yapıldıktan sonra değişkenler arasındaki korelasyonu belirlemek için Pearson korelasyonu kullanılmıştır.

Özellikle enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı gibi bağımsız değişkenlerin USE hisse senedi endeksi üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu ortaya koyan sonuçlar, Uganda borsasının daha çok yerel faktörlerdeki değişikliklere göre şekillendiğini göstermektedir. Özellikle de enflasyonun, döviz kurunun ve faiz oranının borsa fiyatları üzerinde negatif bir etkisi olduğu gözlemlenmektedir. Fakat para arzı ve borsa fiyatları arasındaki ilişki pozitifdir. Sadece döviz kuru ile borsa fiyatları arasında negatif bir korelasyon olduğunu gözlemledik.

Bu çalışmanın sonuçları, döviz kurunun 13.249 gibi negatif bir değerle USE hisse senedi endeksindeki en etkili faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum; diğer faktörler sabitlendiğinde, döviz kurunun %1 oranında artması durumunda USE hisse senedi endeksinde % 13.249'lık bir azalma olacağını belirtmektedir. Soenen ve Hennigar (1988), Kim (2003) yaptıkları çalışmada da hisse senedi fiyatları ile döviz kuru değişkenleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Maysami ve Koh (2000), Singapur için yapmış oldukları çalışmada da, döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu tespit etmişlerdir. Döviz kurlarına etki eden değişkenler ne olursa olsun, herhangi bir nedenle, döviz kurlarında meydana gelen değişiklik hisse senedi fiyatlarına etkide bulunmaktadır (Kanalıcı, 1997: 53). Döviz kurları ile hisse senetleri arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Döviz fiyatlarında sürekli yükselişler meydana geliyorsa tasarruflarını hisse senetlerine bağlamış olan yatırımcılar, ellerindeki hisse senetlerini dövizde yatıracaklardır. Böylece hisse senetlerine olan talep düşecek ve bunun sonucunda hisse senedi fiyatları da düşecektir. Döviz

fiyatlarındaki artışın durmasından sonra, yatırımcılar veya tasarruf sahipleri borsaya yönelmekte ve tekrar hisse senedi fiyatlarını arttırmaktadırlar.

İkinci etkili faktör ise USE hisse senedi endeksinde -11.251 puan negatif etkisi olan faiz oranıdır. Devlet hazine bonolarındaki faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde pek çok yatırımcı, hazine bonolarına yatırım yapmaya daha yatkın olur ve böylece bu da hisse senedi yatırımlarını olumsuz etkiler. Bu olumsuz durum karşılıklı bir ilişki içerisinde. Moosa (1998), yıllık verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada da, faiz oranı ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuştur.

Enflasyon oranı, 11.033 gibi bir negatif değerle, USE hisse senedi endeksi'nde en az etkili ikinci faktör konumundadır. Bu duruma göre, diğer faktörler sabitlendiğinde, enflasyon oranındaki %1'lik bir artış, USE endeksinde %11.033 oranında bir düşüşe neden olur. Bu durum ise şu şekilde açıklanabilir: enflasyon oranı yüksek olduğunda yatırımcıların yatırım yapacak fonları sınırları olur, fakat enflasyon oranı düşük olduğu zaman ise yatırımcıların borsada yatırım yapabilecekleri fon fazlaları bulunur. Bodie (1976), çalışmasında da, ABD' de hisse senedi fiyatları ile beklenen ve beklenmeyen enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş ve hisse senetlerinin enflasyona karşı yatırımcıyı koruyucu özelliği olup olmadığını test etmiştir. Elde ettiği bulgular, hisse senedi fiyatlarının, hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyonla, 1953 – 1972 dönemi verileri kullanılarak yapmış olduğu regresyon analizine göre negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir. Chen'in (1986)'da yaptığı çalışmada da hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur. Benzer şekilde Wongbangpo ve sharma (2002)'de yaptıkları çalışmada yine hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasındaki negatif bir ilişki Asya ülkeleri için gösterilmiştir.

