



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe Finansman Bilim Dalı

BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARININ BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNE ETKİLERİ

Erhan EMEKSİZ

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2020

BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARININ BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNE
ETKİLERİ

Erhan EMEKSİZ

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe Finansman Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2020

ÖZET

EMEKSİZ, Erhan. *Bütçe Uygulama Sonuçlarının Borsa İstanbul 100 Endeksine Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2020.

Borsa endeksleri ve hisse senedi fiyatları pek çok faktörden etkilenebilmektedir. Günümüze kadar yapılan çalışmalarda da borsa endekslerinin çeşitli makroekonomik faktörlerle ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bütçe dengesi de bu kapsamda çeşitli parametreler üzerinden borsayı etkileyebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de bütçe uygulama sonuçları ile Borsa İstanbul 100 endeksi arasında ilişki olup olmadığının araştırılmasıdır. Çalışmada 2006 ile 2018 yılları arasını kapsayan dönemde aylık bazda 156 gözlem kullanılmıştır. Merkezi yönetim bütçe dengesi ile BIST 100 endeksi arasındaki uzun dönem ilişkisi ARDL sınır testi yöntemi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Borsa endeksini etkiledikleri düşünülen TÜFE, dış ticaret dengesi ve mevduat faiz oranları da araştırmada kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma neticesinde BIST 100 endeksinin incelenen dönemde bütçe dengesi ve TÜFE ile pozitif yönde, mevduat faiz oranları ve dış ticaret dengesi ile de negatif yönde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler:

BIST 100 Endeksi, Bütçe Dengesi, ARDL Sınır Testi, Borsa İstanbul, Bütçe Açıkları

ABSTRACT

EMEKSIZ, Erhan. *Effects of budget implementation results on Borsa Istanbul 100 Index*, Master's Thesis, Ankara, 2020.

Stock market indexes and stock prices can be affected by many factors. As a matter of fact, it has been concluded that stock market indexes are associated with various macroeconomic factors in the studies conducted until today. In this context budget balance can also affect the stock market through various parameters.

The aim of this study is to investigate whether there is a relationship between budget implementation results and Borsa Istanbul 100 index in Turkey. In this study, 156 observations were used on a monthly basis in the period between the years of 2006 and 2018. The long-term relationship between the central government budget balance and the BIST 100 index was tried to be determined by using the ARDL bound test method. CPI, foreign trade balance and deposit interest rates, which are thought to affect the stock market index, were also used as control variables in the research. As a result of the study, it was concluded that the BIST 100 index was positively correlated with the budget balance and CPI, and negatively with the deposit interest rates and foreign trade balance in the period studied.

Key Words:

BIST 100 Index, Budget Balance, ARDL Bound Test, Borsa Istanbul, Budget Deficits

İÇİNDEKİLER

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....	ii
ETİK BEYAN.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
KISALTMALAR DİZİNİ.....	ix
TABLolar DİZİNİ.....	xi
GRAFİKLER DİZİNİ.....	xii
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE BORSANIN TARİHÇESİ, BORSA İSTANBUL PİYASALARI VE ENDEKSLERİ.....	5
1.1.DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE BORSANIN GELİŞİMİ	5
1.1.1. Borsa Kavramı	5
1.1.2. Dünyada Borsaların Ortaya Çıkışı.....	6
1.1.3. Türkiye’de Borsanın Tarihçesi	7
1.1.3.1. Galata Bankerleri ve İlk Borsa	7
1.1.3.2. Cumhuriyet Dönemi	8
1.1.3.3. Bankerler Krizi ve İMKB	10
1.1.3.4. Borsa İstanbul Dönemi	12
1.2.DÜNYADA GELİŞMİŞ BAZI BORSALAR	12
1.2.1. New York Borsası	13
1.2.2. NASDAQ Borsası.....	14
1.2.3. Japon Borsa Grubu.....	14
1.2.4. Şangay Borsası.....	14
1.2.5. Hong Kong Borsası	15
1.3.BORSA İSTANBUL.....	15
1.3.1. Piyasalar	16
1.3.1.1. Pay Piyasası	16
1.3.1.2. Borçlanma Araçları Piyasası (BAP)	18
1.3.1.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası.....	18

1.3.1.4. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası	18
1.3.2. Halka Arz İşlemleri.....	19
1.3.3. Endeksler.....	22
1.3.3.1. Pay Endeksleri	22
1.3.3.2. Diğer Bazı Endeksler	25
2. BÖLÜM: BÜTÇE, BÜTÇE AÇIĞI TÜRLERİ, NEDENLERİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	26
2.1. BÜTÇENİN TANIMI VE GELİŞİMİ	26
2.2. MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ VE KONSOLİDE BÜTÇE.....	27
2.2.1. Konsolide Bütçe	27
2.2.2. Merkezi Yönetim Bütçesi	28
2.3.KAMU HARCAMALARI VE GELİRLERİ	29
2.3.1. Kamu Harcamaları.....	29
2.3.2. Kamu Gelirleri	30
2.4.BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARI.....	31
2.5.MALİ AÇIK ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ	34
2.5.1. Genel Amaçlı Ölçüm Yöntemleri	35
2.5.1.1. Geleneksel Açık	35
2.5.1.2. KİT Açığı.....	35
2.5.2. Özel Amaçlı Ölçüm Yöntemleri	36
2.5.2.1. Birincil Açık	36
2.5.2.2. İşlemsel Açık.....	36
2.5.2.3. Nakit açığı ve Tahakkuk açığı.....	36
2.5.2.4. Nominal ve Reel Bütçe Açığı.....	37
2.5.2.5. Cari Açık - Sermaye Açığı	38
2.5.2.6. Yurtiçi -Yurtdışı Açık	38
2.6. BÜTÇE AÇIKLARININ NEDENLERİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	38
2.6.1. Bütçe Açıklarının Nedenleri.....	39
2.6.2. Bütçe Açıklarının Finansman Yöntemleri	41
2.6.2.1. Borçlanma	41
2.6.2.1.1. İç Borçlanma	41
2.6.2.1.2. Dış Borçlanma	42
2.6.2.2. Özelleştirme Gelirleri	44

2.6.2.3. Merkez Bankası Kaynakları	46
3. BÖLÜM: BORSA ENDEKSLERİ İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARINA İLİŞKİN TEORİLER VE LİTERATÜR TARAMASI.....	48
3.1. FİNANS VE İKTİSAT ALANLARINDAKİ TEORİK GÖRÜŞLER.....	48
3.2. LİTERATÜR TARAMASI.....	54
3.2.1. Borsa İstanbul Üzerine Yapılan Çalışmalar	54
3.2.2. Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar	58
3.2.3. Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar	63
3.2.4. Diğer Çalışmalar	66
4. BÖLÜM: BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARI İLE BİST 100 ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....	74
4.1. YÖNTEM	74
4.1.1. Amaç ve Kapsam	74
4.1.2. Veri Seti	74
4.1.3. Değişkenler.....	76
4.1.4. Araştırma Modeli	78
4.1.5. Veri Analizi ve Yöntem	78
4.2. BULGULAR	83
4.2.1. Betimsel İstatistikler.....	85
4.2.2. Mevsimsellik Sınaması	87
4.2.3. Birim Kök Sınaması.....	89
4.2.4. ARDL Eşbütünleşme Testi.....	92
4.2.5. Bulguların Değerlendirilmesi.....	96
SONUÇ.....	99
KAYNAKÇA.....	102
EK 1. ORJİNALLİK RAPORU	111
EK 2. ETİK KURUL MUAFİYET FORMU	112

KISALTMALAR DİZİNİ

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ADF:	Augmented Dickey Fuller
ARDL:	Auto Regressive Distributed Lags
BAP:	Borçlanma Araçları Piyasası
BD:	Bütçe Dengesi
BİST:	Borsa İstanbul
BSE:	Bombai Stock Exchange
BÜMKO:	Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü
CPI:	Consumer Price Index
DDK:	Düzenleyici ve Denetleyici Kurum
DSİ:	Devlet Su İşleri
DT:	Dış Ticaret Dengesi
ECM:	Error Correction Model
EKK:	En Küçük Kareler Yöntemi
EVDS:	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GSYİH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HKEX:	Hong Kong Exchanges and Clearing
IMF:	International Monetary Fund
İİT:	İslam İşbirliği Teşkilatı
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV:	Katma Değer Vergisi
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KMYKK:	Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu
KOBİ:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

LSE:	London Stock Exchange
MF:	Mevduat Faiz Oranları
MGM:	Muhasebat Genel Müdürlüğü
NYSE:	New York Stock Exchange
ÖTV:	Özel Tüketim Vergisi
PP:	Philips Perron
SSE:	Shangai Stock Exchange
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE:	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK:	Türkiye İstatistik Kurumu
VAR:	Vector Auto Regression
VIOP:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
VOBAŞ:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi
YÖK:	Yükseköğretim Kurulu

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: 1925 – 1965 Yılları Arasında Borsaya Kote Olan Şirket Sayısı ve Toplam Sermaye Tutarları	10
Tablo 2: Pazar Kapitalizasyonuna Göre Dünyanın İlk 10 Borsası	12
Tablo 3: 1995-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Sayıları ve Hasılat Tutarları	20
Tablo 4: Yıllara Göre İlk Defa Halka Arz Edilen Paylar ve Toplanan Fon Miktarları.....	21
Tablo 5: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesinin Hesaplanması	32
Tablo 6: Bütçe Dengesinden Bütçe Nakit Dengesine Ulaşılması	37
Tablo 7: 2006-2018 Yılları Arası Merkezi Yönetim Bütçe Finansmanı.....	47
Tablo 8: Türkiye’de Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Tablo.....	57
Tablo 9: Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Tablo	62
Tablo 10: Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Tablo	65
Tablo 11: Hisse Senedi Piyasalarını Etkileyen Diğer Ekonomik Faktörlere İlişkin Özet Tablo	71
Tablo 12: Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Özet Tablo.....	75
Tablo 13: Betimsel İstatistikler	85
Tablo 14: Bağımsız Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	86
Tablo 15: Mevsimsellik Sınaması - F Testi Sonuçları	88
Tablo 16: PP Birim Kök Testi Sonucu.....	90
Tablo 17: ADF Birim Kök Testi Sonucu	91
Tablo 18: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Bulguları.....	92
Tablo 19: ARDL Model Tahmini	94

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1: Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul Pay Piyasasında İşlem Gören Şirket Sayısı.....	17
Grafik 2: Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Yüzdesel Dağılımı	29
Grafik 3: Merkezi Yönetim Bütçe Gelirlerinin Yüzdesel Dağılımı	30
Grafik 4: Yıllar İtibariyle Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve Faiz Harcamaları.....	34
Grafik 5: Genel Yönetim Sektörü Borç Stokunun Yıllar İtibariyle GSYİH'ya Oranları	43
Grafik 6: Türkiye'de 1986 Yılı İtibariyle Elde Edilen Özelleştirme Gelirleri.....	45
Grafik 7: Değişkenlerin Zaman Seyir Grafikleri	84
Grafik 8: Değişkenlerin Mevsimsellik Grafikleri.....	87
Grafik 9: Akaike Bilgi Kriterine Göre Gecikme Değerleri	93
Grafik 10: Kümülatif Toplam (CUSUM) Grafiği	95
Grafik 11: Kümülatif Kareler Toplamı (CUSUMSQ) Grafiği	96

GİRİŞ

Borsalar günümüzde ülkelerin gelişmesine ve ekonomik refahın artmasına katkı sağlayan en önemli kuruluşlardandır. Menkul kıymetlerin yanısıra değerli emtiaların da işlem gördüğü borsalarda tasarruf sahipleri ellerindeki fon fazlalarıyla çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak getiri elde etme imkanına kavuşurken, şirketler de düşük maliyetlerle yatırımları için gerekli olan finansmanı sağlamaktadırlar. Bu yönüyle fon fazlası olanlar ile finansman arayışında olanların bir araya gelmesini sağlayan borsalar sermaye oluşumunu destekleyerek ülkelerin büyümesine katkı sağlamaktadır. Nitekim dünyanın önde gelen borsalarının genel itibariyle gelişmiş ülkelerde olduğu görülmektedir. Ayrıca borsa endeksleri şirketlerin performanslarının yanı sıra ülke ekonomisinin genel durumunu da yansıtan göstergelerdir.

Menkul kıymet piyasalarında pay senetleri ile borçlanma araçları gibi finansal varlıklar alıcı ve satıcılar arasında belirlenen fiyatlar üzerinden el değiştirmektedir. Söz konusu varlıkların fiyatları ise bu varlıkların arz ve talebine göre belirlenir. Ancak hisse senetlerine olan arz ve talepler firmalara özgü bireysel nedenlerden etkilenebileceği gibi dışsal faktörlerden de etkilenebilmektedir. (Saleem, Yasir, Shehzad, Ahmed ve Sehrish, 2012, s.177-178) Bu noktada menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyen dışsal faktörler ekonominin genelini etkileme gücü bulunan makroekonomik faktörler de olabilmektedir. Yatırımcılar açısından hisse senedi fiyatlarının nelerden etkilendiğinin bilinmesi büyük önem taşımaktadır.

Makroekonomik değişkenler ile borsa endeksleri arasındaki muhtemel ilişki pek çok çalışmaya konu olmuştur. Borsa endeksini etkileme potansiyeli bulunan değişkenlerden birisi de bütçe uygulama sonuçlarıdır. Yapılan literatür araştırmasında genellikle enflasyon, büyüme oranları, faiz oranları, sanayi üretim endeksi, altın ve petrol fiyatları gibi değişkenlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin araştırmalara konu edildiği ancak bütçe gerçekleştirmelerinin borsa endeksi ile ilişkisine yönelik yeterince çalışma yapılmadığı gözlemlenmiştir. Bütçe uygulaması neticesinde ortaya çıkan açıklar ve fazlalar çeşitli makroekonomik faktörler üzerinden hisse senedi fiyatlarını ve borsa endekslerini etkileyebilmektedir.

Bütçe açıkları günümüzde pek çok ülkenin sıklıkla karşılaştığı bir durumdur. Devletler kamu bütçelerini maliye politikası aracı olarak toplam talep düzeyini etkilemede kullanabilmektedir. Buna göre ekonomide toplam talebin aşırı yükseldiği durumlarda daraltıcı politikalar uygulanarak bütçe fazlaları verilebilmektedir. Resesyonun etkili olduğu dönemlerde ise para politikalarıyla eşgüdüm içerisinde kamu harcamalarının artırılması veya toplanan vergilerin azaltılması yöntemlerine başvurulmuş genişletici maliye politikaları uygulanabilmektedir. Ancak bu tür bütçe açıkları kısa vadede ekonomide olumlu etkiler oluştursa da süreklilik kazanması halinde uzun dönemde farklı parametreleri etkileyerek ekonomik istikrarın sağlanmasında sorun teşkil edebilmektedir. Bu nedenle ülkeler mali disiplinin sağlanması açısından bütçe açıklarını uluslararası düzeyde kabul edilmiş limitler dahilinde tutmaya çalışmaktadır.

Geçmişte bütçe açıkları yüksek borçluluk oranlarıyla birlikte ülkemizde ve AB ülkelerinde krizlere neden olmuştur. 2001 yılında ülkemizde yaşanan ve başta bankacılık sektörü olmak üzere pek çok alanda olumsuz sonuçlara yol açan finansal kriz bunun örneklerindedir. Eğilmez (2012), bu krizin başlıca nedeninin 1980 sonrası dönemde bütçe açığı verilmesi ile kamu kesiminin borçlanmasına dayalı olarak uygulanan büyüme modeli olduğunu belirtmiştir. Buna göre ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla kamu harcamaları sürekli artırılarak bütçe açıkları verilmiştir. Açıkların finansmanında ise ABD ve İngiltere'dekine paralel bir şekilde borçlanma yöntemine başvurulmuştur. Ancak bu durum zaman içerisinde faiz oranlarının yükselmesine neden olarak ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkilemiştir. Bu çalışmada da ele alınan dönemde bütçe açıklarının ağırlıklı olarak iç borçlanma ile kapatıldığı gözlemlenmektedir. Merkezi yönetim bütçesinin büyüklüğü ve ekonomiyi yönlendirici etkisi dikkate alındığında bütçe dengesi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki daha da önemli hale gelmektedir.

Bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiye yönelik yapılan çalışmalarda birbirlerinden farklı bulgulara ulaşıldığı görülmektedir. Ayrıca teorik literatürde de bu konu hakkında görüş birliği bulunmamaktadır. Öncelikle Roley ve Schall (1988) bütçe açıklarının borsayı şirketlerin nakit akışları üzerinden etkileyebileceğini tartışmışlardır. Buna göre ekonomik beklentiler, faiz oranları, enflasyon ve belirsizlikler beklenen nakit

akışları çerçevesinde hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecektir. Neoklasik yaklaşıma göre de bütçe açıklarının borçlanma yöntemiyle finanse edilmesi faiz oranlarında artışa sebep olacaktır. Böylece özel kesimin ulaşabileceği ülke içi fon miktarı azalarak yatırımlar üzerinde dışlama etkisi oluşacaktır. Sonuç olarak şirketlerin hisse senedi fiyatları ve borsa endeksi olumsuz yönde etkilenebilecektir. Mankiw ve Ball (1995) ise araştırmalarında bütçe açıklarının kısa ve uzun dönemde ekonomide hangi değişikliklere yol açacağını tartışmışlardır. Buna göre açıkların toplam tasarruf düzeyi, yatırımlar, döviz kurları ve faiz oranları üzerinden ekonomiyi etkileyeceğini belirterek süreklilik kazanan bütçe açıklarının uzun vadede ülkedeki refah seviyesini düşürebileceğini belirtmişlerdir. Rikardocu denklik hipotezine göre bütçe açıklarının borçlanma veya vergilendirme yoluyla finanse edilmesi arasında fark bulunmamaktadır. Bu hipoteze göre bireyler rasyonel davranarak birikimlerinden toplam tasarruf düzeyi aynı kalacaktır. Faiz oranlarında değişiklik olmayacağı için bütçe açıklarının ekonomi ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde bütçe dengesi ile Borsa İstanbul 100 endeksi arasında ilişki olup olmadığı ve varsa ilişkinin işareti tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda araştırmanın birinci bölümünde borsa hakkında detaylı bilgi verilmeye çalışılmış, dünyada ve ülkemizde borsanın gelişimi anlatılmıştır. Daha sonra dünyanın önde gelen borsalarına değinilerek çalışmada kullanılacak olan Borsa İstanbul üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde ise ülkemizdeki bütçe uygulamalarına değinilmiş, mali açık türleri ve bunların hesaplanma şekli tablolar eşliğinde açıklanmıştır. Ardından bütçe açıklarına neden olan temel faktörler üzerinde durularak açıkların finansman yöntemlerine değinilmiştir. Teoriler ile ülkemizde ve dünyada yapılan çalışmaların ele alındığı üçüncü bölümde ise öncelikle bütçe açıklarının hisse senedi piyasalarını nasıl etkilediğinin tartışıldığı teorik düşüncelere yer verilmiştir. Ardından dünyada ve Türkiye’de bütçe ile borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ülkelerin gelişmişlik durumlarına göre sınıflandırılarak sunulmuştur. Uygulamanın gerçekleştirildiği dördüncü bölümde ise güncel veri seti kullanılarak 2006-2018 yılları arasındaki dönemde Türkiye’deki merkezi yönetim bütçe dengesi ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişki incelenmiştir. Mali alanda yapılan kanuni değişiklikler sonucu bütçe

kapsamının değişmesi nedeniyle tutarlılığın sağlanabilmesi açısından 2006 yılı öncesi veriler çalışmada kullanılmamıştır. Oluşturulan modele bütçe dengesinin yanı sıra hisse senedi fiyatlarını etkileme potansiyeli bulunan tüketiciler fiyat endeksi, mevduat faiz oranları ile dış ticaret dengesi değişkenleri de kontrol değişken dahil edilmiştir. Sonuçların güvenirliğinin sağlanması açısından bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiş, mevsimsellik ve durağanlılık sınamaları yapılmıştır. Ardından ARDL sınır testi yöntemi uygulanarak değişkenler arasındaki eşbütünleşme durumu araştırılmıştır. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulgular üzerinden genel değerlendirme yapılmıştır.

1. BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE BORSANIN TARİHÇESİ, BORSA İSTANBUL PİYASALARI VE ENDEKSLERİ

1.1. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE BORSANIN GELİŞİMİ

1.1.1. Borsa Kavramı

Borsa genel olarak alıcı ve satıcıların menkul kıymet, emtia veya bunlara benzer varlıkların alım satımında bulunmak amacıyla bir araya geldikleri, belirli yerlerde bulunan ve belli kurallar çerçevesinde faaliyet gösteren pazarlardır. (Çondur ve Evlimoğlu, 2007, s.2) Borsa kelimesinin kökenine yönelik farklı tespitler söz konusudur. Bu tespitlerden ilkinde göre, borsa sözcüğünün Yunanca kökenli olduğu ve deri anlamına geldiği ifade edilir. Daha fazla uzlaşa sağlanan bir diğer görüşe göre ise borsa kelimesi Fransızca “bourse” sözcüğünden gelmekte olup “kese” anlamına gelmektedir. Bir grup tüccar 13. yüzyılın sonlarından itibaren Hotel Des Bourses adlı handa buluşarak mallar henüz limana gelmeden numuneler üzerinden ticaret yapmışlardır. Zaman içerisinde malların belirli kurallar çerçevesinde mübadelesinin yapıldığı yerler borsa olarak anılmaya başlanmıştır. (Doğan, 2010, s.45-46)

Günümüzde borsa denildiğinde genel olarak finansal varlıkların alışverişlerinin gerçekleştiği menkul kıymet borsaları anlaşılmaktadır. Oysa borsalar sadece finansal varlıkların değil, aynı zamanda her türlü emtianın fiyatlarının belirlenerek el değiştirdiği yerlerdir. (Işık, 2012, s.216) Borsalar bu açıdan günümüzde alıcıların ve satıcıların karşılaşarak finansal varlıkların, mal ve hizmetlerin fiyatlarını belirledikleri ve ticaretlerini yaptıkları modern pazar yerleridir. Borsalar aracılığı ile fon fazlası olanlar kaynaklarını kârlı bir şekilde değerlendirebilmekte finansman açığı olanlar ise gerekli fonu temin edebilmektedir. (Aydın, Kayacan, Sayılır, Taylan ve Afşar, 2012) Bu yönüyle borsalar ekonominin sağlıklı işleyebilmesi açısından gerekli olan en önemli oluşumlarından biridir.

1.1.2. Dünyada Borsaların Ortaya Çıkışı

Borsanın geçmişi insanlık tarihi kadar eskidir. Borsa kurumu eşya alışverişinin başlamasıyla oluşmuş, zaman içerisinde de milletlerin yeteneklerine, geleneklerine ve eğilimlerine göre değişimlere uğramıştır. Önceleri ilkel malların alışverişinin yapıldığı yerler olan borsalar, ekonomilerin zamanla gelişmesiyle değerli madenlerin ve paraların el değiştirdiği yerler olmuştur. Sonraları da sermaye transferlerinin kullanılmasıyla birlikte sürekli gelişim göstermiştir. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası [İMKB], 1991, s.1)

Borsaların ortaya çıkışında genel olarak iki neden üzerinde durulmaktadır. Bunlardan birincisi Venediklilerin Akdeniz üzerinden yaptıkları ticareti geliştirmek istemesidir. Diğeri ise Avrupa'da kurulan merkezi devletlerin askeri, siyasi ve ekonomik alanlarda etkinliklerini artırmak amacıyla yapmış oldukları harcamalardır. Öncelikle Orta Çağda büyük ticaret gemileri inşa edebilen Venedikliler, Akdeniz'deki limanlar arasında ticaret yapıyorlardı. Ancak ödemelerin altın ve gümüş gibi değerli madenlerle yapılıyor olması ticaret güvenliğini tehlikeye düşürüyordu. Venedikli bankerler ticareti değerli madenlerle yürütmek yerine, bunları temsilen çıkardıkları kâğıtlarla yürütmeye başladılar. Zaman içerisinde de bu kâğıtlar alınıp satılabilen metalar haline geldiler. Yine Avrupa'da merkezi devletlerin kurulmaya başlamasıyla birlikte bu devletler gerek merkez ve taşra teşkilâtlarına hizmet götürmek gerekse askeri alanda güçlenmek amacıyla büyük miktarda harcama yapmak zorundaydılar. Bu durum zamanla devletleri finansman arayışına teşvik ederken borsaların da ortaya çıkmasına neden olmuştur. (Kazgan, 1995, s.10-15)

Avrupa'da ise ilk borsa 1487 yılında kurulmuştur. Anvers'te kurulan bu borsayı 16. yüzyılda Paris ve Londra'da kurulan borsalar takip etmiştir. (Çondur ve Evlimoğlu, 2007, s.2) İlerleyen dönemlerde Avrupa'nın farklı şehirlerinde de borsalar açılmaya başlamış, ihtiyaçların çeşitlenmesiyle birlikte altın, kömür ve diğer emtia borsaları da ortaya çıkmıştır. 16. yüzyıldan sonraysa büyük ticaret şirketlerinin hisse senetleri ve tahvillerinin alım-satımları, rehinleri ve ciro edilmeleri yeni bir sektörün ortaya

çıkmasına neden olmuş, Avrupa başkentleri ile liman şehirlerinde bu kâğıtların ticaretinin yapıldığı borsalar kurulmuştur. (Köse, 2001, s.231-232)

1.1.3. Türkiye’de Borsanın Tarihçesi

Roma İmparatorluğu döneminde tüccarlar imparatorluğa bağlı şehirlerin çoğunda “Loggia” yani “Loca” adı altında örgütlenmişlerdir. Daha sonra İspanyol tacirler bu örgütlenmeyi “Lonca” ismi ile benimseyerek esnaf dernekleri kurmuşlardır. Yahudi ailelerin İspanya’dan Türkiye’ye göç ederek yerleşmeleriyle birlikte bu kültür İstanbul’da ve diğer şehirlerde yayılmıştır. 16. ve 17. yüzyıllarda ülkedeki esnaf ve sanatkârlar ilk borsa da denilebilecek Esnaf Loncalarını oluşturmuşlardır. Herhangi bir yazılı mevzuatı olmayan bu loncalar, düzenli toplantılar yaparak kendi aralarındaki sorunların çözümü ve sanayinin ilerlemesi için uğraşmışlardır. (İMKB, 1991, s.1)

1.1.3.1. Galata Bankerleri ve İlk Borsa

Orta Çağda deniz ticareti sayesinde zenginleşen Venedik ve Cenova kökenli tüccarlar İstanbul’da genelde Galata civarında faaliyet gösteriyorlardı. Bu bankerler ve tüccarlar ticari işlerinin yanı sıra Bizans devletine borç veriyor yine hükümete peşin ödeme yaparak vergi toplama hakkı elde ediyorlardı. Fatih Sultan Mehmet de İstanbul’un fetih hazırlıkları devam ederken bu banker ve tüccarlarla iletişim kurmuş, fetihten sonra emir ve yasalara riayet edip vergi ve harçları ödemeleri koşuluyla eskiden olduğu gibi faaliyetlerine devam edebilecekleri konusunda ferman yayımlanmıştı. Böylece bu banker ve tüccarların çoğu işlerine devam ederek Osmanlı döneminde de etkinliklerini sürdürmüşlerdir. (Kazgan, 1995, s.24-28)

İlk dış borçlanmanın yapıldığı 1854 yılı öncesinde yurtdışından borç para alınması hoş karşılanmadığından ihtiyaç duyulduğunda Galata’daki bankerlerden kredi sağlanıyordu. Bu borçlanmalar bir çeşit hazine bonusu da denilebilecek sergi ve tahvillerle yapılmıyordu. Fakat bu kâğıtların nama yazılı olması, devir ve ferağlarının koşullara tabi olması gibi nedenler kâğıtların mübadele edilmesine engel oluyordu. Ancak zaman içerisinde yapılan düzenlemeler ile hamiline yazılı dolayısıyla elden ele dolaşmaya elverişli senetler çıkarılmıştı. Böylelikle yabancı tahviller ve anonim şirketlerin hisse

senetlerinin yanında devlet tahvilleri de kolaylıkla alınıp satılmaya başlanmıştı. Zaman içerisinde bu menkul kıymetlerin alışverişi yeni bir ticaret dalı olmuş ve mubayacı, oyuncu, tellal adlarıyla bu ticareti meslek haline getiren esnaf grubu oluşmuştur. (İMKB, 1991, s.15)

19. yüzyılın ikinci yarısının başlarında Galata'da bulunan Komisyon Hanın büyük bir odası borsa işlemlerine ayrılmıştır. Pek çok yabancı banka da İstanbul'a gelerek Galata'da ofis açmıştır. Ayrıca o günün gazeteleri de yeni duruma uyum sağlayarak hisse senetleriyle tahvillerin günlük değerlerini okuyucularına ulaştırmaya başlamışlardı. (Kazgan, 1995, s.54-56) 1854 yılında ise Kırım savaşını finanse edebilmek için ilk defa yurtdışına tahvil ihracı gerçekleştirilmiş ve bu tahviller Avrupa'daki borsalarda işlem görmeye başlamıştır. (Köse, 2001, s.239)

1866 yılında çoğunluğu Rumlardan ve Yunanlardan oluşan borsa abonelerini Osmanlı'dan alacaklı devletlerin teşvik etmesiyle bir tüzük oluşturulmuştur. Bu tüzükle abonelerin borsaya kaydolmaları, görev ve sorumlulukları, işlem saatleri gibi pek çok husus karara bağlanmıştır. Ancak bu tüzük devletçe düzenlenmediği için yaptırım gücünden yoksun kalmıştır. Bunun üzerine 1873 yılında İstanbul Esham Borsası Talimatı adıyla bir nizamname çıkarılarak borsaya resmiyet kazandırılmış ve borsa "Dersaadet Tahvilat Borsası" adını almıştır. Ayrıca bu nizamnameyle borsa Maliye Bakanlığı denetimi altına alınmıştır. (İMKB, 1991; Borsa İstanbul [BİST]) 1906 yılına geldiğinde ise çıkarılan yeni bir nizamnameyle borsanın adı Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiştir. (Işık, 2012, s.218)

1.1.3.2. Cumhuriyet Dönemi

Kurtuluş Savaşının başarıyla sonuçlanarak 1923 yılında yeni Devletin kurulmasıyla birlikte; kapitülasyonların kaldırılması, yerli bankaların kurulması, yeni yönetim şeklinin güçlendirilmesi için çalışmalar yapılmış, ekonominin hızlı bir şekilde toparlanmasına yönelik politikalar uygulanmıştır. Borsa faaliyetleri ise ülke içerisinde yeterli sermaye birikimi olmaması nedeniyle zayıf düzeyde kalmıştır.

Yeni Devletin kurulmasından bir süre önce, 22 Ağustos 1923 tarihinde, 1906 yılında çıkarılan tüzükte değişiklikler yapılmıştır. Yeni düzenleme ile borsadaki acenta sayısına 60'ı geçmemek üzere kısıtlama konulmuştur. Ayrıca geçmişte azınlıkların elinde bulunan borsanın millileştirilmesi amacıyla acentalara Türk uyruklu olma şartı getirilmiş ve acentalarca tutulacak defterlerin de Türkçe tutulması zorunlu kılınmıştır. (Fertekligil, 2000, s.139-140)

1929 yılına gelindiğinde ise borsada köklü değişiklikler yapılmıştır. Yeni bir kanun yürürlüğe konularak 1906 yılından beri uygulanmakta olan Esham ve Tahvilat Borsası Tüzüğü yürürlükten kaldırılmıştır. Bu Kanunla borsanın menkul kıymetler yanında döviz yönüne de ağırlık verilmiştir. Yine bu dönemde 1929 ekonomik buhranının yanı sıra Lozan Antlaşması kapsamında yapılan nüfus mübadelesiyle İstanbul'daki tüccar ve bankerlerin büyük çoğunluğu Yunanistan başta olmak üzere Avrupa ülkelerine göç etmiş, böylece Galata Borsası ortadan kalkmıştır. (Kazgan, 1995; BİST) 1938 yılında ise İstanbul'daki borsa kapatılarak "Kambiyo Esham ve Tahvilat Borsası" adıyla Ankara'ya taşınmıştır. 1941 yılında borsa geri İstanbul'a taşınmış, ancak İkinci Dünya Savaşı sebebiyle faaliyetleri sınırlı düzeyde kalmıştır. (Fertekligil, 2000, s.181-185)

Sermaye piyasasının yeniden hareketlenmesi ise 60'lı yıllarda Devletin çıkardığı bono ve tahviller sayesinde olmuştur. İlk olarak 1960 yılında Hürriyet Tahvilleri çıkarılmış, kısa süre içerisinde de ikinci el piyasası oluşmuştur. Ardından 1961 yılında kamu harcamalarının finansmanının zorunlu tasarruflarla sağlanması amacıyla Tasarruf Bonoları çıkarılmış ve Hürriyet Tahvillerinde olduğu gibi ekseriyetle memur ve işçi kesimine satılmıştır. Ancak bu bono ve tahviller; zorunlu nitelikte olmaları, faizlerinin piyasa faiz oranı hatta enflasyonun bile altında kalması nedeniyle sahipleri tarafından kısa sürede elden çıkarılmak istenmiştir. Sonuç olarak bu kağıtlar simsarlar tarafından çok düşük bedellerle toplanmış, üzerine kâr eklenerek yeniden satılmıştır. Böylece bankerlik kurumu yeniden ortaya çıkmıştır. (Kazgan, 1995; Işık, 2012)

Tablo 1: 1925 – 1965 Yılları Arasında Borsaya Kote Olan Şirket Sayısı ve Toplam Sermaye Tutarları

Yıl	Borsaya Kote Şirketi Sayısı	Sermaye Toplamları (TL)
1925	22	36.495.000
1930	86	162.968.000
1935	71	99.187.169
1940	55	92.279.969
1950	49	88.534.469
1954	52	214.856.073
1960	108	1.652.825.500
1965	116	3.108.930.000

Kaynak: Fertekligil, 2000, s.194

Tabloda 1925 -1965 yılları arasında borsaya kote edilmiş şirket sayıları ve toplanan sermaye tutarları görülmektedir. 60'lı yılların başından itibaren borsaya kote olan şirket sayısında ve toplanan sermaye tutarlarında artış yaşandığı görülmektedir.

1.1.3.3. Bankerler Krizi ve İMKB

Türkiye’de 80’li yılların başında önceleri uygulanan ithal ikameci politikalar kenara bırakılarak ekonominin dışa açılmasını sağlayacak adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda 24 Ocak 1980’de ekonomi için tedbir paketi açıklanmıştır. Alınan kararlarla ithal ikameci sistemden liberal ekonomiye geçilmesi için tedbirler alınmış ve ekonomi dış rekabete açılmıştır. Ancak bu kararlar sermaye piyasasında ve bankacılık sisteminde bazı krizlerin ortaya çıkmasına da yol açmıştır. (Turan, 2018, s.159-160)

Alınan kararlar neticesinde kredi ve mevduat faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla faizler artış göstermiş, bunun doğal sonucu olarak tüketim harcamaları azalırken birikim sahipleri tasarruflarını bankerler aracılığıyla değerlendirme yolunu seçmişlerdir. Ayrıca

pek çok yerli ve yabancı banka da sektöre girmiştir. Bankerler daha fazla müşteri çekebilmek için faiz artırma yarışına girmişler, önceden topladıkları paraların faizlerini ödeyebilmek için sonradan daha yüksek faizlerden borçlanmışlardır. Bu da zaman içerisinde faiz sarmalına girmelerine neden olmuştur. Netice itibariyle bu durum fazla sürdürülemez olarak “bankerler krizi” patlak vermiş, bankerlerin çoğu iflas etmiştir. Birikimlerini bankerlere teslim eden tasarruf sahipleri de büyük zarar görmüş, bankaların mali yapıları sarsılmıştır. Gelişmeler neticesinde devlet bankerleri tasfiye etmiştir. Bankerler krizi Türkiye’de yaşanan ilk finansal kriz olarak bilinmektedir. (Turan, 2018, s.162-163) Yaşanan bankerler kriziyle birlikte finansal piyasaların yeniden yapılandırılması gereği ortaya çıkmış, 30 Temmuz 1981 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. Akabinde de Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur.

Ekim 1983’te yayımlanan KHK uyarınca İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurularak Resmi Gazete’de ilan edilmiştir. 3 Ocak 1986 tarihinde de ilk hisse senedi işlemi gerçekleştirilmiştir. İMKB’de o dönem 41 şirketin pay senetleri işlem görmekteydi. (Çondur ve Evlimoğlu, 2007, s.4-5)

İMKB’de hisse senetlerinin alım satımlarında hisse senedi fiyatlarının tespiti için başlarda farklı yöntemler kullanılmış¹, Kasım 1988’den itibaren de sürekli müzayede sistemine geçilmiştir. Buna göre işlem gören her bir şirket için iki bölüme ayrılan özel panolar duvara monte edilmişti. Panonun sol tarafında hisse senedi alış işlemleri, sağ tarafında ise satış işlemleri yapıyordu. Alış veya satış işleminin tesciliyle birlikte hisse senedi fiyatı belirlenmiş oluyordu. (Özalp, 1991; Fertekliçil, 2000)

1989 yılında alınan 32 sayılı Kararla yabancı yatırımcıların Türkiye’deki her çeşit finansal varlığa yatırım yapabilmelerine olanak sağlanmıştır. Yine bu Kararla elde edilen kazancın yurtdışına çıkarılmasına da hak tanınmıştır.² (BİST) Buna faizlerin düşürülmesine yönelik ekonomi politikaları da eklenince hisse senetlerine talep

¹ İMKB faaliyete başladığı dönemde hisse senetlerinin fiyatlarının oluşmasında iki yıla yakın bir süre tek fiyat ve çok fiyat adı verilen iki yöntem uygulanmıştır. Daha sonra bu sistemin dezavantajlarından dolayı Ürdün Borsasında uygulanan tahta sistemine geçilmiştir.

² Bu kararla yabancıların İMKB’ye olan ilgisi hızla artmıştır. Yabancıların İMKB’deki payı 2000 yılında yüzde 40,9’a, 2006 yılında ise yüzde 66,3’e ulaşmıştır.

patlaması yaşanmış ve 1989 yılında hisse senetlerinin ortalama getirisi %500 olmuştur. (Özalp, 1991, s.3-4)

1.1.3.4. Borsa İstanbul Dönemi

Borsacılık faaliyetlerinin resmi olarak başlamasının 140. yılı olan 2013 yılında İMKB’de önemli değişiklikler olmuştur. Borsaların tek çatı altında birleştirilmesi faaliyeti kapsamında İMKB ile İstanbul Altın Borsasının tüzel kişilikleri sona erdirilmiştir. Akabinde Borsa İstanbul (BİST) A.Ş. kurulmuş, İMKB kısaltması da BİST olarak değiştirilmiştir. Yine aynı yıl VOBAŞ ile VİOP birleşmiştir. Bu şekilde Türkiye’deki vadeli işlem ve opsiyon borsaları da tek bir çatı altında faaliyet göstermeye başlamışlardır. (BİST)

1.2. DÜNYADA GELİŞMİŞ BAZI BORSALAR

Tablo 2’te dünya genelindeki borsalar pazar kapitalizasyonu esas alınarak sıralanmış ve en büyük on borsa gösterilmiştir. Listenin ilk iki sırasında ABD borsaları bulunurken, onları Uzak Doğuda yerleşik borsalar takip etmektedir.

Tablo 2: Pazar Kapitalizasyonuna Göre Dünyanın İlk 10 Borsası

Sıra	Borsa Adı	Pazar Kapitalizasyonu (Milyon Dolar)	Şirket Sayısı
1	New York Stock Exchange (NYSE)	20.679.476,91	2.285
2	Nasdaq - US	9.756.836,14	3.058
3	Japan Exchange Group	5.296.811,10	3.657
4	Shanghai Stock Exchange (SSE)	3.919.420,26	1.450
5	Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX)	3.819.215,40	2.315
6	Euronext	3.730.398,31	1.208
7	London Stock Exchange (LSE) Group	3.637.996,04	2.479

8	Shenzhen Stock Exchange	2.405.459,50	2.134
9	Bombay Stock Exchange (BSE) Limited	2.088.431,42	5.233
10	National Stock Exchange of India	2.056.337,25	1.923
34	Borsa İstanbul (BIST)	149.263,56	378

Kaynak: World Federation of Exchanges. * 2018 yılı verilerine göre düzenlenmiştir.

Sıralamada Borsa İstanbul 149 milyar dolarlık piyasa değeri ile 34. sırada bulunmaktadır. Borsa İstanbul'da 377 yerli ve 1 yabancı olmak üzere toplam 378 şirket kayıtlıdır.

1.2.1. New York Borsası

Amerikadaki yatırım piyasalarının ortaya çıkışı bağımsızlık savaşına kadar uzanmaktadır. 1790 yılında Federal Hükümet söz konusu savaştan kaynaklanan borçların ödenebilmesi için piyasaya 80 milyon dolar değerinde tahvil sürmüştür. Bu tarihten iki yıl sonra da menkul kıymet alım ve satımını yapan 24 broker bir çınar ağacı altında toplanarak “Buttonwood Agreement”ı imzalamış ve yakınlardaki bir kahvehanede işlemlerine devam etmişlerdir.³ (New York Stock Exchange [NYSE]) Borsanın resmi kuruluşu ise 1817 yılında gerçekleşmiş ve “New York Stock and Exchange Board” adını almıştır. New York Borsası şu anki adını ise 1863 yılında almıştır. 1929 yılına gelindiğinde ise hisse senetlerinin hızlıca elden çıkarılmasıyla Borsada ortaya çıkan çöküş ekonomiye de sirayet etmiştir. Neticede büyük buhran olarak anılan ekonomik kriz ortaya çıkarak tüm dünyayı etkilemiştir. New York Borsası 2007 yılında Euronext ile birleşerek NYSE-Euronext (NYX) grubunu oluşturmuşlardır. Bu grup daha sonra 2013 yılında yine New York Borsasında işlem görmekte olan Intercontinental Exchange (ICE) tarafından satın alınmıştır. Günümüzde New York Borsası 2285 şirket ve yaklaşık 21 trilyon dolarlık pazar kapitilizasyonu ile dünyanın en büyük borsası durumundadır. Borsanın piyasa değeri dünya borsalarının toplam piyasa değerlerinin yaklaşık %30'una tekabül etmektedir.