Öte yandan, en az etkili faktör olan para arzının, USE hisse senedi endeksi üzerinde 0.207 değerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Buna göre; Uganda ekonomisindeki dolaşımda olan para miktarı arttıkça Menkul Kıymetler Borsası'nda yatırıma hazır para miktarı artış göstermektedir. Para arzında meydana gelen bir artış, faiz oranlarını etkilemektedir. Para arzındaki artışın neden olduğu likidite bolluğu, faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Faiz oranları ve hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğu için faiz hadlerinin düşmesi, hisse senedi

fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır (Kanalıcı, 1997: 55). Teorik olarak hisse senedi fiyatları ile para arzı arasında pozitif bir ilişki olduğu görüşü yaygındır. Para arzındaki artış, dolaşımdaki kredi olarak borç verilebilecek para miktarını artıracığından dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Dolayısıyla buna ek olarak işletmelerin ekonomik faaliyetlerindeki artışla beraber hisse senedi fiyatları yükselecektir.

Çalışmanın sonuçları makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları ile arasındaki ilişkisini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Uganda Menkul Kıymetler Borsasına yatırım yapacak olan yatırımcıların yatırım kararlarında çalışmada ele alınan makroekonomik değişkenlerin hisse senetleri ile olan ilişkisini ve bu ilişkinin ne yönde olduğunu (pozitif veya negatif) gözönünde bulundurmaları, karar alma süreçlerinde yatırımcılara fayda sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Abdalla, Issam S. A. ve Murinde, V. (1997). Exchange Rate and stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines. *Applied Financial Economics*, 7(1): 25–35.

Aggarwal, R.,(1981). “Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S.Capital Market Under Flaoting Exchange Rates”, *Akron Business and Economic Review*,12, 7-12.

Ajayi, R. A. Et al. (1998). On The Relationship Between Stock Returns and Exchange Rates: Tests of Granger Causality. *Global Finance Journal*, 9 (2):241 – 251.

Ajayi, Richard A. ve Mougoué, M. (1996). On The Dynamic Relation Between Stock Prices and Exchange Rates. *The Journal of Financial Research*. 19(2):193 – 207.

Akgüç, Ö. *Finansal Yönetim. Yenilenmiş 7. b.* Ankara: Avcıol Basım Yayın, 2003.

Albeni, M. ve Demir Y., (2005). Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı). *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14(1):15-50.

Altıntaş M Berra (1988). KİT’lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye

Piyasasına Etkileri, SPK Yayınları Yayın No: 8, Ankara.

Atan, M. Dervis B.ve Murat K., (2005). “Arbitraj Fiyatlama Yaklaşımının İMKB’de Test Edilmesi”, 9. Ulusal Finans Sempozyumu, Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Kapadokya / Nevşehir, Türkiye, 29 – 30 Eylül

Babcock Guilford, C. (1970). “The Concept of Sustainable Growth”, *Financial Analyst Journal*, 26, 3 May-June.

Bahmani-Oskooee, M. ve Sohrabian, A., (1992). "Stock Prices and The Effective Exchange Rate Of The Dolar", *Applied Economics*, 24, ss.459–464.

Basher, S. A. ve Sadorsky, P. (2006). Oil Price Risk and Emerging Stock Markets. *Global Finance Journal*, 17. 224 – 251. 132

Bek Hakan (1991). "Faiz oranı Riski: Finansal Kuruluşların Hisse Senedi Değerine Etkisi", *Finans Dünyası*, Sayı:15, Mart.

Bodie, Z. (1976). Common Stocks As A Hedge Against Inflation. *The Journal of Finance*, 31 (2): 459 – 470.

Brigham, E. F. (2006). *Finansal Yönetimin Temelleri* (Çev. Ö. Akmut ve H.Sariaslan). Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları. 1. cilt.

Canbaş, Serpil ve Demir Hatice (1988). Hisse Senedi Verimi ve Enflasyon Arasındaki İlişkiler ve 1980 Sonrası Donemde Türkiye’de Hisse Senetlerinin Gerçek Verimi. *Cukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*. 2(1)

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (1998). *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*. 3. b. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

Chen, N. Et al. (1986). Economic Forces And The Stock Market. *Journal of Business*, 59 (3): 383 – 403. 133

Chow, E.H., Lee W.Y. ve Solt M.S., (1997). "The Exchange Rate Risk Exposure of Asset Returns", *Journal of Business*, 70(1):105-123.