³ Brokerlerin bir kısmı da cadde de işlem yapmaya devam etmiş ve zamanla “curbstone brokers” olarak anılmaya başlanmışlardır. Bu kimseler genel olarak yeni kurulan demiryolu, tekstil, demir şirketlerinin hisse senetlerinin alım satımını yapmışlar ve fon sağlayarak bu şirketlerin büyümelerine yardımcı olmuşlardır.

1.2.2. NASDAQ Borsası

Nasdaq Borsasının temeli bir grup borsa ajanının bir araya gelerek hisse senedi fiyatlamasının otomatik olarak yapılması yönünde görüş birliğine varmasıyla atılmıştır. Buna göre işlemlerin ve fiyatlandırmaların otomatik şekilde yapılması alım ve satım fiyatları arasındaki marjın azalmasını sağlayacaktı. (Levin, 2019) Neticede Nasdaq dünyanın ilk elektronik menkul kıymet borsası olarak 1971 yılında New York'ta faaliyete geçmiş ve işlemler elektronik ortamda yapılmaya başlanmıştır. (Kennon, 2019) Borsa yönetiminin yeni kurulan veya küçük şirketlere işlem yapma imkânı sağlaması, pek çok teknoloji şirketinin bu borsada halka açılmasını sağlamıştır. Bu kapsamda 1980 yılında Apple, 1986 yılında Amazon ve Cisco, 2004 yılında da Google şirketleri halka arz işlemlerini bu borsada yapmışlardır. Nasdaq 3058 kayıtlı şirket sayısı ve yaklaşık 10 trilyon dolarlık pazar kapitalizasyonu ile dünyanın en büyük ikinci borsası konumundadır. Nasdaq Borsası 2014 yılında Borsa İstanbul'a yüzde 7 oranında ortak olmuş, 2017 yılında ise paylarını devrederek ortaklıktan ayrılmıştır.

1.2.3. Japon Borsa Grubu

Japon Borsa Grubu, Tokyo Borsası (Tokyo Stock Exchange) ile Osaka Borsasının (Osaka Securities Exchange) 1 Ocak 2013 tarihinde aynı çatı altında birleşmeleri ile oluşturulmuştur. Grubun alt borsalarından olan Tokyo Borsası 15 Mayıs 1878 tarihinde kurulmuştur. İkinci Dünya Savaşı sonrasında dört yıl süreyle işlemlere ara verilmiş ve 1949 yılında da günümüzdeki haliyle faaliyetlerine kaldığı yerden devam etmiştir. Borsanın önemli endekslerinden Nikkei 225 endeksinde Toyota, Honda, Sony gibi şirketler işlem görmektedir. Grubun diğer borsası Osaka ise Haziran 1878'de kurulmuş ve aynı yılın ağustos ayında işleme açılmıştır. (Japan Exchange Group [JPX], 2019) Japon Borsa Grubu yaklaşık 5 buçuk trilyon dolarlık piyasa değeri ile dünyanın en büyük üçüncü borsasıdır.

1.2.4. Şangay Borsası

Şangay şehri, Çin'deki borsa işlemlerinin yapıldığı ilk şehirdir. Menkul kıymet alım satımları bu şehirde 1860'lı yıllarda başlamıştır. 1891 yılında ise Çin'deki bugünkü

borsanın öncüsü denebilecek bir dernek kurulmuş, 1930'lu yıllara doğru da Şangay uzak doğunun finans merkezi olmuştur. Çin Devriminin ardından 1949 yılında faaliyetlerine bir süre ara vermiştir. Şangay Borsası günümüzdeki adıyla 26 Kasım 1990 tarihinde resmen kurulmuş ve aynı yıl işlemlere başlamıştır. (Shanghai Stock Exchange [SSE]) Şangay Borsası kayıtlı 1450 şirket ve 3,9 trilyon dolarlık piyasa değeri ile en büyük dördüncü borsa durumundadır.

1.2.5. Hong Kong Borsası

Hong Kong'da borsacılık faaliyetleri 19. yüzyıl ortalarında başlamış olmakla birlikte resmi olarak ilk borsa 1891 yılında kurulmuştur. Kurulan borsa 1914 yılında The Hong Kong Stock Exchange ismini almıştır. (Hongkong Stock Exchange [HKEX], 2017) Borsada fiziki alım satımlar 2017 yılında tamamen sona erdirilerek elektronik sisteme geçilmiştir. Elektronik cihaz üreticisi Xiaomi, 2018 yılında burada halka arz edilmiştir. Bu borsada işlem gören diğer bazı büyük şirketler ise HSBC Holding, PetroChina ve Chine Mobile'dır. Hong Kong Borsası halen 3,9 trilyon dolarlık pazar kapitalizasyonu ile beşinci büyük borsa durumundadır.

1.3. BORSA İSTANBUL

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30 Aralık 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Bu Kanununun 138. maddesi uyarınca da Borsa İstanbul A.Ş. kurulmuştur.⁴ Borsa esas sözleşmesinin tescil ve ilan edilmesiyle de faaliyette bulunma izni alınmıştır. (BİST)

Şirketin kurulmasıyla birlikte Türkiye'de bulunan sermaye piyasalarının tek çatı altında toplanabilmesi amacıyla yatay ve dikey entegrasyon çalışmalarına başlanmıştır. Bu kapsamda 2013 yılı içerisinde İstanbul Altın Borsasının yanı sıra VİOP, Borsa İstanbul

⁴ Borsa İstanbul A.Ş. İstanbul merkezli olarak anonim şirket statüsünde kurulmuştur. Şirketin kuruluş sermayesi 423.234.000 TL'dir. Borsanın en büyük hissedarı ilk zamanlarda (mülga) Hazine Müsteşarlığı iken 2017 yılında bu paylar Türkiye Varlık Fonuna devredilmiştir. Türkiye Varlık Fonunun elinde bulundurduğu payların tüm paylara oranının %51'in altına düşmeyeceği şirketin esas sözleşmesinde hüküm altına alınmıştır. (Borsa İstanbul Esas Sözleşmesi)

şemsiyesi altına girmiştir. Oluşturulan yeni yapıyla Türkiye sermaye piyasalarındaki parçalı yapı ortadan kaldırılmıştır.

1.3.1. Piyasalar

Borsa İstanbul'da dört farklı piyasa bulunmaktadır. Bunlar;

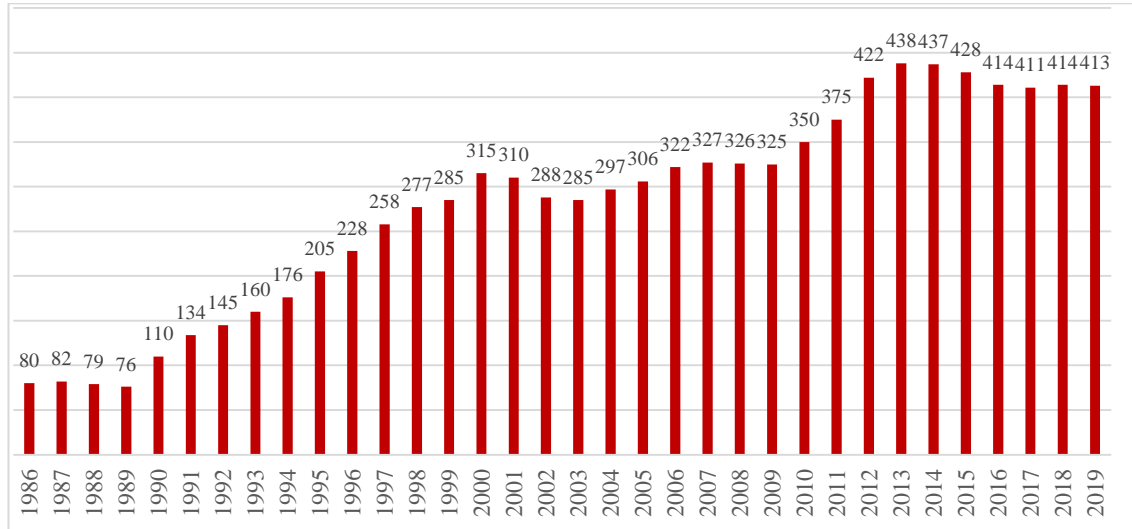
- 1) Pay piyasası,
- 2) Borçlanma araçları piyasası,
- 3) Kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasası,
- 4) Vadeli işlem ve opsiyon piyasasıdır.

Bu piyasalarda kısaca şirket hisseleri (payları), özel ve kamu kesimine ait borçlanma araçları, yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, varantlar, sertifikalar, kıymetli taşlar ve madenler ile vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri üzerine işlemler yapılmaktadır. (BİST)

1.3.1.1. Pay Piyasası

Pay piyasasında, yeni hisse alma hakları, şirket payları, gayrimenkul sertifikaları, varantlar, borsa yatırım fonları, sahipliğe dayalı kira sertifikaları, girişim sermayesi yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım fonları işlem görmektedir.

Bu piyasada pay sahipleri kısa ve uzun vadede getiri elde etme imkanının yanında bazı haklara da sahiptirler. Bunlar kısaca; şirketin dönem sonunda kâr dağıtması halinde kâr payı (temettü) alma hakkı, şirketin bedelli sermaye artırımını yapması durumunda öncelikli hisse alım hakkı, şirketin tasfiye edilmesi durumunda bakiyeye katılma haklarıdır. Bunun yanında şirket yönetimine katılma ve genel kurulda oy kullanma hakları da bulunmaktadır. Ayrıca hisse senetlerinin fiyatlarının artması durumunda elden çıkarılırken kazanç sağlanabilmektedir. Ancak hisse senedi fiyatının düşmesi halinde yatırımcıların payları oranında zarara uğrama riski de bulunmaktadır.

Grafik 1: Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul Pay Piyasasında İşlem Gören Şirket Sayısı

Kaynak: Borsa İstanbul

Borsa İstanbul’da pay piyasası kendi içerisinde yedi farklı pazardan oluşmaktadır. Bu pazarlar payların piyasa değeri toplamı, yatırım aracının türü, şirketin niteliği gibi kriterler göz önüne alınarak oluşturulur. Halka arz edilen hisselerin piyasa değeri toplamı 150 milyon TL’nin üzerindeki şirketler Yıldız Pazarda; 30 milyon TL’nin üzerinde olup Yıldız Pazarda yer alamayanlar ise Ana Pazarda işlem görmektedir. KOBİ olarak da nitelendirilen büyüme potansiyeline sahip olmakla birlikte Ana Pazarda işlem görme eşiğinin altında kalan şirketler ise Gelişen İşletmeler Pazarında işlem görmektedir.

Paylar pay piyasasında üç farklı yöntemle işlem görmektedir;

✓ **Sürekli İşlem Yöntemi:** “Çok fiyat yöntemi” olarak da anılan bu işlem yönteminde, alım-satım sistemine iletilen emirler işlem süresi boyunca fiyat ve zaman önceliği doğrultusunda devamlı eşleştirilmektedir. Emirlerin işleme alınmasında öncelikle fiyata bakılmakta, fiyatların eşit olması halinde de hangi emrin sisteme daha önce girildiğine bakılmaktadır.

✓ **Piyasa Yapıcılı Sürekli İşlem Yöntemi:** Bu yöntemde “piyasa yapıcısı” olarak atanmış bir üye tarafından sürekli olarak çift taraflı kotasyon verilerek işlem yapılan

menkul kıymetin likiditesi sağlanmaya çalışılır. Bu yöntem sürekli işlem yöntemiyle işlem gören menkul kıymetlerde uygulanmaktadır.

✓ **Tek Fiyat Yöntemi:** Tek fiyat yönteminde iletilen emirler belli bir süre boyunca herhangi bir işlem yapılmaksızın sisteme kabul edilmekte, sonra da en çok işlem yapılmasını sağlayacak tek bir fiyat tespit edilmektedir. Sonrasında tüm işlemler tespit edilen bu fiyat düzeyinden gerçekleştirilir. (BİST)

1.3.1.2. Borçlanma Araçları Piyasası (BAP)

Borçlanma araçları piyasası, Borsa İstanbul'da kayıtlı borçlanma araçlarının alım ve satım işlemlerinin yapılabilmesi amacıyla 17 Haziran 1991 tarihinde kurulmuştur. Bu piyasada başlıca; kira sertifikaları, Devlet iç borçlanma senetleri, TCMB likidite senetleri, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile banka bonoları işlem görmektedir. BAP'ta TCMB, borsa üyeleri ile SPK'dan yetki belgesi almış bankalar işlem yapabilmektedir. Yatırımcılar doğrudan işlem yapamamaktadır. (BİST)

1.3.1.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

Bu piyasada genel olarak sermaye piyasası araçları, döviz türleri, buğday, pamuk, çelik gibi çeşitli emtialar ile altın gibi kıymetli madenler düzenlenen sözleşmelerle alınıp satılmaktadır. Yatırımcıların bu piyasada aracı kurumlar ve bankalar aracılığıyla işlem yapılabilirler. VİOP'da işlem yapılması yatırımcılara riskten korunma, arbitraj imkânı ve kazanç sağlama imkanları sunmaktadır. (BİST, 2017)

1.3.1.4. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası

Borsa İstanbul çatısı altında birleşmeden önce ağırlıklı altın olmak üzere kıymetli maden ve taş işlemleri İstanbul Altın Borsasında gerçekleşmekteydi. Bu borsanın kuruluşu ise 1993 yılında 32 Sayılı Karar'da yapılan değişikliğe dayanmaktadır. Bu Kararda yapılan mevzuat düzenlemesiyle altın ithalatı ve ihracatı serbest bırakılmış, bunun sonucunda altın ticareti hızla gelişmiştir. Zaman içerisinde ticaret hacminin

artmasıyla birlikte piyasanın organize edilmesi ihtiyacı doğmuş ve 1995 yılında İstanbul Altın Borsası kurulmuştur. 1999 yılında gümüş ve platin, 2011 yılında ise elmas ve değerli taşlar işlem görmeye başlamıştır. (BİST)

1.3.2. Halka Arz İşlemleri

Halka arz işlemleri denildiğinde genel de şirket hisselerinin halka açılması anlaşılabilir. Tahvil ve bono gibi borçlanma araçları, varantlar, sertifikalar ile birlikte diğer sermaye piyasası araçları da halka arz edilebilmektedir. Pay piyasası açısından halka arz ise, şirket paylarının daha önceden bilinmeyen çok sayıda yatırımcıya, belirlenen usul ve yöntemler çerçevesinde satışının gerçekleştirilmesidir. Şirketler halka açılmak suretiyle ilk defa paylarını halka arz edebilecekleri gibi, daha önceden pay satışı gerçekleştirmiş olanlar da tekrardan pay satışı gerçekleştirebilirler.

Payların halka arzı üç farklı yöntemle gerçekleştirilmektedir.

- 1- Mevcut payların satışı:** Bu yöntemde şirket hissedarları ellerinde bulunan payların tamamını veya bir kısmını borsada veya borsa dışında satabilmektedir. Pay sahibinin satıştan elde ettiği geliri şirkete aktarma zorunluluğu bulunmamaktadır.
- 2- Sermaye artırımı yoluyla halka arz:** Şirketler mevcut sermayelerini artırıp yeni paylar ihdas ederek bu payların satışını gerçekleştirebilirler. Halka arzdan elde edilen gelir şirketin tasarrufuna kalmaktadır.
- 3- İki yöntemin birlikte kullanılması:** İki halka arz yönteminin bir arada kullanılmasıdır. Bu şekilde paylarını satan ortak veya ortaklar bireysel olarak gelir elde edebilecekleri gibi, şirketler de finansman ihtiyaçlarını karşılamış olurlar.

Halka arzına karar verilen payların satışı üç farklı yöntemle gerçekleştirilebilmektedir;

- 1- Borsada satış:** Şirket hisse senetlerinin borsada birincil piyasada satışının yapıldığı yöntemdir.

2- Talep toplama yöntemi: Bu yöntem kendi içerisinde üçe ayrılmaktadır. Sabit fiyat yönteminde hissedar tarafından sabit fiyat belirlenmektedir. Fiyat teklifi alma yönteminde ise hissedar tarafından asgari bir tutar belirlenmektedir. Daha sonra da bunun üzerinde kalan fiyatlardan talep toplanmaktadır. Son yöntemde ise ihraççı veya hissedar sadece belli bir fiyat aralığı belirlemekte ve bunların arasındaki fiyatlardan talep toplamaktadır.

3- Talep toplamaksızın satış: Bu yöntemde sabit bir fiyat belirlenerek yatırımcılardan talep toplanmaksızın satış gerçekleştirilmektedir.

Borsa İstanbul'da halka açılmak suretiyle yapılan pay satışlarında borsada satış veya talep toplama yöntemlerinden birinin kullanılması zorunludur. (BİST)

Halka arz şirketlere pek çok avantaj sağlamaktadır. Öncelikle şirketler borçlanmada olduğu gibi herhangi bir faiz yükümlülüğüne girmeksizin fon ihtiyaçlarını karşılamış olurlar. Bunun yanında halka arz edilen şirketlerin şeffaflık ilkesi gereği KAP vb. platformlar aracılığıyla kamuoyuna sürekli bilgi verme zorunluluklarının olması kurumsal yapılarının güçlenmelerini sağlar. Borsada işlem gören şirketlerin bilinirliklerinin artması, mali tablolarının daha sıkı denetime tabi olması şirketin kredibilitelerini ve ticari itibarını da artıracaktır. Ayrıca faiz maliyeti olmaksızın özkaynak artışı yoluyla finansman sağlanması şirketin değerini artıracaktır. (Tunçay, 2019, s.8-10)

Tablo 3: 1995-2013 Yılları Arasında Halka Arz Edilen Şirket Sayıları ve Hasılat Tutarları*

Yıl	Halka Arz Sayısı	Hasılat	Yabancılara Satılan Tutar	Yabancıların Payı (%)
1995	29	246.782.515	87.239.672	35,35
1996	27	167.921.616	56.417.040	33,6
1997	29	420.376.566	286.933.182	68,26
1998	20	383.348.401	286.150.514	74,65
1999	10	90.722.366	10.056.501	11,08
2000	35	2.806.222.339	1.930.083.413	68,78
2001	1	242.654	22.450	9,25

2002	4	56.467.358	20.626.520	36,53
2003	2	11.252.273	0	0
2004	12	482.575.185	181.605.844	37,63
2005	9	1.743.964.256	1.618.853.108	92,83
2006	15	930.501.524	496.144.397	53,32
2007	9	3.298.307.170	2.250.991.077	68,25
2008	2	1.876.920.161	1.146.360.759	61,08
2009	1	6.908.183	0	0
2010	22	2.104.017.741	924.334.082	43,93
2011	27	841.902.207	365.669.555	43,43
2012	27	2.873.304.989	2.033.389.535	70,77
2013	19	2.340.102.063	1.535.083.481	65,6

Kaynak: Borsa İstanbul * Tutarlar ABD doları cinsindedir.

Ülkemizde “bankacılık krizi” olarak da anılan ekonomik krizin yaşandığı 2001 yılı ile küresel krizin yaşandığı 2009 yıllarında halka arz edilen şirket sayısında ve hasılat tutarlarında gözle görülür bir düşüş yaşanmış ve bu yıllarda sadece birer şirket halka arz olunmuştur. Söz konusu dönemde en fazla halka arzın gerçekleştirildiği yıl ise 35 şirket ile 2000 yılıdır.

Tablo 4: Yıllara Göre İlk Defa Halka Arz Edilen Paylar ve Toplanan Fon Miktarları

Yıl	Halka Arz Sayısı	Toplanan Fon Miktarı (TL)	Toplanan Fon Miktarı (USD)
2014	13	732.687.856,00	331.248.479,29
2015	5	96.172.500,00	35.269.064,64
2016	2	90.625.000,00	27.872.536,14
2017	2	1.353.819.100,00	385.183.330,70
2018	9	5.418.733.742,39	1.368.398.382,67

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu.

Borsa İstanbul’un kurulmasından itibaren geçen beş yıllık dönemde ilk defa halka arzın en fazla gerçekleştirildiği dönem 2014 yılıdır. Bu satışlardan en fazla sermaye ise 2018 yılında toplanmıştır.

1.3.3. Endeksler

Endeks en genel tanımıyla fiyat, getiri, üretim vb. değişkenlerin belirli bir zaman dilimi içerisindeki değişimlerinin oransal olarak ölçülmesini sağlayan finansal göstergedir. (BİST, 2019; “Endeks nedir”) Endeksler yatırımcılara finansal araçların performansları hakkında özet bilgi sunarak karar vermelerine yardımcı olurlar.

Borsa endekslerinin oluşturulması esnasında belirli kriterler göz önünde bulundurulmaktadır. Bunlar genel olarak; endeksin hangi amaçla oluşturulacağı, kapsama alınacak kuruluşların belirlenmesi, hesaplamalarda kullanılacak baz dönemin kararlaştırılması, endeks kapsamındaki payların ağırlıkları ve endeksin hesaplanma yöntemidir. (Karan, 2013, s.61)

Borsa İstanbul bünyesinde bulunan piyasalarda da borçlanma araçları, pay piyasası, mevduat, kıymetli taşlar, altın vb. yatırım araçları için farklı amaçlar için oluşturulmuş çok sayıda⁵ endeks bulunmaktadır.

1.3.3.1. Pay Endeksleri

Pay endeksleri kapsamlarında bulunan şirket hisselerinin fiyat ve getiri performanslarının bir bütün olarak ölçülmesini sağlamakta, bu şekilde borsanın genel durumu ve gidişatı konusunda fikir vermektedir.