Cooper, R. (1974). Efficient Capital Markets And The Quantity Theory Of Money. *Journal of Finance*, 19 (3): 887–908.

Çitak, L. (2003). Para ve Maliye Politikalarının İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: İMKB, Makroekonomik Politikalar Açısından Bilgi Etkin Midir?. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9(1).

Darrat, A. F. (1990). Stock Returns, Money and Fiscal Defecits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (3):387 – 398.

Demircioğlu, Ö. T. (2002). *Hisse Senetleri Endeksi (İMKB 100) Ve Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Dickinson, D. G. (2000). Stock Market Integration and Macroeconomic Fundamentals: An Empirical Analysis: 1980–95. *Applied Financial Economics*,10 (3):261- 276.

Dornbusch, R. ve Fisher, S. (1980). Exchange Rates and the Current Account. *American Economic Review*, 70 (5): 960 – 971.

Dritsaki–Bargiota, M. ve DRITSAKI, C. (2005). Macroeconomic Determinants of Stock Price Movements: An Empirical Investigation of the Stock Market.

Durucasu Hasan (1997). Ekonomik Göstergelerin İMKB’ye Etkisinin Analizi. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 1(1):1-2.

Durukan, M.B. (1999). İstanbul Menkul Kıymetler Borsa' sında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *İMKB Dergisi*. 3 (11): 19 – 47.

Erbaykal, E. ve Okuyan, H. A. (2007). Hisse Senedi Getirileri ile Döviz Kuru İlişkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 1 (1): 77 – 89.

Erdem, Eylem. (2002). *Makroekonomik Değişkenlerin İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İstatiksel ve Ekonometrik Açıdan İrdelenmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Eun, C. S. ve Shim, S. (1989). International Transmission of Stock Market Movements. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 24(2): 241 – 256.

Ewing, B. T. (2002). Macroeconomic News and the Returns of Financial Companies. *Managerial and Decision Economics*, 23(8): 439–446.

Fama, E. ve Schwert, G. W. (1977). Asset Returns and Inflation. *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 115 – 146.

Frank, P. ve Young, A., (1972). “Stock Price Reaction of Multinational Firms to Exchange Realignments”, *Financial Management*, 1, ss. 66-73

Friedman, Milton (1988). “ Money and the Stock Market”, *Journal of Political Economy*, 96, April.

Fuller, Russel- Perry Glenn H., (1981). “Inflation, Return on Equity, and Stock Prices”, *The Journal of Portfolio Manegement* 7 (4 Summer).

Garbade, K. D. ve SILBER, W. L. (1979). Dominant and Satellite Markets: A Study of Dually- Traded Securities. *The Review of Economics and Statistics*, 61(3):455 – 460.

Gay, R. D. Jr. (2008). Effect of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India and China. *International Business and Economics Research Journal*, 7(3):1 – 8.

Geske, R. ve Roll, R. (1983). The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation. *The journal of Finance*, 38(1):1 – 33.

Gilmore, C.G. ve Macmanus, G. M. (2002). International Portfolio Diversification: US and Central European Equity Markets, *Emerging Markets Review*, 3(1):69 – 83.

Glezakos, M. Et al. (2007). Interdependence of Major World Stock Exchanges: How is the Athens Stock Exchange Affected? *International Research Journal of Finance and Economics*, 7(1): 24 – 39.

Goodheart, C. Et al. (2003). Monetary Policy's Effect During The Financial Crises In Brazil And Kore. *International Journal of Finance and Economics*, 8(1):55 – 79.

Gurley, J. G. ve Shaw, E. S. (1960). *Money in a Theory of Finance*. Washington: The Bookings Institution.

Hashemzadeh, N. ve Taylor, P. (1988). Stock Prices, Money Supply, And Interest Rates: The Question of Causality. *Applied Economics*, 20(12):1603 - 1611.