Kendi içerisinde pek çok endeksi barındıran pay endeksleri “fiyat endeksi” ve “getiri endeksi” olacak şekilde iki farklı türde hesaplanmaktadır. İki yöntemin hesaplanış amaçları birbirlerinden farklıdır. Fiyat endekslerinde paylardaki fiyat artış veya azalışları bir bütün olarak endekse yansıtılmakta, temettü getirileri ise dikkate alınmamaktadır. Getiri endekslerinin hesaplanmasında ise payların fiyat hareketlerinden kaynaklı değer değişimlerinin yanında temettü ödemeleri de dikkate alınmaktadır. Buna göre dağıtılan temettülerin endekste yer alan paylara ağırlıkları oranında yatırıldığı varsayılarak düzeltme yapılmaktadır.

⁵ Borsa İstanbul bünyesinde sadece pay piyasası için 354 endeks hesaplanmaktadır. Bunun yanında borçlanma araçları, fonlar, altın gibi yatırım araçları için de 44 adet endeks hesaplanmaktadır. (BİST)

Borsa İstanbul pay piyasasında bünyesinde bulunan endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmaktadır. (BİST, 2019, s.7)

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n (F_{it} / D_t) * N_{it} * H_{it} * K_{it}}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamanındaki değerini,

(n) = Endeks kapsamında bulunan hisse sayısını,

F_{it} = “i” nci hissenin t zamandaki fiyatını,

N_{it} = “i” nci hissenin t zamandaki toplam sayısını,

H_{it} = “i” nci hissenin fiili dolaşımda olan miktarının toplam hisse sayısına oranını,

K_{it} = “i” nci hissenin t zamandaki katsayısını,

D_t = Endeksin döviz kurunun t zamandaki değerini,

B_t = Endeksin “t” zamandaki bölen değerini göstermektedir.

Yukarıdaki formüle göre getiri endeksi hesaplanırken şirketler tarafından dağıtılan kâr payının geri borsaya yatırıldığı varsayılarak bölen değerinde düzeltme yapılmaktadır. Fiyat endeksi hesabında ise bölen değerinde düzeltme söz konusu değildir.

Borsa İstanbul pay piyasasında bulunan bazı endeksler şunlardır;

✓ **BIST 100 endeksi:** Bu endeks Borsa İstanbul’daki pay piyasasını temsil eden temel endekstir. Faaliyete başladığı dönemde 41 şirketin bulunduğu bu endekste ilk işlem 3 Ocak 1986 tarihinde yapılmıştır.

BIST 100 endeksi fiyat endeksi olarak hesaplanmakta ve Yıldız Pazarda işlem gören yüz şirketin hisse senetlerini temsil etmektedir. Bu endeks piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek şirket payları kullanılarak hesaplandığı için borsanın genel performansı konusunda gösterge niteliğindedir.

Bu endeks aynı zamanda BIST 50 ve BIST 30 şirketlerinin paylarını da kapsamaktadır. BIST 50’de Yıldız Pazarda işlem gören elli şirketin, BIST 30’da ise yine aynı pazardaki otuz şirketin payları bulunmaktadır. Bu endekslerin de hesaplanma şekilleri aynı olmakla birlikte BIST 30 endeksi işlem hacmi ve piyasa değeri en yüksek şirketleri kapsamaktadır. (BİST)

✓ **Temettü endeksleri:** Borsa İstanbul’da temettü endeksi 01.07.2011 tarihi itibariyle hesaplanmaya başlanmıştır. Temettü Endeksi ve Temettü 25 Endeksi olmak üzere iki farklı getiri endeksi bulunmaktadır. Temettü endeksi pay piyasasındaki belirli pazarlarda işlem gören ve değerlendirme günü itibariyle de son üç yıl içerisinde kâr payı dağıtımını yapan şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır. Temettü 25 endeksinin oluşturulmasında ise bunun yanında temettü verimliliği ve piyasa değeri kriterleri de dikkate alınır. (BİST)

✓ **Şehir endeksleri:** Şehir endeksi üretim veya faaliyet merkezi aynı şehirde olan şirketler için 16 Şubat 2009 tarihinden beri hesaplanmaktadır. Bu endeks ile söz konusu şirketlerin fiyat ve getiri performansları ölçülmeye çalışılmaktadır. Şehir endeksinin hesaplanabilmesi için Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı kapsamındaki en az beş şirketin aynı ilde bulunması gerekmektedir. Şirketlerin bu endeks kapsamına alınabilmesi için buldukları şehirde bu endeksin hesaplanıyor ya da hesaplanabilecek durumda olması ve faaliyet konusunun bu endeks kapsamında olması gerekmektedir. (BİST)

✓ **Halka arz endeksi:** Bu endekste halka arz edilen ve Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı kapsamına alınan şirketler işlem görmektedir. Endekste işlem görmeye başlayan şirketler 2 yıl endeks kapsamında kalmakta, işlem görmeye başladığı tarih itibariyle 25. ayın sonunda da endeksten çıkarılmaktadır. Endekste şirket sayısının beşin altına düşmesi durumunda çıkarılması gereken şirket yeni şirket ekleninceye kadar kapsamda tutulmaktadır. (BİST)

✓ **KOBİ sanayi endeksi:** Kobi Sanayi Endeksinde Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı kapsamında bulunan şirketler işlem görebilmektedir.

Şirketlerin bu endeks kapsamına alınabilmeleri için KOBİ tanımı içerisinde yer almaları ve KAP'ta yayımlanan en son yıllık mali tabloları dikkate alınarak net satış geliri ya da bilanço büyüklüğü şartlarından birini sağlamaları gerekmektedir. (BİST)

1.3.3.2. Diğer Bazı Endeksler

Borsa İstanbul bünyesinde hesaplanan başlıca diğer endeksler ise altın endeksi, BIST-KYD endeksi ile uluslararası endekslerdir.

Altın endeksi, altın fiyatlarındaki günlük getirilerin hesaplanabilmesi amacıyla oluşturulmuştur. Bu endeks dolar/ons bazında gerçekleşen altın işlemlerine ait fiyatlar kullanılarak hesaplanmaktadır. (BİST, 2019, s.1-2) BIST-KYD endeksi ise mevduat, fonlar, kira sertifikaları, Devlet iç borçlanma senetleri gibi yatırım araçlarının günlük getirilerinin ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Endeks kapsamında 50 farklı alt endeks bulunmakta olup yatırım araçlarının çeşitlerine göre 11 gruba ayrılmıştır. Uluslararası bir endeks olan S&P/OIC COMCEC 50 Shariah endeksi ise; İİT üye ülkeleri borsaları arasındaki iş birliğinin geliştirilmesi, alternatif yatırım araçlarının oluşturulması, İİT üye ülkelerinin piyasa performanslarının değerlendirilmesi noktasında ölçüt sağlanması amacıyla oluşturulmuştur. (BİST)

2. BÖLÜM

BÜTÇE, BÜTÇE AÇIĞI TÜRLERİ, NEDENLERİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

2.1. BÜTÇENİN TANIMI VE GELİŞİMİ

Kamu hizmetleri bütçeler vasıtasıyla toplanan gelirler aracılığıyla görülür. Bu açıdan devlet fonksiyonlarının yerine getirilmesini sağlayan bütçeler, sosyal, siyasi ve mali anlamda büyük öneme sahip bulunmaktadır. Kamu gelirleri bütçelerin verdiği izinler doğrultusunda toplanmakta ve yine bütçelerde yer alan esaslar doğrultusunda planlanarak harcanmaktadır. (Akdoğan, 2006, s.323-324)

Bütçe kavramı, İngilizce “budget”, Fransızca ise “bougette” kökenli bir kelimedir. Dilimizde ise çanta veya cüzdan anlamına gelmektedir. Bütçenin tarihsel gelişimine bakıldığında ise ilk olarak İngiltere’de uygulandığı görülmektedir. (Akdoğan, 2006, s.326) Ülkemizde ise ikinci Meşrutiyetin ardından oluşturulan ve yetkili makamların onayından geçen 1325-1909 bütçesinin ilk bütçe olduğu kabul edilmektedir. Bunun öncesinde hazırlanan ve Muvazene Defteri olarak da adlandırılan gelir ve gider cetvelleri gerekli şartları taşımadığı için bütçe olarak nitelendirilmez. (Tekeli, 1957, s.207)

Bütçenin çeşitli kaynaklarda farklı tanımları bulunmaktadır. Çomaklı ve Turan (2016) bütçeyi; bir idarenin belirli bir dönemdeki harcamaları ile gelirlerine ilişkin tahmin edilen tutarları gösteren, yasama veya yürütme gücü tarafından onaylanan bir belge olarak tanımlamışlardır. Ayrıca ülkemizde yürürlükte bulunan 5018 sayılı Kanunda ise bütçe; *“Belirli bir dönemdeki gelir ve gider tahminleri ile bunların uygulanmasına ilişkin hususları gösteren ve usulüne uygun olarak yürürlüğe konulan belgeyi...”* şeklinde ifade edilmektedir. Bu tanımlardan yola çıkarak bütçelerin, hükümetlerin kamu gelirlerini nasıl kullanacakları ve vatandaşlara nasıl hizmet edeceklerine yönelik taahhütleri içeren bir sözleşme olduğu ifade edilebilir. (Sayıştay Başkanlığı, 1998)

2.2. MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇESİ VE KONSOLİDE BÜTÇE

5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanununun 2006 yılında tam olarak uygulanmaya başlanması ile birlikte 1927 yılı itibariyle yürürlükte bulunan 1050 sayılı Muhasebe-i Umumiye Kanunu⁶ yürürlükten kaldırılmıştır. Uygulamaya konulan yeni Kanunda merkezi yönetim bütçesi adıyla uluslararası kriterlere uygun yeni bir sınıflandırma oluşturulmuştur.

2.2.1. Konsolide Bütçe

Konsolide bütçe, yürürlükten kaldırılan Muhasebe-i Umumiye Kanununda yer almakla birlikte genel ve katma bütçeli idarelerden oluşmaktaydı. (Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü [BÜMKO], 2004, s.73) Genel bütçeli idareler; Cumhurbaşkanlığı, yüksek yargı organları, bakanlıklar gibi idarelerden oluşurken, katma bütçeli idareler ise bir bakanlığa bağlı ancak ayrı tüzel kişiliklere sahip DSİ ve üniversiteler gibi idarelerden oluşmaktaydı.

Konsolide Bütçe = Genel Bütçe + Katma Bütçe- Hazine Yardımları

Konsolide bütçeye; genel bütçe ile katma bütçenin toplamından hazine yardımlarının çıkarılmasıyla ulaşılmaktaydı. Eşitlikten hazine yardımlarının çıkarılmasının nedeni ise mükerrer kaydın önüne geçilmesidir. (Akpınar, 2014, s.4) Katma bütçeli idareler ise genel bütçe dışında kalan, kendi gelirleri ile kendi giderlerini karşılayan ve esas itibariyle fiyatlandırılabilir nitelikte mal veya hizmet üreten kuruluşlardı. Ancak uygulamada bu idareler harcamalarının sadece küçük bir kısmını kendileri karşılayabiliyorlardı. Konsolide bütçenin toplamına kıyasla gelir ve harcamaları büyük boyutlara ulaşan çok sayıdaki döner sermayeli kuruluş ve fon ise konsolide bütçenin kapsamı dışında bulunuyordu. (BÜMKO, 2004, s.74-76)

⁶ Genel Muhasebe Kanunu

2.2.2. Merkezi Yönetim Bütçesi

1980'den sonra yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmeler mali alanda reform yapma ihtiyacını ortaya çıkarmıştı. Bütçe sistemi uygulanan mali politikalar neticesinde karmaşık ve verimli işleyemez hale gelmişti. O dönem yürürlükte bulunan 1050 sayılı Kanunun bütçe odaklı ve nakit esasına dayalı olması mali işlemlerin yeterince kaydedilmemesine sebebiyet vermiştir. Bu da nakit esasına dayalı olmayan işlemlerin kayıt dışında kalmasına neden olmuş, muhasebe kayıtlarından sadece bütçe uygulama sonuçları izlenebilmiştir. Ayrıca bütçe kapsamında olması gereken ve bütçeden ayrılan kaynaklarla yapılan harcamaların bütçe sisteminin dışında kalması, kaynakların etkili ve verimli bir şekilde kullanılmasının önüne geçmiştir. (BÜMKO, 2004, s.74-98) Tüm bunlar mali alanda düzenleme yapma ihtiyacını ortaya çıkarmış, kamu gelirlerini ve harcamalarını tek bir çatı altında toplayacak, hesap verebilirliği ve malî saydamlığı ön planda tutacak bir Kanun hazırlanmıştır. Netice itibariyle 2003 yılında kamusal kaynakların etkili, ekonomik ve verimli bir şekilde elde edilmesini ve kullanılması hedefleyen 5018 sayılı Kanun yasalararak yürürlüğe girmiştir.

5018 sayılı Kanunda geçen merkezi yönetim bütçesi, Kanuna ekli cetvellerde yer alan genel bütçeli idareler, özel bütçeli idareler ile düzenleyici ve denetleyici kurumların bütçelerini kapsamaktadır.

Merkezi Yönetim Bütçesi = Genel Bütçe + Özel Bütçe + Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar Bütçesi

Genel bütçe, Devlet tüzel kişiliğine tabi Cumhurbaşkanlığı, Yargıtay, Danıştay, bakanlıklar gibi Kanuna ekli I sayılı cetvelde yer alan idareleri kapsamaktadır. Özel bütçe, kamu hizmetlerinin yürütülmesi maksadıyla Bakanlıklara bağlı veya ilgili olarak kurulan üniversiteler, YÖK, yüksek teknoloji enstitüleri ve özel bütçeli diğer idarelerin bütçeleridir. Düzenleyici ve denetleyici kurum bütçesi ise kurul, kurum veya üst kurul şeklinde teşkilatlanan, kendilerine ait özerk mali yapıları bulunan idarelerin bütçesini ifade etmektedir.

2.3. KAMU HARCAMALARI VE GELİRLERİ

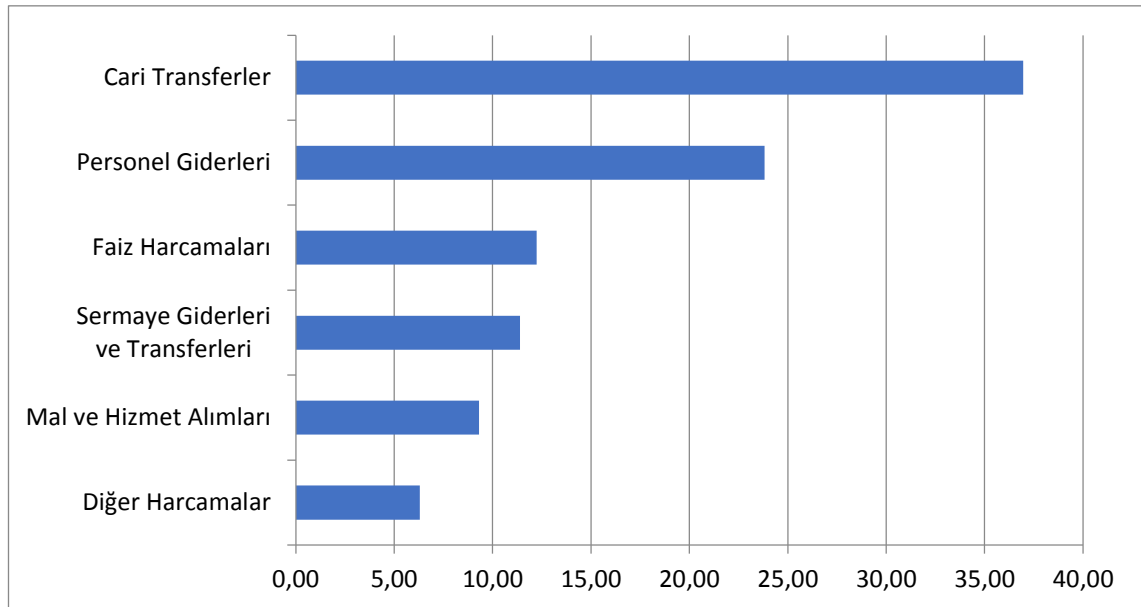
2.3.1. Kamu Harcamaları

Kamu harcamalarının tanımı ve sınırı konusunda farklı görüşler mevcuttur. Ancak en genel tanımı ile kamu harcamaları, kamu kurum ve kuruluşlarının vergiler ve diğer kaynakları kullanarak toplumsal hizmetleri görmek amacıyla bütçe ödenekleri üzerinden yaptıkları harcamalardır. Bu harcamalar yerel veya ulusal düzeyde olabilmektedir. (Bulutoğlu, 2008, s.195)

Merkezi yönetim bütçe harcamaları, genel bütçe, özel bütçe ve düzenleyici ve denetleyici kurumların bütçe harcamalarının toplamından oluşmaktadır.

Merkezi yönetim bütçe harcamaları= Genel bütçe harcamaları + Özel bütçe harcamaları + Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların bütçe harcamaları

Grafik 2: Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Yüzdesel Dağılımı



Türkiye'deki merkezi yönetim bütçe harcamalarının kümülatif olarak 2006-2019 yılları arasındaki dağılımı incelendiğinde cari transferlerin toplam bütçe harcamaları içerisinde en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Yatırım projeleri gibi uzun süreli fayda

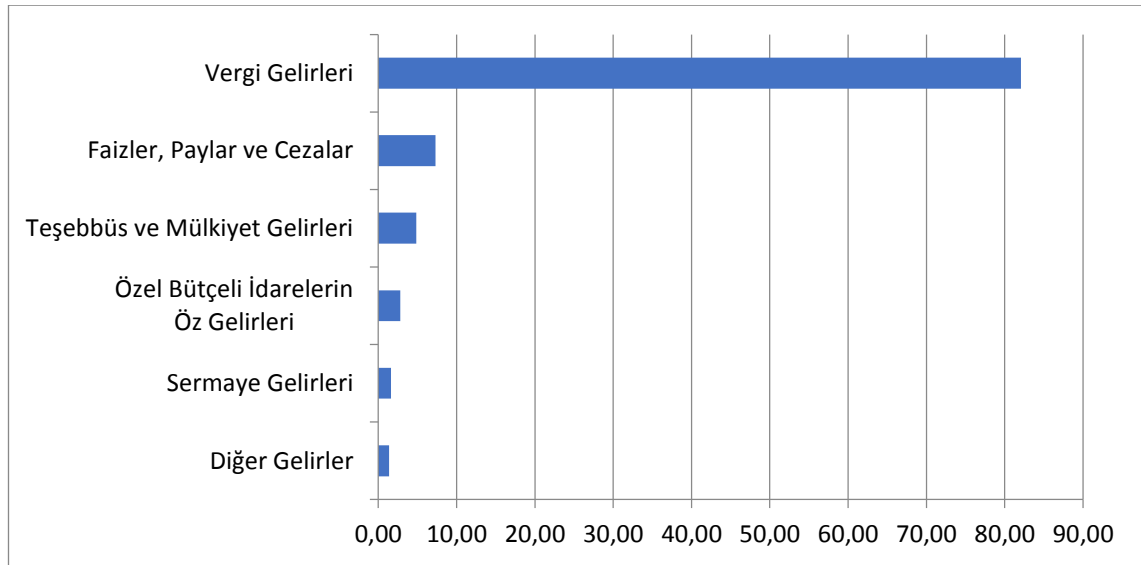
sağlayan ve ekonomik kalkınmayı destekleyen sermaye harcamaları ise faiz harcamalarının gerisinde bulunmaktadır.

2.3.2. Kamu Gelirleri

Kamu gelirleri, devletin ve diğer kamu tüzel kişiliklerinin kamusal hizmetleri görmek maksadıyla toplamış oldukları gelirlerdir. Bu gelirler cebren toplanabileceği gibi cebri olmayan yollardan da elde edilebilmektedir. (Çomaklı ve Turan, 2016, s.265) 5018 sayılı Kanunda⁷ da kamu geliri şu şekilde tanımlanmaktadır;

“Kanunlarına dayanılarak toplanan vergi, resim, harç, fon kesintisi, pay veya benzeri gelirler, faiz, zam ve ceza gelirleri, taşınır ve taşınmazlardan elde edilen her türlü gelirler ile hizmet karşılığı elde edilen gelirler, borçlanma araçlarının primli satışı suretiyle elde edilen gelirler, sosyal güvenlik primi kesintileri, alınan bağış ve yardımlar ile diğer gelirleri...ifade eder.”

Grafik 3: Merkezi Yönetim Bütçe Gelirlerinin Yüzdesel Dağılımı



Merkezi yönetimin 2006-2019 yılları arası dönemde başlıca gelir kaynağı grafikte de görüldüğü üzere vergi gelirleridir. Söz konusu dönemde vergi gelirlerinin toplam bütçe

⁷ KMYKK, Madde 3/i

gelirleri içerisindeki payı yüzde seksenin üzerinde olmuştur. Diğer gelir kalemlerinin payı ise vergi gelirlerine kıyasla oldukça küçüktür.

2.4. BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARI

Bütçe uygulama sonuçları, bütçelerin belirli bir dönem sonundaki gelir ve harcama durumları ile bunlar arasındaki olumlu veya olumsuz farkı ifade etmektedir. Bütçe gerçekleştirmelerini gösteren tablolar belirli aralıklarla⁸ idareler tarafından yayımlanmaktadır. Bu tablolar nakit esasına dayalı olarak tutulan bütçe hesaplarından yola çıkılarak üretilir.