Hatemi -J, A. ve IRANDOUST, M. (2002). On The Causality Between Exchange

Rates and the Current Account. *American Economic Review, Bulletin of Economic Research*, 54 (2): 197 – 203.

Henning, C. N. Et al. (1979). *International Financial Management*. McGraw-Hill Book Company.

İbrahim, M. H. ve Aziz, H. (2003). Macroeconomic Variable And The Malaysian Equity Market: A View Trough Rolling Subsamples. *Journal of Economic Studies*, 30(1):6 – 27.

İbrahim, M. H. (2003). Macroeconomic Forces and Capital Market Integration a VAR Analaysis For Malaysia. *Journal Of The Asia Pacific Economy*, 8(1): 19 – 40.

James, C. Et. al. (1985). A Varma Analysis of the Causal Relations Among Stock Returns, Real Output, and Nominal Interest Rates. *The Journal of Finance*, 40(5): 1375 – 1384.

Jeon, B. N. ve Jang, B. (2004). The Linkage Between The US And Korean Stock Markets: The Case Of NASDAQ, KOSDAQ And The Semiconductor Stocks. *Research in International Business and Finance*, 18. 319 – 340.

Jeyanthi, B. J. Q. ve Pandian, P. (2008). An Empirical Study of Cointegration and Correlation Among Indian, Emerging and Developed Markets. The ICFAI Journal of Applied Finance, 14(11).

Kanaliçi, H. (1997). *Hisse Senedi Getirilerinin Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Yayın No. 77.

Kasman, S. K. (2006). Hisse Senedi Getirileri ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir İlişki Var mı? *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 21(238): 88 – 99.

Kaul, G. ve Seyhun, H. N. (1990). Relative Price Variability, Real Shocks and The Stock Market. *Journal of Finance*, 45(2): 479–496.

Keown, A. J. Et al. (1998). *Foundations of Finance The Logic and Practice of Financial Management*. 2. b. New Jersey: Prentice Hall.

Kim, K., (2003). “Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model”, *Review of Financial Economics*, 12, ss.301-313.

Kıran, B., (2009). Türkiye’de Döviz Kuru ve Hisse Senedi Fiyatlarının Sınır Testi Analizi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 275(1): 66–88.

Kraft, J. ve Kraft, A. (1977). Determinants of Common Stock Prices: A Time Series Analysis. *The Journal of Finance*, 32(2): 417 -425.

Köroğlu, Y. (2009). *Hisse Senedi Getirelerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi Ve Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Lee, U. (1997). Stock Market And Macroeconomic Policies: New Evidence From Pacific Basin Countries. *Multinational Finance Journal*. 1(4) : 273 – 289.

Madura, J. (2008). *Financial Institutions and Markets*. 8. b. Thomson Publication.

Majid, M. S. A. Et al. (2008). Interdependence of ASEAN–5 Stock Markets From The US and Japan. *Global Economic Review*. 37(2): 201–225.

Mansor, H. Ibrahim. 1999. Macroeconomic variables and stock prices in Malaysia: An empirical analysis. *Asian Economic Journal* 13(2): 219–231.

Mao, C. K. G., and W. Kao. (1990). On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions. *Journal of Business. Finance and Accounting*. 17 (3): 441-449

Masih, A.B.B. ve MASIH, R. (1997). A Comporative Analysis of the Propagation of Stock Market Fluctuations in Alternative Models of Dynamic Causal Linkages. *Applied Financial Economics*. 7(1): 59 – 74.

Maswere, C. ve Kaberuka, W. (2013). Determinants Of Stock Market Price On Uganda Securities Exchange. *International Journal of Advanced Research*. 1(4):360-377

Maysami, R. C. ve Koh, T. S. (2000). A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 9(1): 79 – 96.

Mccormac Dennis C. (1991). “ Money and Level of Stock Market Prices: Evidence From Japan”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Autumn, V: 30.

Mookerjee, R. ve Yu, Q. (1997). Macroeconomic Variables And Stock Prices In A Small Open Economy: The Case Of Singapore. *Pacific- Basin Finance Journal*, 5(3): 377 – 388.

Moosa, I. A. (1998). An Investigation into The Cyclical Behavior of Output, Money, Stock Prices and Interest Rates. *Applied Economic Letters*, 5(4): 235 – 238.

Mukherjee, T. K. ve Naka, A. (1995). Dynamic Relations Between Macroeconomic Variables And The Japanese Stock Market: An Application Of A Vector Error Corection Model. The Journal of Financial Research. 18(2): 223 – 237.

Muradoglu, G. Et al. (2000). Causality Between Stock Returns and Macroeconomic Variables in Emerging Markets. Russian and East European Finance and Trade, 36(6): 33 – 53.

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

Neaime, S. (2002). Liberalizaion and Financial Integration of MENA Stock Markets. American University in Sharja UAE. 9th Economic Research Forum Meeting on Finance and Banking. 26 – 28 Ekim 2002.

Nieh, C. ve LEE, C. (2001). Dynamic Relationship Between Stock Prices And Exchange Rates For G–7 Countries. The Quarterly Review of Economics And Finance, 41(4): 477 – 490.

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

Özçam, M. (1997a). *An Analysis of The Macroeconomic Factors That Determine Sock Returns In Turkey*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Özçam, M. (1997b). *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Yayın no. 104.

Özer, A. Kaya, A. ve Özer, N. (2011). Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*. Cilt 26, Sayı:1, Yıl 2011, ss 163-182. Erişim tarihi: 21. 01. 2016. <http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423875694.pdf>

Özer, M. (1999). Türkiye' de Hisse Senedi Getirileri ile Döviz Kurları Arasında Etkileşimler. *Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*. 1(1): 61- 62.

Özmen, E. (2007). Financial Development, Exchange Rate Regimes and the FeldsteinHorioka Puzzle: Evidence from the MENA Region, *Applied Economics*, 39(9): 1133-1138.

Pearce, D. K. ve Roley, V. V. (1988). Firm Characteristics, Unanticipated Inflation and Stock Returns. *Journal of Finance*, 43(4): 965 – 981.

Pesonen, H. (1999). Assessing Casual Linkage Between the Emerging Stock Markets of Asia and Russia. *Russian and East European Finance and Trade*, 35(2): 73 – 82.

Phylaktis, K. ve Ravazzolo, F., (2005). “Stock Prices and Exchange Rate Dynamics”, *Journal of International Money and Finance*, 24, ss.1031-1053.

Poon, S. ve Taylor, S.J. (1991). Macroeconomic Factors and the UK Stock Market. *Journal of Business Finance ve Accounting*,18(5): 619 – 636.

Reilly Frank K. (1997). “The Impact of Inflation on ROE, Growth and Stock Prices”, *Financial Services Review*. 6(1)

Roll, R., (1992). Industrial Structure and the Comparative Behaviour of International Stock Market Indices. *Journal of Finance*, 47(1): 3-41.

Rose, P. S. ve Marquis, M. H. (2006). *Money and Capital Markets: Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace*. 9. b. McGraw-Hill Irwin.

Rozeff, M. S. (1974). Money and Stock Prices: Market Efficiency And The Lag Effect Of Monetary Policy. *Journal Of Financial Economics*. 1(1): 245 – 302.

Rozeff, M. S. (1975). The Money Supply and Stock Market. *Financial Analyst Journal*. 31(1): 18 – 26.

Sadorsky, P. (1999). Oil Price Shocks and Stock Market Activity. *Energy Economics*, 21(5): 449 – 469.

Sayilgan, G ve Süslü, C. Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye Ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. 5(1): 2011

Siddiqui, S. (2009). Stock Markets Integration: Examining Linkages Between Selected World Markets. *The Journal of Business Perspective*. 13(1): 19 – 30.

Soenen, L. A., ve Hennigar, E. S., (1988). “An Analysis of Exchange Rates and Stock Prices: the U.S. Experience between 1980 and 1986”, *Akron Business and Economic Review*. 19(4): 7–16.

Solnik, B. (1987). Using Financial Prices to Test Exchange Rate Models: A Note. *Journal of Finance*. 42(1): 141-149.

Sprinkel, B. W. (1964). *Money and Stock Prices*. Homewood Illinois: Richard Irwin.