Bütçe gerçekleştirmelerini gösteren tablolardaki en önemli kalemin açık veya fazla tutarını gösteren bütçe dengesi olduğunu söylemek mümkündür. Bütçe dengesine bütçe gelirlerinden bütçe giderlerinin çıkarılmasıyla ulaşılır.

$$\text{Bütçe dengesi} = \text{Bütçe gelirleri} - \text{Bütçe giderleri}$$

Bütçelerin uygulanması sonucunda üç farklı dengeye ulaşılabilir;

- 1) Bütçe denkliliği: $\text{Bütçe gelirleri} = \text{Bütçe giderleri}$
- 2) Bütçe fazlası: $\text{Bütçe gelirleri} > \text{Bütçe giderleri}$
- 3) Bütçe açığı: $\text{Bütçe gelirleri} < \text{Bütçe giderleri}$

Bütçe denkliliğinde gelir ve harcamalar birbirlerine eşit olup bütçe açığı veya fazlası söz konusu değildir. Gelirlerin harcamalardan büyük olduğu durumda bütçe fazlası, küçük olduğu durumda ise bütçe açığı ortaya çıkmaktadır.

Bütçe gelirleri ve bütçe giderleri şu şekilde ifade edilebilir;

⁸ Genel yönetim ve merkezi yönetim kapsamındaki kamu idarelerine ait bütçe uygulama sonuçları halihazırda Muhasebat Genel Müdürlüğü tarafından hazırlanarak yayımlanmaktadır. Bütçe uygulama sonuçları 5018 sayılı Kanunda belirtilen sıklıkta merkezi yönetim için aylık olarak, genel yönetim kapsamındaki kamu idareleri içinse çeyrek dönemler halinde yayımlanır. Tabloların yayımlanacağı tarihler Resmi İstatistik Programı kapsamında hazırlanan Ulusal Veri Yayımlama Takviminde gösterilmektedir.

Bütçe Gelirleri = Vergi gelirleri + Vergi dışı gelirler

Bütçe Giderleri = Personel giderleri + Diğer cari giderler + Yatırım giderleri + Transfer giderleri

Buna göre ilk denklem yeniden düzenlendiğinde bütçe dengesi şu şekilde olacaktır;

Bütçe Dengesi = (Vergi gelirleri + Vergi dışı gelirler) – (Personel giderleri + Diğer cari giderler + Yatırım giderleri + Transfer giderleri)

(Günay, 2007, s.8-10)

Merkezi yönetim bütçe dengesine ise şu şekilde ulaşılmaktadır;

Merkezi Yönetim Bütçe Açığı/Fazlası = Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri – Merkezi Yönetim Bütçe Harcamaları

Tablo 5: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesinin Hesaplanması

Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri		1+2+3
1-	Genel Bütçe Gelirleri	
	Vergi Gelirleri	
	Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	
	Alınan Bağış ve Yardımlar ile Özel Gelirler	
	Faizler, Paylar ve Cezalar	
	Sermaye Gelirleri	
	Alacaklardan Tahsilât	
2-	Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	
3-	Düzen. ve Denet. Kurumlarının Gelirleri	
Merkezi Yönetim Bütçe Harcamaları		4+5
4-	Faiz Dışı Harcamalar	
	Personel Giderleri	

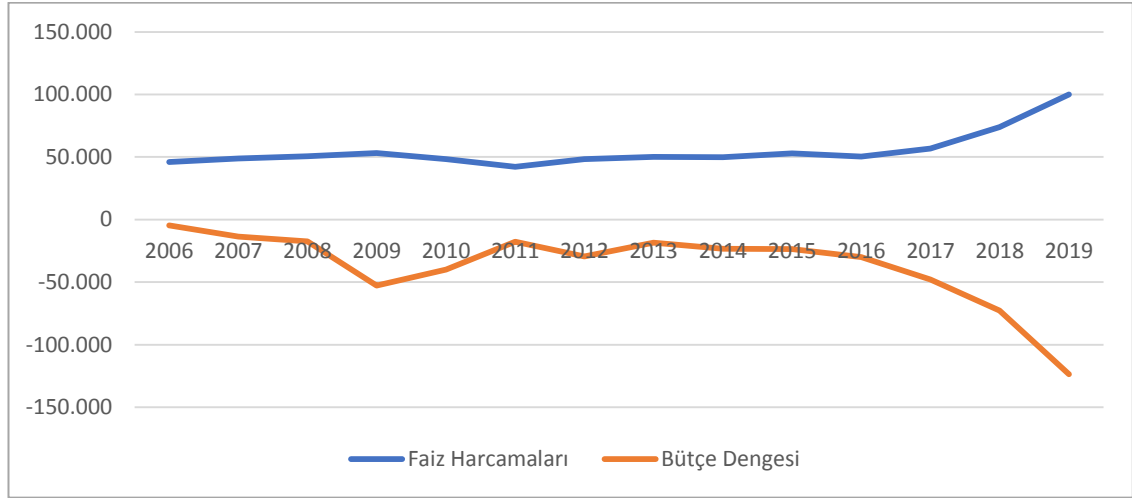
	Sosyal Gv.Kur. Devlet Primi	
	Mal ve Hizmet Alımları	
	Cari Transferler	
	Sermaye Giderleri	
	Sermaye Transferleri	
	Borç Verme	
	Yedek denekler	
5-	Faiz Harcamaları	
	Bütçe Dengesi	(1+2+3) - (4+5)
	Faiz Dışı Bütçe Dengesi	(1+2+3) - 4

Kaynak: Muhasebat Genel Müdürlüğü

Bütçe gerçekleŐmelerine ilişkin analizlerde kullanılan bir diğer denge ise faiz dışı bütçe dengesidir.

$$\text{Faiz dışı bütçe dengesi} = \text{Bütçe gelirleri} - \text{Faiz dışı bütçe giderleri}$$

Faiz dışı bütçe dengesinin negatif olması yani faiz dışı bütçe açığı verilmesi, bütçe gelirlerinin faiz ödemeleri dışında kalan harcamaları karŐılayamadıĐını gösterir. Bu durum bütçe dengesinin sürdürülebilirliği açısından olumsuz kabul edilir. (Günay, 2007, s.13)

Grafik 4: Yıllar İtibariyle Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve Faiz Harcamaları

Merkezi yönetim bütçesi geride kalan on üç dönem içerisinde yıllık bazda hep açık vermiştir. 2009 küresel ekonomik krizinin yaşandığı dönemde kamu gelirlerinin tahsilatlarında düşüş yaşanması ve kamu harcamalarının artırılması neticesinde bütçe dengesinde bozulma meydana gelmiştir. Genel olarak bütçe dengesinin bozulduğu veya bütçe açıklarının arttığı dönemlerde faiz harcamalarının yükselişe geçtiği görülmektedir.

2.5. MALİ AÇIK ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

Mali açıkların tespitine yönelik geliştirilen yöntemler, bütçe politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Bu yöntemler ekonomik analizlerle desteklenmeleri durumunda, bütçenin gelir veya harcama taraflarında düzenlemeye ihtiyaç olup olmadığını gösterir. (Uluslararası Para Fonu [IMF], 1993, s.194) Açıkların tespit edilmesine yönelik çok sayıda ölçüt bulunmasına karşın hangi metodun mali performansı daha iyi ölçtüğü konusunda görüş ayrılıkları mevcuttur. (Rowley, Shughart ve Tollison, 2002) Bunun nedeniyse bu ölçütlerin her birinin kendi içerisinde avantajlı ve dezavantajlı yönlerinin bulunmasıdır.

2.5.1. Genel Amaçlı Ölçüm Yöntemleri

2.5.1.1. Geleneksel Açık

Geleneksel açık, cari dönemde bütçe harcamaları ile bütçe gelirleri arasındaki farktır. Bu ölçüm yöntemi nakit esasına dayalı olarak hesaplanmaktadır. Kamunun iç ve dış borç stokundaki anapara ödemeleri dikkate alınmaksızın toplam nakit tahsilatı ile nakit ödemeleri arasındaki farkın hesaplanmasıyla bulunur. (IMF, 1993, s.178) Geleneksel açık hükümetlerin bir bütçe döneminde gerçekleştirdikleri işlemlerin uzun dönem etkileri göz ardı edilerek değerlendirilmesine olanak sağlar. (Rowley vd., 2002, s.63) Geleneksel açığın nakit esaslı olarak hesaplanmasıyla Kamu Kesimi Net Borçlanma Gereğine de ulaşılmaktadır. (Egeli, 2002, s.30) Ülkemizde kamu kesimi net borçlanma gereği merkezi yönetim, mahalli idareler, döner sermayeler, sosyal güvenlik kuruluşları ve fonların açıklarını da kapsamaktadır. Bu açıdan oldukça kapsamlı bir ölçüm yöntemidir. Kamu kesimi net borçlanma gereği GSYİH'ya oranlanarak yüzdesel şekilde ifade edilir.

2.5.1.2. KİT Açığı

Kamu iktisadi teşebbüsleri (KİT), devletin müteşebbis sıfatıyla iktisadi faaliyetlerde bulunmak maksadıyla kurduğu teşebbüslerdir. (Günay, 2007, s.28) Bu tür kuruluşlar sermayelerinin tamamı veya bir bölümü devlete ait olarak kurulup kamu yararı, verimlilik ve kârlılık anlayışı içerisinde faaliyette bulunurlar. (Akdoğan, 2006, s.424) KİT'ler, iktisadi devlet teşekkülleri ve kamu iktisadi kuruluşları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İktisadi devlet teşekkülleri ticari amaçlar doğrultusunda faaliyette bulunurken, kamu iktisadi kuruluşları ise kamu yararı gözeterek mal ve hizmet üretip pazarlamak amacıyla kurulmaktadır. (Kamu İktisadi Teşebbüsleri, 1984) Kamu girişimlerinin ekonomi içerisindeki payının yüksek olmasının ekonomide istikrar problemlerine ve enflasyonun kötüleşmesine neden olduğu bilinmektedir. (IMF, 1993, s.207) Geçmiş yıllarda ülkemizde çok sayıda bulunan KİT'lerin sayısı özelleştirme uygulamalarıyla birlikte azalmıştır. KİT açığı, KİT ödemeleri ile yatırım harcamalarının toplamalarının KİT kaynaklarından daha büyük olması durumunda ortaya çıkmaktadır.

2.5.2. Özel Amaçlı Ölçüm Yöntemleri

2.5.2.1. Birincil Açık

Birincil açık, geleneksel bütçe açıklarından borç faiz ödemeleri için ayrılan tutarın çıkarılmasıyla hesaplanır. (İnce, 1996, s.42) Birincil açığa faiz ödemeleri dahil edilmediğinden hükümetlerin bütçe üzerindeki kontrolünü gösterir. Çünkü faiz ödemelerinin dahil edilmesiyle bulunan bütçe açıkları, önceki dönemlerin bütçe açıklarının izini taşıyacağından mevcut otoriteden bağımsız olacaktır. Birincil açık aynı zamanda bütçe açıklarının sürdürülebilir olup olmadığı konusunda da fikir vermektedir. (Gedik, 2007, s.7-8)

2.5.2.2. İşlemsel Açık

İşlemsel açık literatürde operasyonel, işlemsel, işlevsel açık gibi farklı adlarla yer almaktadır. Aynı zamanda “enflasyondan arındırılmış açık” olarak da ifade edilmektedir. (Günay, 2007, s.44) İşlemsel açığa geleneksel bütçe açığındaki faiz ödemeleri içerisinde yer alan enflasyonun çıkarılmasıyla ulaşılır. (Rowley vd., 2002, s.74) Aynı zamanda birincil açık ile faiz ödemelerinin reel kısmının toplanmasıyla da işlemsel açığa ulaşılabilir. İşlemsel açık yüksek enflasyon ve borçluluk oranlarına sahip ülkeler açısından önem arz etmektedir.

2.5.2.3. Nakit açığı ve Tahakkuk açığı

Nakit açığı mali yıl içerisinde yapılan tahsilatlarla nakit ödemeleri arasındaki farktır. Bu açık uygulanan politikalar neticesinde ortaya çıkan nakit ödemelerinin karşılanabilme düzeyini gösterir. (IMF, 1993, s.15) Ülkemiz açısından bütçe açığı ile nakit açığı kavramları birbirinden farklıdır. Bunun başlıca nedeni ise bütçe emanetleri ve avanslardır. Bütçe emanetleri yılı içerisinde ödeme emrine bağlandığı halde ödenemeyip emanete alınan tutarlardır. Kısaca bütçe emanetleri fiilen ödeme olmadığı halde bütçe giderlerine kaydedilmekte ve gider miktarı artmaktadır.

Tahakkuk açığı ise nakit açığından daha geniş kapsamlıdır. Örneğin amortisman giderleri tahakkuk açığının hesaplanmasında dikkate alınırken nakit dengesinin hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır. (Turhan, 1996, s.7) İki yöntemi kıyaslamak gerekirse, mali programların yapılmasında ve hükümet faaliyetlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin ölçülmesinde nakit esasının, faaliyetlere ilişkin net değer ölçülmesinde ise tahakkuk esasının daha avantajlı olduğu söylenebilir. (IMF, 1993, s.210)

Tablo 6: Bütçe Dengesinden Bütçe Nakit Dengesine Ulaşılması

Bütçe Gelirleri	630.490
Bütçe Harcamaları	678.269
Bütçe Dengesi	-47.779
Bütçe Emanetleri	-4.469
Diğer Emanetler	-395
Avanslar	-2.196
Bütçe Nakit Dengesi	-54.839

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Tutarlar Milyon TL cinsindedir.

Tabloda 2017 yılına ilişkin tutarlar kullanılarak merkezi yönetim bütçe dengesinden nakit dengesine ulaşılması gösterilmiştir. Merkezi yönetim bütçe dengesi hesaplandıktan sonra bütçe emanetleri, diğer emanetler ve avans hesaplarından gelen veriler kullanılarak nakit dengesi hesaplanmaktadır. Nakit dengesi finanse edilmesi gereken açıklar ile değerlendirilmesi gereken nakit fazlası tutarları gösterir.

2.5.2.4. Nominal ve Reel Bütçe Açığı

Nominal bütçe açığı kamu giderleri ile kamu gelirleri arasında ortaya çıkan negatif farktır. Devletin gelir ve giderlerine ilişkin tutarlar normal koşullarda nominal olarak gösterilmektedir. Ancak özellikle yüksek enflasyona sahip ülkelerde bütçe açığının gerçek tutarının görülebilmesi için nominal bütçe açığının enflasyondan arındırılması

gerekir. Bu noktada kamu gelir ve giderlerinin önce enflasyondan arındırılıp ardından birbirlerinden çıkarılması sonucu giderler lehine oluşacak fark reel bütçe açığını verecektir. (Günay, 2007, s.51) Reel bütçe açığına nominal bütçe açığının fiyatlar genel seviyesine bölünmesiyle de ulaşılabilmektedir.

2.5.2.5. Cari Açık - Sermaye Açığı

Cari açık, cari harcamalardan cari gelirlerin çıkarılmasıyla elde edilir. Hesaplamaya sermaye gelirleri ve yatırım harcamaları dahil edilmez. Geleneksel bütçe açığından, yatırım harcamaları ve sermaye gelirlerinin çıkarılmasıyla da cari açığa ulaşılabilmektedir. (Egeli, 2002, s.35) Cari harcamalarla elde edilen mal ve hizmetler mali yıl içerisinde tüketilmekte ve uzun süreli fayda sağlamamaktadır. Bu nedenle bütçede cari açığın oluşması olumsuz şekilde değerlendirilir. (Önder vd., 1995, s.13-14) Bir diğer mali açık ölçüm yöntemi olan sermaye açığı ise sermaye gelirlerinden sermaye harcamalarının çıkarılması sonucu bulunan negatif farktır. (Şen ve Sağbaş, 2004, s.17)

2.5.2.6. Yurtiçi -Yurtdışı Açık

Yurtiçi açık sadece yurtiçi ekonomiyi etkileyen bütçe işlemleri üzerinden hesaplanmaktadır. (Rowley vd., 2002, s.68) Bu mali açık hesaplama yöntemi ile hükümet harcamalarının yurtiçi ekonomi üzerindeki genişletici etkisi ölçülmeye çalışılır. Yurtdışı açık ise doğrudan dış alemlle bağlantılı bütçe işlemleri üzerinden hesaplanmaktadır.

2.6. BÜTÇE AÇIKLARININ NEDENLERİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bütçe açıkları günümüzde dünyanın pek çok ülkesinde sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Bütçe açıklarının süreklilik kazanması ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyebilmekte ve bu konuyu her geçen gün daha önemli hale getirmektedir.

1929 yılında ABD’de ortaya çıkan ekonomik krize kadar devlet bütçelerinin hazırlanmasında ve uygulanmasında denklik esası ön planda tutulmuştur. O dönem etkisini sürdüren klasik teori çerçevesinde devletin asli faaliyetlerde bulunması,

ekonomiye müdahalesinin sınırlandırılması ve bütçe denkliğine önem verilmesi neticesinde bütçe açıkları fazla ön planda olmamıştır. Ancak 1929 Büyük Buhranıyla birlikte ekonomilerin resesyona girerek toplam talebin hızla azalması sonucunda klasik teori yerini Keynes'in genel teorisine bırakmıştır. Bu teori çerçevesinde devletler talep yetersizliğinin önüne geçerek istihdam düzeyini artırabilmek amacıyla bütçe açıkları vermeye başlamışlardır. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde de gelişmiş ülkelerde ekonomiyi fazla olumsuz etkilemeyecek ve kolayca kapatılabilecek bütçe açıkları oluşmaya devam etmiştir. 70'li yıllardaki petrol kriziyle birlikteyse bütçe açıkları pek çok ülkede normal kabul edilmeye başlanmıştır. (Özen, 2002, s.21-22)

Türkiye'de ise Cumhuriyetin kurulmasının ardından ilk yıllarda Klasik iktisadi düşünce benimsenerek denk bütçe politikası uygulanmıştır. (Ceyhan ve Yıldız, 2017, s.31) 50'li yılların başlarından itibaren bütçe gelirleri bütçe harcamalarını karşılayamamaya başlamış ve bütçe açıkları ortaya çıkmıştır. Ülkede ekonomik sorunların olduğu 1970'li yıllarda ise açıklar artmaya devam etmiştir. (Kepenek ve Yentürk, 2007, s.274) 24 Ocak 1980 tarihinde duyurulan ekonomik kararlarla; sıkı maliye ve para politikaları uygulanması, kamu kesiminin küçültülmesi, bütçeye yük olan verimsiz KİT'lerin özelleştirilmesi gibi ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik tedbirler alınmaya çalışılmıştır. Ancak bu kararların uygulanmasında ilk birkaç yıl başarı sağlansa da sonrasında mali disiplinin bozulmasıyla bütçe açıkları artmaya devam etmiş ve süreklilik kazanmıştır.

2.6.1. Bütçe Açıklarının Nedenleri

Bütçe açıkları kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamaması durumunda ortaya çıkmakla birlikte açıkların nedenleri ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir. Bu kapsamda bütçe açıkları gelişmekte olan ülkelerde genel olarak toplumdaki tasarruf miktarının yetersiz olması, yüksek askeri harcamalar, cari açık ve milli gelirin düşük olması gibi nedenle ortaya çıkarken, gelişmiş ülkelerde ise sosyal devlet anlayışı ve büyüme oranının düşük olması gibi nedenlerden kaynaklanabilmektedir.

Türkiye'deki bütçe açıkları incelendiğinde ise uzun yıllar boyunca kamu harcamalarının kamu gelirlerinden daha hızlı bir şekilde artmasının açıkları kronik hale getirdiği görülmektedir. Buna göre kamu gelirlerinin artış hızı bütçelerdeki cari, yatırım ve transfer harcamalarındaki artış hızını yakalayamamış ve açıklar süreklilik kazanmıştır. 1980 sonrası dönemde aralıklarla meydana gelen ekonomik krizlerin başlıca nedenlerinden birinin de kronikleşen açıkların ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi olduğu değerlendirilmektedir. (Tüğen ve Dağ, 2008, s.220-224)

Kamu harcamalarının artmasına neden olan bazı faktörler şunlardır;

- ✓ Sosyal güvenlik sistemindeki aktüeryal dengelerin bozulması neticesinde sosyal güvenlik açıklarının artması,
- ✓ Bütçe dışı fonlar ve döner sermayeler tarafından yapılan kontrolsüz harcamalar,
- ✓ Verimsiz bir şekilde işletilen, yüksek maliyetlerle çalışan KİT'lerin varlığı,
- ✓ Kamu yatırım projeleri nedeniyle bütçeden ödenen yüksek tutarlar,
- ✓ İç ve dış borçlanmalar neticesinde ödenen yüksek faiz tutarları,
- ✓ Personel, savunma ve güvenlik harcamalarındaki artışlar,
- ✓ Seçim dönemlerinde uygulanan politikalar neticesinde harcamaların artması.