Süslü, C. (2010). Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye Ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir Uygulama. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tabak, B. M. (2006). The Dynamic Relationship Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence For Brazil. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*. 9(8): 1377 – 1396.

Uganda Security Exchange Annual Reports. (2002 – 2013). <https://www.use.or.ug/content/annual-reports>. 23.04.2016

Wongbanpo, P. ve SHARMA, S.C. (2002). Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN- 5 Countries. *Journal of Asian Economics*. 13(1): 27–51.

Yamak, Nebiye ve Küçükkale Yakup (1997). Türkiye’de Kamu Harcamaları Ekonomik Büyüme İlişkisi. *İşletme ve Finans Dergisi*. 12. 131, Subat.

Yılmaz, Ö., Güngör, B., ve Kaya, V., (2006), Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasında Eşbütünleşme ve Nedensellik. *İMKB Dergisi*. 9(34): 1-16.

Zengin, N. (2009). Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler ile İmkb–100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.



EKLER

EK 1 : Uganda Hisse Senedi Endeksi Verileri

USE All Share Index (closing) - As proxy for stoct prices in Uganda Security exchange (USE)								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jan	889.56	845.95	725.18	806.94	1213.47	817.46	1349	1474
Feb	893.99	853.62	597.31	813.45	1198.58	896	1379	1494
Mar	857.53	987.61	652.27	886	1136.31	994	1496	1500
Apr	888.91	1051.3	712.75	982.1	1226.17	1033	1531	1608
May	846.05	1067.64	714.06	1005.43	1198.78	998	1676	1614
Jun	846.76	1095.87	790.81	1023.82	1122.31	1047	1481	1697
Jul	824.43	1032.11	817.53	1022.01	1024.47	1072	1583	1748
Aug	891.42	981.87	754.05	1059.93	977.24	1096	1489	1760
Sep	100	923.6	724.3	1117.9	879.09	1140	1564	1860
Oct	842.6	663.94	703.72	1194.88	805.6	1188	1611	1845
Nov	974.8	785.18	703.59	1199	807.95	1178	1609	1923
Dec	1039.93	779.25	732.53	1188	864	1203	1504	1850

Kaynak:www.use.or.ug. Erişim Tarihi: 16.03.2015

EK 2: Makroekonomik göstergelerin (enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve para arzı) verileri

	CPI Headline Base: 2005/06 =10	REER	91-day Treasury Bill Yield	Money Supply, M3 (Shs billion)
Jan-07	108.40	110.88	10.72	3,657.65
Feb-07	108.00	109.31	10.14	3,731.93
Mar-07	108.25	110.00	9.84	3,873.66
Apr-07	110.01	108.51	9.61	3,887.25
May-07	110.29	107.50	9.59	3,937.75
Jun-07	109.53	105.75	10.01	3,842.02
Jul-07	109.40	107.89	10.01	3,871.42
Aug-07	109.00	113.62	7.54	4,027.59
Sep-07	110.29	115.24	8.01	4,185.55
Oct-07	112.16	114.19	7.71	4,298.19
Nov-07	113.24	113.01	7.65	4,488.94
Dec-07	114.36	112.95	8.15	4,422.79
Jan-08	115.50	113.53	8.89	4,646.37
Feb-08	116.37	112.43	8.35	4,855.05
Mar-08	117.51	112.75	8.32	4,788.71
Apr-08	120.33	114.04	8.21	4,914.07
May-08	122.64	110.24	8.27	5,064.83
Jun-08	123.27	106.89	8.61	5,037.85
Jul-08	124.66	109.38	9.05	4,988.88
Aug-08	126.27	105.97	8.70	5,016.47
Sep-08	127.09	103.49	8.49	4,996.75
Oct-08	128.14	109.18	9.72	5,427.67
Nov-08	129.84	109.05	10.05	5,555.59
Dec-08	130.64	111.74	12.25	5,785.73
Jan-09	132.27	110.78	12.25	5,844.96
Feb-09	133.73	107.39	10.19	5,782.28
Mar-09	134.04	110.48	7.37	5,981.31
Apr-09	136.44	117.97	6.16	6,117.74
May-09	137.88	122.98	6.26	6,273.06
Jun-09	138.42	118.55	6.22	6,297.59
Jul-09	139.24	116.85	6.41	6,165.55
Aug-09	142.08	112.91	6.88	6,303.76
Sep-09	145.56	105.18	8.18	6,300.53
Oct-09	145.29	103.35	6.77	6,374.72
Nov-09	145.32	102.45	6.36	6,427.74
Dec-09	144.93	103.64	5.65	6,745.06
Jan-10	144.00	108.01	4.93	6,732.55
Feb-10	144.58	110.04	4.38	7,190.35
Mar-10	144.16	116.12	3.78	7,359.40
Apr-10	144.62	116.63	4.15	7,694.29
May-10	143.80	120.92	4.21	8,056.19
Jun-10	144.25	124.78	4.40	8,388.39
Jul-10	143.79	126.81	4.27	8,108.73
Aug-10	144.52	125.97	4.80	8,575.55
Sep-10	146.07	126.55	5.14	8,733.07
Oct-10	145.53	130.10	5.75	8,921.89
Nov-10	147.37	130.67	6.40	9,451.42
Dec-10	149.41	129.72	7.97	9,544.42