Kamu gelirlerinin ise yeterli düzeyde artış göstermemesinin başlıca nedenleri şunlardır;

- ✓ Kayıt dışı ekonominin yaygınlaşması neticesinde yeterli vergilendirmenin yapılamaması,
 - ✓ Vergi aflarının sıkça tekrarlanması ve dolaylı vergilere ağırlık verilmesi,
 - ✓ Etkin bir vergi denetim sisteminin olmaması,
 - ✓ Vergi sistemindeki muafiyetlerin ve istisnaların fazlalığı,
 - ✓ Enflasyon nedeniyle geç tahsil edilen vergi gelirlerinin reel değerinin düşmesi.
- (Tüğen ve Dağ, 2008, s.220-224)

Özetle Türkiye'de vergi gelirleri başta olmak üzere kamu gelirlerinin etkin bir şekilde tahsil edilememesi ve kamu kaynaklarının verimli alanlarda kullanılmaması bütçe açıklarının artmasına neden olmaktadır.

2.6.2. Bütçe Açıklarının Finansman Yöntemleri

Türkiye’de merkezi yönetim bütçesi uzun yıllar boyunca açık vermiş, yurtiçi ve yurtdışından sağlanan kaynaklarla bu açıklar kapatılmaya çalışılmıştır. Ülkemizde geçmişte veya günümüzde uygulanan başlıca bütçe açığı finansman yöntemleri; iç veya dış piyasadan borçlanmaya gidilmesi, Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması ve özelleştirme uygulamalarıdır. Bu yöntemlerin her biri kendi içerisinde riskler barındırmakta ve ekonomi üzerinde farklı etkileri bulunmaktadır.

2.6.2.1. Borçlanma

Bütçe açıklarının finansmanında başvurulan en yaygın yöntem borçlanmadır. Borçlanmaya bütçe açıklarının kapatılmasının yanı sıra, büyük yatırım projelerinin finanse edilmesi, resesyon dönemlerinde ekonomiye kaynak sağlanması, yüksek tutarlı savunma alımlarının karşılanması, ödemeler dengesindeki açıkların kapatılması gibi nedenlerle de gidilebilmektedir. (Parlaktuna ve Şimşek, 2007, s.47) Bu yönüyle devletler tarafından yapılan borçlanmalar günümüzde olağanüstü gelir olmaktan çıkıp olağan kamu gelirleri haline dönüşmüştür. (Yereli ve Egeli, 1993, s.66). Ülkemizde de merkezi yönetim bütçe kanunlarında gelirler ile giderler arasında negatif fark oluşması halinde bu farkın borçlanma yoluyla kapatılacağı belirtilmektedir.

Borçlanma yurtiçi veya yurtdışı para veya sermaye piyasalarından yapılabilir. Bu durumda yurt içinden alınan borçlar iç borç, yurtdışından alınanlar ise dış borç olarak adlandırılır. (Çataloluk, 2009, s.245)

2.6.2.1.1. İç Borçlanma

İç borçlanma devletin ülke sınırları içerisindeki para veya sermaye piyasalarından ulusal para cinsi üzerinden yapmış olduğu borçlanmalardır. Finansman sağlamaya yetkili kurumlar bu yöntemde sabit veya değişken faizli Devlet iç borçlanma senetleri⁹

⁹ Devlet iç borçlanma senetleri vade yapılarına göre ikiye ayrılmaktadır. Bu kapsamda vadesi bir yıl ve daha uzun olan senetler tahvil olarak adlandırılırken, vadesi bir yıldan daha kısa olanlar ise bono olarak tanımlanmaktadır. Tahviller vadelerinin uzun olması sebebiyle genellikle yüksek tutarlı borçlanmalar ve büyük yatırım projelerinin finansmanı için çıkarılmaktadır. Bonolar ise kısa dönemli nakit ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla çıkarılır.

çıkartarak bankalardan veya ihale yöntemi ile piyasalardan kaynak temin ederler. Bu durum ülke içerisindeki özel kesim tasarruflarının bir kısmının gerçek veya tüzel kişilerden Devlete transfer edilmesi anlamına gelmektedir. Bir diğer ifadeyle iç borçlanmada sadece satın alma gücü özel kesimden kamu sektörüne devredilmektedir. (Gök, 2003; Parlaktuna ve Şimşek, 2007)

Gelişmiş ülkelerde iç borçlanma genelde maliye politikası aracı olarak toplam talebin belirlenmesinde kullanılmaktadır. (Kesbiç, Baldemir ve Bakımlı, 2005, s.88) Türkiye’de de maliye politikası aracı olmasının yanı sıra yaygın olarak kullanılan bir finansman aracıdır. 80’li yıllardan itibaren bütçe açıklarının kapatılmasında iç borçlanma en önemli kaynak haline gelmiştir. (Dağ ve Tüğen, 2018, s.228) Bunun başlıca nedenleri ise ihtiyaç duyulduğu anda hızlıca fon sağlanabilmesi, anapara ve faiz ödemelerinin zamana yayılarak sonraki dönemlere bırakılması ve dış borçlanmanın kendine has risklerini taşıyamasıdır.

Ancak iç borçlanmanın ekonomi üzerinde olumsuz etkileri de olabilmektedir. Buna göre bu finansman yöntemine sıklıkla başvurulması ülke içerisinde kredi olarak verilebilecek fon miktarını azaltacaktır. Bu da faiz oranlarını yükselterek özel sektörün yatırım yapmasını engelleyecek ve dışlama etkisi yaratacaktır. Diğer taraftan yatırımların azalması neticesinde üretimin toplam talebi karşılamaması halinde enflasyon yükselecektir. Ayrıca toplumun belli bir kesimi devlete borç vererek faiz getirisiyle sürekli zenginleşirken sabit gelirlilerin satın alma güçleri enflasyon nedeniyle azalacak ve gelir dağılımı adaleti git gide bozulacaktır. (Parlaktuna ve Şimşek, 2007, s.48)

2.6.2.1.2. Dış Borçlanma

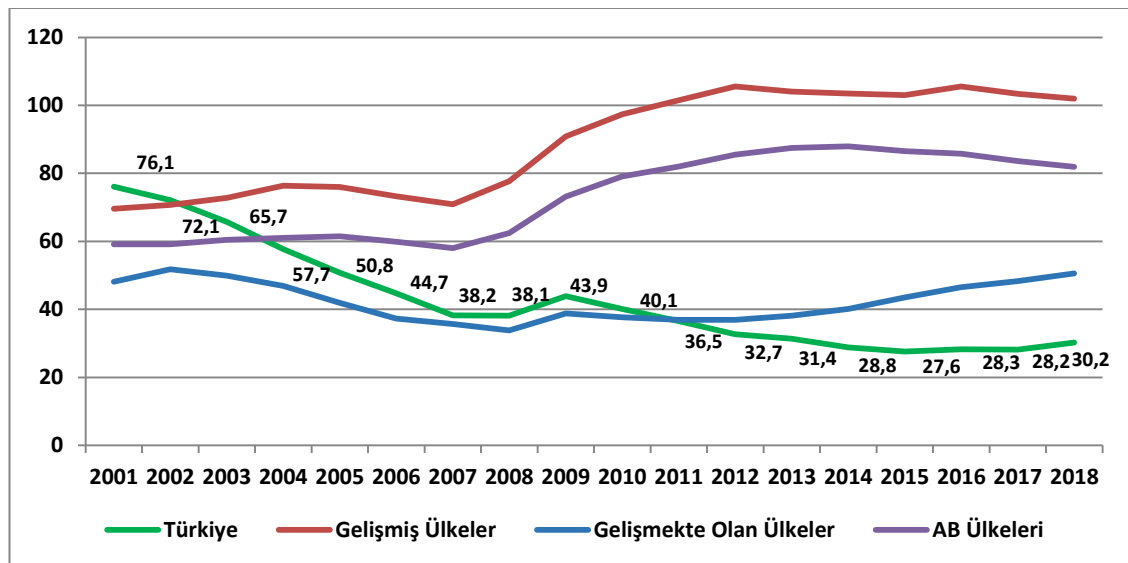
Bütçe açıklarının kapatılmasında kullanılan bir diğer yöntem de yurt dışı kaynaklardan çeşitli vadelerle borç alınmasıdır. Bu borçlar yabancı ülkelere, bu ülkelerde yerleşik gerçek ve tüzel kişilerden, Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşlardan alınabilmektedir.

Ülkelerin dış borçlanmaya başvurmalarının çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Gelişmiş olan ülkeler genellikle yurtdışı tasarrufların yetersiz olması ve ödemeler dengesi

açıklarındaki döviz yetersizliği sebebiyle yurtdışından borçlanmaya yönelmektedir. Bunların haricinde büyük yatırım projelerinin finanse edilmesi, yurtdışından daha düşük faizle kredi bulunması, yüksek maliyetli altyapı harcamaları ve vadesi gelen dış borçların bir başka borçla yenilenmesi de dış borcun tercih edilmesine neden olmaktadır. (Karagöz, 2007, s.101) Türkiye’de ise dış borçlanmaya uzun yıllar boyunca ödemeler dengesinden kaynaklanan döviz açığının kapatılması ve vadesi gelen eski borçların yenilenmesi amacıyla başvurulmuştur. 1980’li yılların başında alınan kararlarla ekonominin dışa açılmasıyla birlikte ödemeler dengesi açık vermeye başlamış ve dış borç stoku da hızla artmıştır. (Tandırcıoğlu, 2000, s.3) Ancak 2001 ekonomik krizinin ardından alınan önlemlerle dış borçların toplam borç stoku içerisindeki payı giderek azalmıştır.

Dış borçların ekonomi üzerindeki etkileri ise bu kaynakların nasıl kullanılacağına bağlıdır. Yurtdışından sağlanan fonların doğrudan tüketim harcamalarında kullanılması enflasyonun artmasına neden olurken, yatırım amaçlı kullanılması ise yatırımın türüne göre milli geliri olumlu ya da olumsuz yönde etkileyecektir. (Seyrek, 2006, s.217-218) Ayrıca ülkeye dış krediler yoluyla döviz girişinin olması yerli paranın değer kazanmasına, bu da ihracatın azalırken ithalatın artıp dış ticaret açığının oluşmasına neden olacaktır. (Arasıl, 1998, s.73) Bunun haricinde dış borç faiz ödemeleri yoluyla yurtdışına kaynak çıkışının olması uzun vadede ülkedeki refah seviyesi düşürecektir.

Grafik 5: Genel Yönetim Sektörü Borç Stokunun Yıllar İtibariyle GSYİH’ya Oranları



Kaynak: IMF. *Geçmiş yılların verilerinde eksiklik olması nedeniyle sağlıklı kıyaslama yapılabilmesi açısından grafik 2001 yılından başlatılmıştır.

Maastricht kriterlerine göre¹⁰ sürdürülebilir bir borç yönetimi için kamu borçlarının GSYİH'ya oranının %60'ı geçmemesi gerekmektedir. (Dilekli ve Yeşilkaya, 2002, s.2) Bu kapsamda Türkiye'nin borç oranı on sekiz yıllık dönemde 2001 kriziyle beraber %76,1 ile zirve yapmış, takip eden yıllarda istikrarlı bir şekilde azalmıştır. 2009 yılında bir miktar yükseliş görülse de 2016 yılına kadar azalışına devam etmiş, ardından kamu harcamalarındaki artışın etkisiyle yükselmeye başlamıştır. Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin ortalaması da %60'ın altındadır. Grafikte en dikkat çeken ise gelişmiş ülkelerin borçluluk oranlarıdır. 2010 yılından itibaren bu ülkelerin borçluluk oranları %100'ün üzerindedir. Grafik genel olarak değerlendirildiğinde ise Türkiye'nin kamu sektörü borçluluk oranının gelişmiş ülkelere ve ekonomik yapı itibarıyla benzerlik gösterdiğimiz gelişmekte olan ülkelere daha iyi durumda olduğu söylenebilmektedir.

2.6.2.2. Özelleştirme Gelirleri

Özelleştirme en genel ifadeyle mülkiyeti kamuya ait olan teşebbüslerin, işletmelerin veya taşınmazların işletme haklarının veya mülkiyetlerinin belirli bir süreliğine veya tamamen özel kesime devredilmesidir. 4046 sayılı Kanuna¹¹ göre özelleştirmeler; satış, kiralama, işletme hakkının devredilmesi, gelir ortaklığı kurulması ve mülkiyet üzerinde gayr-i ayni hak tesis edilmesi olmak üzere beş şekilde yapılabilmektedir. Özelleştirmelerin genel amacı ise verimlilikten uzaklaşmış, katma değer yaratmayan ve görev zararları nedeniyle merkezi bütçeye yük haline gelmiş teşebbüslerin verimli bir şekilde çalıştırılabilmesi amacıyla özel kesime devredilmesidir.

Özelleştirme uygulamalarının doğru zamanda ve uygun yöntemle yapılması durumunda bütçe açıklarına ve ekonomiye olumlu etkileri olabilmektedir. Özelleştirme gelirlerinin

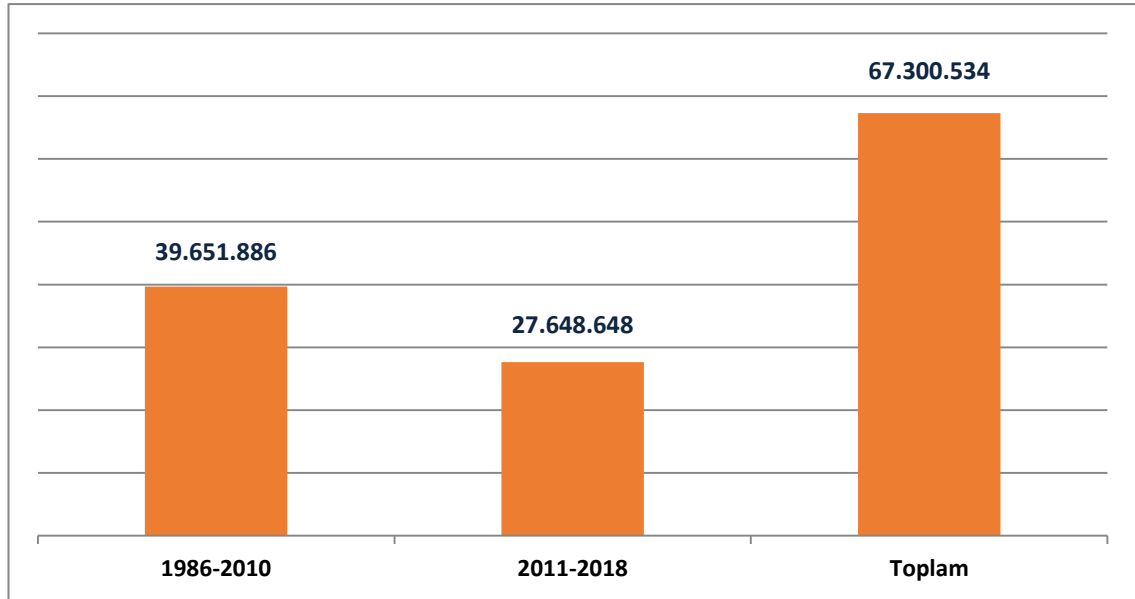
¹⁰ Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ekonomik verilerinin birbirleriyle kıyaslanabilirliğinin sağlanması ve üye ülkelerin karşılamaları gereken ekonomik kriterlerin tespiti amacıyla 7 Şubat 1992'de Maastricht Anlaşması olarak da anılan AB Anlaşması imzalanmıştır. Bu anlaşmanın ekonomi ayağındaki kriterlere göre kamu açıklarının GSYİH'ya oranının %3'ü geçmemesi gerekmektedir. Ayrıca fiyat istikrarı konusunda en iyi üç üye ülkenin enflasyon oranlarının ortalaması ile herhangi bir üye ülkedeki enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir. (Dilekli ve Yeşilkaya, 2002)

¹¹ 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun (Md. 18)

büyük bir kısmı devlet hazinesine aktararak bütçe açıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Diğer taraftan da kâr etmesinden ziyade sürekli zarar eden ve merkezi bütçeden yapılan transferlerle ayakta duran kuruluşlar elden çıkarılarak tasarruf sağlanmaktadır.

Özelleştirmelerin bütçe üzerindeki etkisi elde edilen gelirin nasıl kullanıldığına ve özelleştirilen kuruluşların gelecekte Devlete yapacakları vergi ödemelerinin miktarına bağlıdır. Özelleştirme gelirlerinin cari bütçe harcamalarında kullanılmaları halinde bütçe üzerinde kısa süreli bir olumlu etki yaratacaktır. Kazanç sağlayan teşebbüslerin özelleştirilmesi ise bütçeyi ilerleyen dönemlerde olumsuz yönde etkileyebilir. Bu kuruluşların elden çıkarılmalarıyla birlikte gelecekte gelir elde edilemeyecek ve bütçe dengesi daha da olumsuz etkilenecektir. (Civan ve Uğurlu, 2005, s.54)

Grafik 6: Türkiye’de 1986 Yılı İtibariyle Elde Edilen Özelleştirme Gelirleri



Kaynak: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı. * Grafikteki tutarlar *Bin Dolar* cinsindedir.

Ülkemizde borçlanmayla birlikte bütçe açıklarının finansmanını sağlayan en önemli kaynaklardan biri de özelleştirme gelirleridir. Genel olarak 1986 yılında uygulamaya konulan özelleştirme programları kapsamında 2018 yılı sonu itibariyle 67 milyar 300 milyon ABD doları gelir elde edilmiştir.

2.6.2.3. Merkez Bankası Kaynakları

Bütçe açıklarının finanse edilmesinde kullanılan bir diğer yöntem ise merkez bankası kaynaklarına başvurulmasıdır. Senyoraj veya para basma yöntemi olarak da adlandırılan bu yöntemde merkez bankası para basarak bütçe açıklarını monetize etmektedir.

Para basma yöntemine genelde finansal piyasaların yeterince gelişmediği ülkelerde başvurulmaktadır. Bu finansman yönteminde hazine, merkez bankasından “doğrudan borçlanma” ve “dolaylı borçlanma” olmak üzere iki yolla fon sağlar. Doğrudan borçlanmada hazine yıl içerisindeki bütçe açıklarını kapatabilmek için merkez bankasından kısa vadeli avans çekerek nakit olarak borçlanır. Merkez bankası bu yöntemde para basarak emisyon hacmini artırmakta, bir diğer ifadeyle kamu açıklarını parasallaştırmaktadır. Dolaylı borçlanma yönteminde ise hazinenin ihraç ettiği iç borçlanma senetleri merkez bankası tarafından birincil piyasadan satın alınmaktadır. (Parlaktuna ve Şimşek, 2007, s.47)

Türkiye’de de uzun yıllar boyunca bütçe açıklarının finanse edilmesinde TCMB kaynakları kullanılmıştır. Ancak bu yöntemin ekonomiyi olumsuz etkilemesi nedeniyle bundan vazgeçilmiştir. 2001 yılı içerisinde Merkez Bankası Kanununda yapılan değişiklikle¹² Bankanın kısa vadeli avans verme yetkisi kaldırılmıştır. Buna göre Merkez Bankası tarafından Hazineye ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilememekte ve kredi açılmamaktadır. Ayrıca yine bu değişiklik kapsamında Hazinenin ihraç ettiği borçlanma senetleri Merkez Bankası tarafından birincil piyasadan satın alınamamaktadır.

Merkez bankaları yoluyla bütçe açıkları hızlı ve kolay bir şekilde finanse edilse de bu yöntemin ekonomi üzerinde negatif etkileri bulunmaktadır. Öncelikle merkez bankasının para basarak borçlanma senedi satın alması veya kısa vadeli avans vermesi para arzının artmasına yol açmaktadır. Bu da gelir seviyesindeki yükselmenin akabinde tüketim harcamalarının artmasına neden olarak enflasyona neden olur. Enflasyondaki artış ise vergi gelirlerinin reel değerinin erimesine ve kısır döngü şeklinde bütçe

¹² 1211 sayılı Kanun (Md. 56)

açıklarının artmasına yol açacaktır. (Çaşkurlu, 2003; akt. Çeliköz ve Yukacı, 2016) Ayrıca açıkların parasallaştırılması merkez bankasının siyasi iktidarların etkisinde kalarak bankanın fiyat istikrarı amacından sapmasına da neden olabilmektedir.

Tablo 7: 2006-2018 Yılları Arası Merkezi Yönetim Bütçe Finansmanı

Merkezi Yönetim Bütçe Finansmanı	410.632
Borçlanma (Net)	403.658
Dış Borçlanma (Net)	66.159
İç Borçlanma (Net)	337.499
TL Cinsinden Hazine Bonosu	-12.322
TL Cinsinden Devlet Tahvili	386.750
Döviz Cinsinden Devlet Tahvili	-36.929
Net Borç Verme (-)	-7.955
Özelleştirme Gelirleri	9.231
TMSF Gelir Fazlaları	3.919
Kasa/Banka ve Diğer İşlemler	-14.131

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı *Tablodaki tutarlar Milyon TL cinsindedir.

Tabloda 2006 ile 2018 yılları arasındaki on üç dönem boyunca kümülatif olarak merkezi yönetim açıklarının hangi kaynaklardan finanse edildiği gösterilmiştir. Söz konusu dönemde açıkların finanse edilmesindeki en yüksek pay yaklaşık %98 oranı ile borçlanmaya ait bulunmaktadır. Bu dönemde açıkların finansmanında hem iç hem de dış borçlanma yöntemlerine başvurulmuştur. Ancak iç borçlanma %82 oranı ile en çok başvurulan yöntem olmuştur. Bu dönemde iç piyasaya Devlet tahvili ihraç edilerek Türk Lirası türünden borçlanılmıştır. Hazine bonosu ve döviz cinsinden Devlet tahvilinde ise geri ödeme söz konusudur. Bunların haricinde payları az olsa da özelleştirmelerden sağlanan gelirler ile bazı kurumların gelir fazlaları da açığın kapatılmasında kullanılmıştır.

3. BÖLÜM

BORSA ENDEKSLERİ İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARINA İLİŞKİN TEORİLER VE LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde öncelikle bütçe açıklarının hisse senedi fiyatları ile çeşitli makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerine yönelik finans ve iktisat alanlarındaki bazı teorik görüşlere yer verilmiş, ardından Türkiye’de ve dünyada gerçekleştirilen çalışmalar incelenmiştir.

3.1. FİNANS VE İKTİSAT ALANLARINDAKİ TEORİK GÖRÜŞLER

Bütçe açıkları ile ekonomik değişkenler arasındaki ilişki geçmişten günümüze pek çok çalışmanın konusunu oluşturmuştur. Her ne kadar mali açıkların etkilerine yönelik tam bir fikir birliği olmasa da süreklilik kazanan ve giderek artan açıkların ekonomiyi olumsuz etkileyeceği çoğu ekonomist tarafından dile getirilmektedir.

Ekonomi ve finans çevrelerince 1987 yılının Ekim ayında ABD borsalarında yaşanan krizin sürekli artış gösteren federal bütçe açıklarından kaynaklı olabileceği tartışılmıştır. Buna göre federal bütçenin her geçen yıl daha fazla açık vermesi ve bu açıkların borçlanma yoluyla finanse edilebilmesi, yurtdışından yurtiçine doğru bol miktarda fon akışına neden olmuştur. Tahvillerin o dönem yüksek faiz barındırması ve getiri oranının yüksek olması neticesinde bu fonlar doğrudan tahvil piyasasına yönelmiş, bu da borsanın değerini düşürerek kriz çıkmasına sebebiyet vermiştir.

Bunun üzerine Roley ve Schall (1988) bütçe açıklarının borsayı nasıl etkilediğini şirketlerin nakit akışları üzerinden teorik olarak tartışmışlardır. Roley ve Schall’a göre federal bütçe açıklarında meydana gelen artışlar önce makroekonomik değişkenleri ardından da şirketlerin nakit akışlarını belirleyerek hisse senedi fiyatlarını ve borsa endeksini etkileyebilmektedir.

Öncelikle şirketlerin bugünkü hisse senedi fiyatları gelecekteki nakit akışlarına bağlıdır. Nakit akışları ise ağırlıklı olarak şirketlerin gelirlerine, giderlerine, hükümet tarafından uygulanan vergi politikalarına ve borç faiz ödemelerine bağlı bulunmaktadır.

Buna göre beklenen nakit akışına şu şekilde ulaşılır;

- + Faaliyet nakit akışı (Gelirler – Giderler - Sermaye ödemeleri)
- Vergiler
- Borç anapara ödemesi
- Borç faiz ödemesi

Beklenen nakit akışı

Bir şirketin hisse değeri beklenen nakit akışları doğrultusunda şu şekilde hesaplanır;

$$S_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(C_t)}{(1+k)^t}$$

S_0 şirketin günümüzdeki hisse değerini, $E(C_t)$ gelecekte t dönemdeki nakit akış tutarını, k ise iskonto oranını göstermektedir. Formüle göre şirket hissesinin günümüzdeki değerine, gelecekte her bir dönemdeki beklenen nakit akışlarının iskonto edilmiş tutarlarının toplanması suretiyle ulaşılmaktadır.

Borsalarda işlem gören pay senedi fiyatları enflasyon, bütçe dengesi, büyüme oranları, faiz oranları gibi çeşitli ekonomik değişkenlerden etkilenebilmektedir. Bu açıdan ekonominin genel durumuyla borsa endeksleri arasında yakın ilişki bulunur.

Roley ve Schall (1988) bütçe açıkları, ekonomik faaliyetlere yönelik beklentiler, enflasyon ve risk primlerinin hisse senedi fiyatlarını ve borsayı teoride nasıl etkileyebileceğini beklenen nakit akışları üzerinden açıklamıştır.

İlk olarak cari dönemde veya gelecekte ekonomik faaliyetlerin artacağına yönelik beklentiler hisse senedi fiyatlarına olumlu şekilde yansiyacaktır. Ekonomik faaliyetlerdeki canlanmanın beklenen nakit akışlarını pozitif etkileyeceği düşünüldüğünde şirketlerin gelecekteki nakit akışları artacak ve bu durum hisse senedi fiyatlarının dolayısıyla da borsa endeksinin yükselmesini sağlayacaktır.

İkinci olarak bütçe açıkları nedeniyle faiz oranlarının artması durumunda hisse senedi fiyatlarının düşmesi beklenir. Faiz oranlarındaki artış, şirketin gelecekteki nakit akışlarını günümüze indirgemeye yarayan iskonto oranını artıracaktır. İskonto oranının artmasıyla birlikte şirketin hisse senedi değeri düşecektir.

Üçüncü olarak enflasyonun gelecekte yükseleceğine yönelik beklentilerin de hisse senedi fiyatlarını düşürmesi beklenir. Enflasyondaki yükseliş beklentisi gelecekteki iktisadi faaliyetlerin azalmasına yol açacaktır. Ayrıca enflasyonun artması gelecekteki nakit akışlarının gerçek değerlerinin düşmesine neden olacaktır.

Son olarak ise ekonomideki belirsizliklerin risk primlerini artırarak hisse senedi fiyatlarını düşürmesi beklenir. Buna göre faiz oranları, ekonominin genel durumu ve enflasyondaki belirsizlikler risk primlerini ve iskonto oranını artıracaktır. Bu da şirketlerin gelecekteki nakit akışlarının günümüz değerini düşürecektir. Dolayısıyla ekonomideki belirsizliklerin hisse senedi fiyatlarını ve borsa endeksini düşürmesi beklenir.

Mankiw ve Ball (1995) ise bütçe açıklarının kısa ve uzun dönemde ekonomi üzerindeki olası etkilerini tasarruflar, yatırımlar, ticaret dengesi ve faiz oranları gibi değişkenler üzerinden anlatarak süreklilik kazanan bütçe açıklarının sosyal refah seviyesini düşüreceğini belirtmişlerdir.

Buna göre bütçe açıkları vergi gelirlerinin azalması veya kamu harcamalarının artmasıyla meydana gelmektedir. Bütçe açıklarının ekonomi üzerinde pek çok etkisi bulunmakla birlikte açıkların öncül etkisi olarak ulusal tasarruf düzeyi azalacaktır. Ulusal tasarruflar kamu kesimi tasarrufları ile özel kesim tasarrufları toplamından

oluşur. Bütçe açığı ile birlikte kamu kesimi tasarrufları negatife düşeceğinden ulusal tasarruf miktarı azalır¹³.

Ulusal tasarruflar şu eşitlikle ifade edilebilir;

$$S = Y - C - G^{14}$$

Buna göre, GSYİH'dan hane halkının tüketim harcamalarının ve bütçe harcamalarının çıkarılmasıyla ulusal tasarruf düzeyine ulaşılır. GSYİH ise kendi içerisinde dört unsurun birleşiminden oluşur;

$$Y = C + I + G + NX$$

Bu eşitliğe göre gayrisafi yurtiçi hasıla, hanehalkı tüketim harcamaları, yatırım harcamaları, hükümet harcamaları ile net ihracatın toplamından oluşmaktadır. Önceki eşitlikteki Y'nin yerine bu eşitliğin konulması durumunda aşağıdaki denkleme ulaşılır;

$$S = I + NX$$

Ulusal tasarruflar eşitliğe göre yatırım harcamaları ile net ihracatın toplamından oluşmaktadır. Bütçe açıklarıyla birlikte ulusal tasarrufların azalması yatırımların ve/veya net ihracatın da düşmesine neden olacaktır. Ayrıca ulusal tasarruflardaki azalış kredi olarak verilebilecek para hacmini azaltarak faiz oranlarının da yükselmesine neden olacaktır. Bu durum yatırım harcamalarını azaltır. Ayrıca faiz oranı artınca tahvil, bono vb. yatırım araçları daha cazibeli hale gelecek, bu da yurt dışından yurtiçine sermaye transferini artıracaktır. Böylece yerli paralar döviz karşısında değer kazanacaktır. Bunun sonucunda da yabancı mallar görece olarak daha ulaşılabilir hale gelecek, yerli mallar ise yabancılar için daha pahalı hale gelecektir. Sonuç olarak ihracat azalırken ithalat artacak ve net ihracat da negatif duruma gelecektir.

¹³ Ulusal tasarruflardaki azalış tutarı bütçe açıklarındaki artıştan daha az olacaktır. Bunun nedeni bütçe açıkları ile hane halkının vergi sonrası harcanabilir geliri artacak, ancak bu gelir artışının bir kısmı harcanmayarak tasarruf edilecektir. Böylece kamu tasarrufları azalırken özel kesim tasarrufları bir miktar artacaktır.

¹⁴ Bu ve kullanılan diğer eşitlikte; Y= Gayri safi yurtiçi hasılayı, T= Vergileri, G= Hükümet harcamalarını (bütçe harcamalarını), S= Ulusal tasarrufları, NX ise net ihracatı temsil etmektedir.

Ball ve Mankiw (1995) bütçe açıklarının orta ve uzun vadede ise ekonomideki üretim ve refah düzeyini olumsuz yönde etkileyeceğini belirtmiştir.

Buna göre bütçe açıkları sonucunda tasarruf ve yatırımların azalması sermaye birikimini olumsuz etkileyecektir. Açıkların 10 yıl veya daha uzun sürmesi ise ekonomideki üretim kapasitesini aşamalı olarak azaltacaktır. Ayrıca yurtiçi faiz oranları yükselince yabancılar tarafından satın alınan menkul kıymetlerin ve gayrimenkullerin getirileri de faiz, kâr veya kira olarak yine yurtdışına çıkacaktır. Bu da milli geliri ve toplumun refah düzeyini uzun vadede düşüreceklerdir. Ayrıca hükümetlerce bütçe açıklarının finansmanı amacıyla yapılan vergi artışları da hanehalkının vergi sonrası harcanabilir gelir düzeyini düşürerek refah seviyesini azaltacaktır.

David Ricardo tarafından öne sürülen ve Barro (1974) tarafından tekrar gündeme getirilen bir diğer hipoteze göre ise hükümetler tarafından verilen bütçe açıklarının ekonomi ve dolayısıyla borsa üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacaktır.

1820 yılında David Ricardo¹⁵ tarafından Britannica Ansiklopedisi için Funding System adlı bir makale yazılmıştır. Söz konusu makalede iç borçlanmaların sermaye birikimi üzerindeki etkisine yönelik düşüncelerine yer vermiştir. Ricardocu Denklik Hipotezi olarak bilinen bu düşünceler, popülerlik kazanacağı 1974 yılına kadar 1936 tarihli First Principles of Public Finance adlı eserin haricinde pek gündeme gelmemiştir. Barro'nun 1974'de "*Journal of Political Economy*" dergisinde yayınladığı "*Are government bonds net wealth? (Devlet tahvilleri net servet midir?)*" adlı makalesiyle birlikte söz konusu hipotez ekonomi çevrelerince yeniden tartışılmaya başlanmıştır. (Karakaş, 1989, s.10) Sonraki yıllarda da bu hipotez üzerine farklı ülkelerde çok sayıda çalışma yapılmıştır.

¹⁵ David Ricardo geçmişten günümüze en önemli ekonomistlerden biri olarak kabul edilmektedir. 1772 yılında doğan David Ricardo 14 yaşında borsa simsarı olarak çalışmaya başlamış, ilerleyen yıllarda da kendi aracı şirketini kurmuştur. Fransızların Waterloo savaşını kaybedeceklerini tahmin ederek İngiliz devlet tahvillerine yatırım yapmış, savaş sonrasında da büyük servet elde etmiştir. 1819 yılında borsa faaliyetlerine son vererek İngiliz Parlamentosunda görev almıştır. Geliştirdiği karşılaştırmalı üstünlük teorisi günümüzde de uluslararası ticaretin açıklanmasında kullanılmaktadır. (Kishtainy vd. 2012; Mankiw, 2009)

Rikardocu Denklik Hipotezine göre bütçe açıklarının vergileme veya borçlanma yoluyla finanse edilmesi ekonomide herhangi bir etkiye neden olmayacaktır. Buna göre hükümetlerin bütçe açığı vermeleri toplam talebi ve bireylerin servet düzeylerini etkilemez. Hipoteze göre hükümetler söz konusu bütçe açıklarını cari dönemde borçlanma yoluyla finanse edeceklerdir. Borçların anapara ve faiz ödemelerinin vadeleri geldiğinde ise vergilerde artış yoluna gideceklerdir. Ancak Rikardocu denklige göre kararlarını rasyonel bir şekilde alan bireyler, hükümetin bu borçlanmalar nedeniyle gelecekte vergileri artıracığını düşünerek harcamalarını azaltıp tasarruf düzeylerini artırır. (Akpınar, 2014, s.7-29) Dolayısıyla kamu tasarrufları bütçe açıkları yoluyla negatif duruma geçse de özel kesim tasarrufları pozitif konuma geleceğinden toplam talep ve tasarruf düzeyinde herhangi bir değişiklik olmayacaktır. Ayrıca ulusal tasarruf düzeyi de aynı kalacağından reel faiz oranları değişmeyecektir.

Rikardocu denklik teoreminde bazı varsayımlar üzerine hareket edilir. Buna göre;

- a) Sermaye piyasaları etkin bir şekilde işlemektedir ve tüketiciler için borçlanma kısıdı bulunmaz; tüketiciler rasyonel kararlar alırlar ve ileri görüşlüdürler,
- b) Vergiler götürü usuldedir ve piyasayı bozucu etkileri bulunmaz, ertelenen vergiler nesiller arasında gelir dağılımının bozulmasına neden olmaz,
- c) Devletin gelecekte uygulayacağı maliye politikaları belirlidir,
- d) Bireyler sonsuz ömre sahip oldukları varsayımıyla karar alırlar ve nesiller sonraki nesiller için fedakârlık yaparak birbirlerine bağlanırlar. (Gedik 2007; Eroğlu 1998)

Bu varsayımlara yönelik pek çok eleştiri bulunmaktadır. Bunlardan ilki, bireylerin sonsuz ömre sahip olmamaları, dolayısıyla ölümlerinden sonra uygulanacak vergilerin kendileri açısından hiçbir öneminin bulunmamasıdır. İkinci eleştiri ise hipotezin varsaydığı gibi sermaye piyasalarında mükemmel işlerliğin söz konusu olmamasıdır. Bir diğer eleştiri ise devletin gelecekte uygulayacağı vergilerin ve maliye politikalarının belirsiz olmasıdır. Ayrıca vergilerin her zaman götürü usulde olmayabileceği; gelir, gider, servet vb. kriterler doğrultusunda uygulanan vergiler değişebilmektedir. Eleştirilerin sonuncusu ise Rikardocu Denklem'in gerçek hayatta pek mümkün olmayan

ekonominin tam istihdam noktasında olduğu düşüncesine dayalı olmasıdır. (Barro, 1989, s.39-40)

3.2. LİTERATÜR TARAMASI

Bu kısımda literatür araştırması kapsamında incelenen çalışmalara yer verilmiştir. Bütçe dengesi ile hisse senedi piyasası arasındaki çalışmalar Türkiye, gelişmiş piyasalar ve gelişmekte olan piyasalar olmak üzere üç bölümde ele alınmıştır.¹⁶ Bütçe haricindeki değişkenler ile pay piyasası endeksleri arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar ise diğer çalışmalar başlığı altında sunulmuştur.

3.2.1. Borsa İstanbul Üzerine Yapılan Çalışmalar

Yapılan literatür taramasında ülkemizde bütçe dengesi ile hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkiye yönelik fazla çalışma yapılmadığı görülmektedir. İncelenen altı çalışmanın dördünde bu değişkenler arasında ilişki tespit edilirken, iki çalışmada ise ilişkiye rastlanmamıştır.

İlk olarak Çıtak (2003) 1986 ile 2001 yılları arasını kapsayan dönemde İMKB'nin maliye ve para politikaları yönünden bilgi etkin olup olmadığını incelemiştir. Araştırmada bağımlı değişken olarak İMKB 100 endeksi, bağımsız değişken olarak da para politikasını temsilen para arzı (M1), maliye politikasını temsilen de bütçe dengesi kullanılmıştır. 15 yıllık süreçte 196 gözlemi kapsayan veri setinin analiz edilmesinde VAR modeli kapsamında Granger nedensellik testlerinden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda bütçe dengesinin hisse senedi fiyatlarını etkilediği ortaya çıkmıştır. Bir başka ifadeyle geçmiş dönem bütçe denge bilgileri kullanılarak İMKB 100 endeksinin tahmin edilmesi mümkündür. Bu açıdan İMKB 100 endeksinin maliye politikaları açısından bilgi etkin olmadığı anlaşılmaktadır. Para politikaları noktasında ise etkinlik söz konusudur.

¹⁶ Ülkelerin gelişmiş veya gelişmekte olan piyasalar şeklinde gruplandırılmasında IMF internet adresinde yer alan sınıflandırılmadan yararlanılmıştır.

Etkin piyasalar hipotezi¹⁷ kapsamında Türkiye'deki pay piyasası endeksinin sınıandığı bir başka çalışma ise Tekeli (2007) tarafından yapılmış ve Çıtak (2003)'ün aksine bütçe açığı ile temsil edilen maliye politikası kararları açısından İMKB 100 endeksinin bilgi etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmada Türkiye'deki konsolide bütçe açıklarının İMKB 100 endeksi üzerinde önemli bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Ocak 1994 – Mayıs 2007 dönemini ele alan çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Verilerin analiz aşamasında öncelikle ADF testi kullanılarak değişkenlerin durağanlıkları sınanmış, ardından Johansen çoklu eşbütünleşme ile Granger nedensellik testleri kullanılarak değişkenler arasındaki muhtemel ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda geçmiş bütçe açıkları ile temsil edilen maliye politikası kararlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olmadığı görülmüştür. Bu sonuç İMKB 100 endeksinin maliye politikaları açısından etkin olduğunu göstermektedir.

Özçam (1997), Yörük (2000) ile Akkum ve Vuran (2005) pay senedi fiyatları ile çeşitli makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi arbitraj fiyatlama modeli kapsamında incelemişlerdir. Çalışma sonuçları bütçe değişkeni özelinde incelendiğinde; Yörük, bütçe nakit dengesi ile pay senedi fiyatları arasında genel olarak pozitif yönlü; Özçam ise bazı dönemler pozitif bazı dönemlerde negatif ilişki tespit etmiştir. Akkum ve Vuran ise bütçe dengesi ile hisse senedi getirileri arasında ilişki olmadığını tespit etmiştir.

Bu kapsamda Yörük (2000) arbitraj fiyatlama modeli oluşturarak İMKB'de işlem gören 37 farklı şirketin pay senedi getirileri ile çeşitli makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Şubat 1986-Ocak 1998 dönemini kapsayan çalışmada bağımlı değişken olarak söz konusu şirketlerin hisse senedi getirileri; bağımsız değişken olarak da konsolide bütçe dengesi, para arzı, külçe altın fiyatları, Hazine bonusu faizleri, enflasyon gibi 10 farklı değişken kullanılmıştır. İncelenen döneme ilişkin veriler Şubat

¹⁷ Ulaşılabilir nitelikteki tüm bilgilerin fiyatlara tamamen yansıdığı piyasalar etkin piyasalar olarak adlandırılmaktadır. (Fama, 1970, s.373) Bu hipoteze göre bir piyasanın ne derece etkin olduğu, fiyatların yeni bilgi akışını ne hızda ve doğrulukta yansıttığına bağlıdır. Şayet fiyatlar yeni bilgilere hızlı ve tam olarak uyum sağlıyorsa o piyasa etkindir. Etkin piyasalar hipotezi üç farklı formda incelenmektedir. Bu hipotezinin en alt seviyesi olan zayıf formda etkinlikte, menkul kıymetlerin geçmişteki tüm fiyat bilgilerinin bugünkü fiyatlarına yansıdığı varsayılmaktadır. Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde menkul kıymetlerin geçmiş fiyat bilgilerinin yanısıra kamuoyuna duyurulan bilgileri de yansıttığı varsayılır. Kuvvetli formda piyasa etkinliğinin de ise insider trading (içeriden öğrenenlerin ticareti) yapanlar da dahil olmak üzere özel bilgi sahipleri de normalin üzerinde getiri sağlayamazlar. (Karan, 2013, s.277-285)

1986-Ocak 1990; Şubat 1990-Ocak 1994; Şubat 1994-Ocak 1998 olmak üzere 3 ayrı alt gruba ayrılmıştır. Çalışma sonucu bütçe dengesi özelinde değerlendirildiğinde, incelenen dönemde bütçe nakit dengesi ile pay senedi getirileri arasında genel olarak pozitif ilişki olduğu görülmüştür.