Jan-11	151.20	130.41	9.34	9,512.51
Feb-11	153.82	129.43	9.99	9,739.59
Mar-11	160.25	127.82	9.07	9,854.88
Apr-11	164.96	125.57	9.32	9,822.04
May-11	166.81	125.58	11.12	10,024.80
Jun-11	166.94	130.38	12.68	10,542.39
Jul-11	170.81	135.37	14.24	10,550.42
Aug-11	175.40	140.65	15.95	10,955.88
Sep-11	187.46	131.87	17.23	10,786.02
Oct-11	189.88	128.05	21.23	10,600.36
Nov-11	190.12	118.75	22.24	10,614.46
Dec-11	189.79	113.79	22.89	10,550.48
Jan-12	189.92	113.33	23.14	10,085.34
Feb-12	193.39	109.20	19.70	10,366.81
Mar-12	194.14	116.31	17.31	10,667.90
Apr-12	198.00	115.52	18.10	10,530.21
May-12	197.87	113.26	18.23	10,722.12
Jun-12	196.99	112.53	18.57	11,296.18
Jul-12	195.29	110.37	18.65	10,770.38
Aug-12	196.26	111.70	13.76	11,391.57
Sep-12	197.81	112.85	11.48	11,604.93
Oct-12	198.33	115.72	9.68	11,248.90
Nov-12	199.44	116.31	9.84	12,042.34
Dec-12	199.76	118.79	9.93	12,123.13
Jan-13	199.25	119.83	9.75	11,844.15
Feb-13	200.14	118.32	9.63	12,084.17
Mar-13	201.87	116.05	9.35	11,909.11
Apr-13	204.67	112.66	10.08	11,700.08
May-13	205.10	112.34	9.97	11,969.24
Jun-13	204.12	112.50	10.12	12,047.32
Jul-13	205.32	111.74	9.94	12,032.96
Aug-13	210.66	108.45	9.79	12,505.32
Sep-13	214.38	106.43	9.97	12,417.38
Oct-13	214.35	105.29	10.28	12,429.21
Nov-13	212.95	105.17	10.93	12,820.22
Dec-13	213.20	105.40	9.29	13,270.54
Jan-14	213.07	104.62	8.82	13,239.80
Feb-14	213.83	103.26	9.41	13,648.63
Mar-14	216.29	106.22	9.93	13,981.43
Apr-14	218.49	105.07	10.51	14,027.34
May-14	216.22	106.93	10.12	14,156.80
Jun-14	214.26	109.97	9.46	14,142.03
Jul-14	214.14	112.89	9.61	14,132.79
Aug-14	216.55	110.63	10.82	14,581.83
Sep-14	217.27	109.41	10.69	14,379.07
Oct-14	218.14	110.82	10.97	14,580.15
Nov-14	217.33	111.99	11.07	15,010.52

Kaynak: https://www.bou.or.ug/bou/rates_statistics/statistics.html, Erişim Tarihi: 21/02/2015