Özçam (1997) çalışmasında Türkiye'deki hisse senedi getirilerini belirleyen faktörleri tespit edebilmek amacıyla Arbitraj Fiyatlandırma Teorisini de dikkate alan bir model oluşturmuştur. Çalışmada Şubat 1987 ile Temmuz 1995 dönemine ilişkin aylık bazda veriler kullanılmıştır. Kurulan modelde bağımlı değişken olarak hisse senedi getirileri, bağımsız değişken olarak da bütçe dengesi, enflasyon oranı (TÜFE'deki değişim), para arzı ve Hazine bonusu faiz oranı gibi yedi farklı makroekonomik unsura yer verilmiştir. Verilerin analizinde Lineer Olmayan Görünürde İlgisiz Regresyon Denklemi (SURE) kullanılmıştır. Çalışmanın ilk aşamasında örneklem bütün olarak analiz edilmiş ve bağımsız değişkenlerin sadece bazılarının hisse senedi getirilerini etkilediği görülmüştür. Ardından örneklem 21 farklı alt döneme ayrılarak yeniden incelenmiştir. Sonuçlar bütçe değişkeni, enflasyon ve faiz oranı özelinde incelendiğinde; bütçe dengesinin hisse senedi getirilerini bazı dönemler pozitif bazı dönemlerde ise negatif yönde etkilediği, faiz oranlarının da hisse getirilerini negatif etkilediği görülmüştür. Enflasyon oranları ise hisse getirilerini bazı dönemlerde negatif etkilemektedir.

Akkum ve Vuran (2005) Ocak 1999 ile Aralık 2002 arası dönemde İMKB'de işlem gören pay senedi getirilerini hangi makroekonomik faktörlerin etkilediğini Yörük (2000) ve Özçam (1997) ile benzer şekilde arbitraj fiyatlandırma modeli ile belirlemeye çalışmıştır. İşlem sayısının fazla olması nedeniyle çalışmada İMKB 30 endeksi kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak İMKB 30 endeksinde yer alan 20 firmanın aylık getiri oranı kullanılırken, bağımsız değişken olarak da reel bütçe dengesi, alt sektör endeksleri, döviz kuru sepeti, sanayi üretim endeksi, büyüme oranı, enflasyon oranı (TEFE), para arzı (M1), ihracat ve ithalat, dış ticaret dengesi, faiz oranı ve altın fiyatları kullanılmıştır. Çalışmada iki model oluşturulmuştur. Birinci modelde İMKB30 endeksi de diğerleriyle birlikte bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. İkincisinde ise İMKB30 endeksi çıkarılarak yerine mali, sınai veya hizmet alt sektör endeksleri konulmuştur. Verilerin analizinde ANOVA testi ile Durbin-Watson istatistiğinden

faaydalanılmıştır. Çalışma sonucu bütçe dengesi, faiz ve enflasyon oranı özelinde incelendiğinde; hisse senedi getirileri ile bütçe dengesinin ilişkili olmadıkları; enflasyon ve faiz oranlarının ise hisse senedi getirilerindeki değişimi açıklayabildiği tespit edilmiştir.

Balı ve Cinel (2011) bütçe dengesinde içerisinde yer aldığı çeşitli açıklayıcı değişkenleri kullanarak altın fiyatları ile İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ağustos 1995 ile Mart 2011 arası dönem için yapılan araştırmada bağımlı değişken olarak İMKB 100 endeksi; bağımsız değişken olarak da bütçe dengesi, altın fiyatları, dış ticaret dengesi, altın ithalat tutarı, faiz oranları, döviz kuru, petrol ithalat tutarı, TÜFE ve petrol fiyatları olmak üzere toplam 9 farklı değişken kullanılmıştır. Verilerin analizi beş farklı model oluşturularak gerçekleştirilmiştir. Sonuçlar bütçe dengesi, TÜFE ve faiz oranları özelinde incelendiğinde; bütçe dengesinin İMKB 100 endeksini etkilediği, bütün modeller itibariyle İMKB 100 endeksini en çok etkileyenlerin ise faiz oranları ile TÜFE olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Buna göre faiz oranları İMKB 100 endeksini negatif yönde, TÜFE ise pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 8: Türkiye’de Yapılan alışmalara İlişkin zet Tablo*

Çalışma	lke ve Dönem	Yöntem	zet Bulgular
Balı ve Cinel (2011)	Türkiye 1995:8-2011:3	Panel veri analizi	Bütçe dengesi İMKB 100 endeksini etkilemektedir. Ayrıca faiz oranları İMKB 100 endeksini negatif yönde, TÜFE ise pozitif yönde etkilemektedir.
Yörük (2000)	Türkiye 1986:2-1990:1 1990:2-1994:1 1994:2-1998:1	çoklu regresyon yöntemi	Bütçe dengesi ile hisse senedi getirilerinin genelde pozitif ilişkili oldukları görülmüştür.
Özçam (1997)	Türkiye 1987:2-1995:7	Görünürde ilgisiz regresyon denklemi (SURE)	Bütçe dengesi hisse senedi getirilerini bazı dönemler pozitif, bazı dönemlerde ise negatif yönde etkilemektedir. Faiz oranları hisse getirilerini negatif yönde etkilerken, enflasyon ise bazı dönemlerde negatif etkilemektedir.

Tekeli (2007)	Türkiye 1994:1-2007:5	Johansen çoklu eşbütünleşme Granger nedensellik analizi	Bütçe açıklarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olmadığı görülmüştür.
Çıtak (2003)	Türkiye 1986-2001	Granger nedensellik analizi	Bütçe dengesi hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir.
Akkum ve Vuran (2005)	Türkiye 1999:1-2002:12	ANOVA Durbin-Watson istatistiği	Hisse senedi getirileri ile bütçe dengesi arasında ilişki bulunamamıştır. Enflasyon ve faiz oranları hisse senedi getirileri ile ilişkilidir.

* Araştırmalara ilişkin bulgular, bu çalışmada kullanılan değişkenler özelinde kısaltılarak sunulmuştur.

3.2.2. Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar

Bu bölümde gelişmiş piyasalar olarak kabul edilen ABD, Kanada, Avustralya, Japonya ile bazı Avrupa ülkeleri üzerine yapılan on araştırmaya yer verilmiştir. Bu çalışmalarda Grobsy (2013), Roley ve Schall (1988) ve Standart&Poor's (2011) tarafından ABD üzerine yapılan çalışmalarda söz konusu değişkenler arasında pozitif ilişkiye ulaşırken, diğer çalışmalarda ise ağırlıklı olarak negatif ilişkinin olduğu gözlemlenmektedir.

Bu doğrultuda bütçe açıkları ile pay senedi fiyatları arasında pozitif ilişkinin gözlemlendiği çalışmalardan biri Grobys (2013) tarafından yapılmıştır. Grobys, ABD pay piyasası üzerine yaptığı çalışmada 1968-2011 yılları arasını kapsayan dönemde üçer aylık veriler kullanmış ve örneklem grubunu da 1968-1988 ve 1988-2011 olmak üzere iki alt gruba ayırmıştır. Çalışmada hisse senedi fiyatlarını temsilen Dow Jones 30 endeks verileri esas alınmış ve reel veriler üzerinde çalışılmıştır. VAR modeli kullanılan çalışma sonucunda her iki gözlem grubunda da federal bütçe açıkları ile hisse senedi getirilerinin önemli derecede pozitif ilişkili oldukları gözlemlenmiştir.

Roley ve Schall (1988)'da geçmiş yıllarda ABD borsalarında ortaya çıkan krizlerin giderek artan federal bütçe açıklarından kaynaklı olabileceği tartışmaları üzerine bütçe açıkları ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Değişkenler arasında pozitif ilişkinin gözlemlendiği çalışmada bütçe açıkları yapısal ve dönemsel olmak

üzere iki kısma ayrılarak araştırılmıştır. Uygulamanın sonuçlarına göre yapısal açıktaki meydana gelen artışlar hisse senedi fiyatlarını az miktarda artırmaktadır.

Standart&Poor's (2011) tarafından ABD'deki federal açıkların hisse senedi getirilerine olan etkisinin araştırıldığı çalışmada ise federal bütçenin açık verdiği dönemlerde hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ABD federal bütçesinin 1970'li yıllardan itibaren açık verdiği ancak ekonomik krizler ve yaşlanan nüfusun sağlık ve emeklilik sistemine getirdiği yük nedeniyle bu açıkların her geçen yıl daha da çok artmaya başladığı ifade edilmiştir. 1947-2010 yılları arasındaki dönemin incelendiği çalışmanın sonucuna göre, 1947'den beri bütçe açıklarının söz konusu olduğu 12 aylık dönemlerde hisse senedi getiri oranı ortalama %14,59 iken, 12 aylık genel ortalama ise kazanç oranı %12,38'dir. Buna göre federal bütçe açıklarıyla hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

Quayes (2010), Ewing (1998), Darrat ve Brocato (1994) ile Laopodis (2012) çalışmalarında bahsi geçen değişkenler arasında negatif yönlü bulguya rastlamışlardır.

Bu kapsamda Laopodis (2012) ABD'deki federal bütçe açıklarıyla pay piyasaları arasındaki dinamik ilişkiyi Rikardocu Denklik Hipotezini de dikkate alarak incelemiştir. 1960-2006 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Veriler VAR yöntemi ile Granger nedensellik analizi kullanılarak analiz edilmiştir. Federal bütçe açıkları ve hisse senedi getirilerinin yanı sıra faiz oranları ve parasal büyüme de modele dahil edilmiştir. Çalışma sonucunda Rikardocu Denklik Hipotezine ters olarak bütçe açıklarının hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Buna göre bütçe açıkları faiz oranlarını artıracığı için uzun vadede menkul kıymet piyasaları açısından sorun teşkil edecektir.

Quayes (2010) ABD'deki bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi diğerlerinden farklı olarak toplumun demografik yapısını da dikkate alarak incelemiştir. Bu kapsamda federal bütçe açıkları ile "*baby boomer*" olarak da adlandırılan kuşağın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Emekliliklerine az süre kalan ve yaşları itibarıyla ortalamanın üzerinde servete sahip olan bu kuşağın, emekliliğe ayrılıp

hisse senetlerini nakde çevirmeye başlamasının hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemesi beklenmektedir. 1950-2005 yılları arasındaki dönemin incelendiği çalışmada Standart&Poors 500 endeksinin günlük ortalama işlem hacmi de hisse senedi talebini temsil etmesi açısından oluşturulan modele dahil edilmiştir. Eşbütünleşmenin ortaya çıkarılmasında Engel ve Johansen testleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda bütçe açıklarının GSYİH'ya oranının %1 artması halinde hisse senedi fiyatlarının %7'den fazla düşeceği görülmüştür. “*Prime earning*” olarak da adlandırılan bireysel olarak en yüksek kazancın elde edildiği yaş grubu içerisinde yer alanların oranındaki %1 lik azalışın ise hisse senedi fiyatlarında %1,74 oranında düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir. Enflasyonun ise hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi düşüktür.

Ewing (1998) ile Darrat ve Brocato (1994) ise bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi etkin piyasalar hipotezi kapsamında araştırmış ve her ikiside negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Kanada'daki pay piyasasının etkinliğini sınavan Darrat (1988) ise değişkenlerin ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Darrat ve Brocato (1994) etkin piyasalar hipotezi kapsamında ABD borsalarındaki pay piyasalarının federal bütçe açıkları açısından etkinlik durumunu araştırmıştır. Çalışmada federal bütçe açıklarıyla birlikte çeşitli makroekonomik unsurlar da bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Verilerin analizinde VAR yönteminden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda Ewing (1998)'in çalışmasıyla da uyumlu olarak geçmiş dönem federal bütçe açıkları ile cari dönem pay senedi fiyatlarının negatif ilişkili oldukları görülmüştür. Bu sonuç ABD'deki pay piyasalarının federal bütçe açıkları noktasında etkin olmayabileceğini göstermektedir.

Etkin piyasalar hipotezi kapsamında Avustralya ve Fransa'daki federal bütçe açıklarının hisse senedi piyasalarına olan etkisini araştıran Ewing (1998) çalışmasında tek eşitlikli model kullanmıştır. Araştırmada veriler Granger nedensellik modeli kullanarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda Quayes (2010) ile benzer şekilde geçmiş dönem bütçe açıklarıyla temsil edilen maliye politikaları ile pay senedi fiyat hareketleri arasında negatif ilişki olduğu görülmüştür. Bu sonuç incelenen dönemde Fransa ve Avusturya pay piyasalarında etkin piyasalar hipotezinin geçerli olmadığını işaret etmektedir.

Bir diğerk çok uluslu çalışma da Adrangi ve Allender (1998) tarafından ABD, Almanya, Fransa ve Japonya için yapılmıştır. 1974-1995 yılları arası verileri kapsayan çalışmada, bütçe açıklarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi VAR etki-tepki modeli ile Granger nedensellik analizi kullanılarak incelenmiştir. İncelemeye konu olan dönemde söz konusu ülkelerin tamamında dalgalı döviz kuru kullanılmaktadır. Hisse senedi fiyatlarını temsilen ABD için S&P500, Fransa için CAC40, Almanya için DAX30 ve Japonya için de Nikkei endeks verileri baz alınmıştır. Söz konusu endekslerin dönemler arasındaki değişimi hisse senedi getirisi olarak kabul edilmiştir. Çalışmada aylık bütçe açıkları aylık GSYİH tutarlarına oranlanarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda ABD'de bütçe açıkları ile pay senedi getirileri arasında negatif ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Fransa, Almanya ve Japonya'da ise bütçe açıklarındaki değişimin hisse senedi fiyatlarını etkilemediği gözlemlenmiştir.

Darrat (1988) o dönemlerde pek çok araştırmaya konu olan etkin piyasalar hipotezinin Kanada'da ki sermaye piyasaları için geçerli olup olmadığını çeşitli makroekonomik değişkenler kullanarak incelemiştir. Yapılan analizde 1960 ile 1984 yılları arasındaki çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak pay senedi getirilerini temsilen pay senedi fiyatlarının dönemler arasındaki artış oranı; bağımsız değişkenler olarak da bütçe açıkları, para stokundaki büyüme oranı, faiz ve enflasyon oranları kullanılmıştır. Çalışmada 90 gün vadeli faiz oranlarının pay senedi getirilerini pozitif şekilde etkilediği, enflasyondaki artışın ise pay senedi getirilerini düşürdüğü görölmüştür. Maliye politikalarının ise pay senedi getirileri üzerinde önemli düzeyde gecikmeli etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla incelenen dönemde uygulanan maliye politikaları açısından etkin piyasalar hipotezinin geçerliliği bulunmamaktadır.

Ali ve Hasan (1993)'da etkin piyasalar hipotezinin Kanada'daki hisse senedi piyasası açısından geçerli olup olmadığını araştırmıştır. VAR yöntemi kullanılarak yapılan çalışma ile pay piyasalarının etkinliği incelenmiştir. Çalışma sonucunda, Darrat (1988)'ın aksine hisse senedi piyasalarının hükümetin uyguladığı mali politikalar kapsamında etkin olmadığına yönelik herhangi bir bulguya rastlanılmamıştır.

Tablo 9: Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Tablo*

Çalışma	Ülke ve Dönem	Yöntem	Özet Bulgular
Grobsy (2013)	ABD 1968-1988 1988-2011	VAR	Bütçe açıkları ile hisse senedi getirilerinin pozitif ilişkili oldukları gözlemlenmiştir.
Laopodis (2012)	ABD 1960-2006	VAR Granger nedensellik analizi	Bütçe açıkları hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilemektedir.
Adrangi ve Allender (1998)	ABD Almanya Fransa Japonya 1974-1995	VAR etki-tepki modeli Granger nedensellik analizi	ABD’de bütçe açıkları ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki olduğu görülürken, Fransa, Almanya ve Japonya’da değişkenler arasında ilişki bulunamamıştır.
Quayes (2010)	ABD 1950-2005	Engel ve Johansen eşbütünleşme testleri	Federal bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları negatif ilişkilidir.
Darrat (1988)	Kanada 1960-1984	EKK	Bütçe açıkları hisse senedi getirilerini etkilemektedir.
Roley ve Schall (1988)	ABD 1956-1985	Durbin-Watson istatistiği	Bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatlarının pozitif ilişkili oldukları görülmüştür.
Ewing (1998)	Avustralya Fransa	Granger nedensellik testi	Bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları negatif ilişkilidir.
Darrat ve Brocato (1994)	ABD	VAR	Bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları negatif ilişkilidir.
Ali ve Hasan (1993)	Kanada	VAR	Değişkenler arasında ilişkiye rastlanmamıştır.
Standart&Poor’s (2011)	ABD 1947-2010	---	Federal bütçenin açık verdiği dönemlerde hisse senetleri daha yüksek getiri sağlamaktadır.

* Araştırmalara ilişkin bulgular, bu çalışmada kullanılan değişkenler özelinde kısaltılarak sunulmuştur.

3.2.3. Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar

Bu bölümde gelişmekte olan ülkelerdeki pay piyasaları üzerine yapılan sekiz çalışmaya yer verilmiştir. Öncekilere benzer şekilde bu ülkelerde de pay senedi endeksleri ile bütçe değişkeni arasındaki ilişkiye yönelik ortak bir sonuca erişilemediği görülmektedir.

İlk olarak Saleem vd. (2012) Pakistan ve Hindistan'da bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1990 ile 2010 yılları arasını kapsayan çalışmada yıllık veriler kullanılmıştır. Çalışmada her iki ülkenin de bütçe açıkları GSYİH'larına oranlanmış, hisse senedi fiyatlarını temsilen Pakistan için KSE 100 endeksi, Hindistan için de BSE 200 endeksinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda birbirlerine komşu olan söz konusu iki Güney Asya ülkesi için de farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Buna göre Pakistan'da bütçe açıklarıyla pay senedi fiyatları arasında pozitif ilişkiye rastlanırken, Hindistan'da ise negatif ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Hindistan üzerine bir diğer çalışma ise Joshi ve Giri (2015) tarafından 1988-2012 yılları arasını kapsayan dönem için yapılmış ve Saleem vd. (2012) ile benzer sonuca ulaşılmıştır. Joshi ve Giri çalışmalarında yıllık veriler kullanarak bütçe açıklarının pay senedi piyasasının performansını nasıl etkilediği incelemişlerdir. Değişkenler arasındaki eş bütünleşmenin tespitinde ARDL testi ile vektör hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Dışsal şokların değişkenler üzerindeki etkisinin ölçümü için de VDC-Varyans Dağılım Testi uygulanmıştır. Saleem vd. (2012)'nin aksine bu çalışmada tüketici fiyat endeksi, para arzı gibi açıklayıcı değişkenler de kullanılmıştır. ARDL sınır testi sonuçları bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasında uzun vadede negatif ilişki olduğunu, kısa dönemdeyse önemli düzeyde ilişki olmadığını göstermektedir. Para arzı ve enflasyon ise Hindistan'da pay senedi fiyatlarını kısa ve uzun vadede pozitif yönde etkilemektedir.

Safdar (2014), ikiz açık olarak da adlandırılan bütçe açıkları ile cari açıkların Pakistan'daki Karaçi Borsasında işlem gören hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 1992 ile 2012 yılları arası dönemi kapsayan çalışmada bütçe açıkları ile cari açıklar GSYİH'ya oranlanarak kullanılmıştır. Değişkenlerin aynı düzeyde durağan olmamaları nedeniyle ARDL sınır testinin kullanılmasına karar

verilmiştir. Çalışma neticesinde uzun vadede bütçe açıkları ve cari açıklar ile hisse senedi fiyatları arasında önemli düzeyde pozitif ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur.

Güney Asya ülkesini konu alan bir diğer çalışma ise Ahsan ve Al-Islam (2013) tarafından Bangladeş için yapılarak bütçe açıkları ile hisse fiyatları arasında uzun dönemde ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada Ocak 2007-Eylül 2012 dönemi için aylık bazda reel bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatlarını temsilen DSE genel endeksi kullanılmıştır. Verilerin durağanlığının sınanmasında ADF birim kök testi (1981), değişkenler arasında ilişkinin tespitinde ise Johansen eşbütünleşme yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Roley&Schall (1988) ve Saleem vd. (2012) ile benzer sonuçlara ulaşılmış, geçmiş bütçe açıklarının cari dönemdeki hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaları açıklamada kullanılabileceği görülmüştür.

Abakah ve Poku (2016) Gana'da bütçe açıklarındaki değişimlerin hisse senedi fiyatlarında değişime neden olup olmadığına yönelik yaptıkları araştırmada değişkenler arasında pozitif yönlü bulguya rastlamışlardır. Çalışmada Ocak 2008 - Aralık 2015 dönemi arasında 96 aylık bazda veri kullanılmıştır. Veri seti ülkedeki endeks yapısının değişmesi nedeniyle 2008-2010 ve 2011-2015 dönemleri olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Çalışma sonucunda her iki grupta da bütçe açıklarındaki değişimler ile pay senedi getirileri arasında önemli düzeyde pozitif ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Afrika ülkelerine yönelik en kapsamlı çalışmalardan biri Kabuga (2018) tarafından yapılmıştır. Kabuga; Nijerya, Gana, Güney Afrika, Kenya, Mısır, Botswana, Tunus ve Fas'tan oluşan 8 Afrika ülkesindeki bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasındaki dinamik ilişkiyi incelemiştir. 2000 ile 2016 yılları arasındaki dönemi kapsayan araştırmada yıllık bazda veriler kullanılmıştır. Öncelikle üç farklı panel birim kök testi uygulanarak verilerin durağanlığı test edilmiştir. Ardından değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla Johansen (1988) eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Üçüncü aşamada hata terimi üretilmesini de sağlayan panel dinamik sabit etkiler modeli, son aşamada da VAR Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Sonuç olarak, bütçe açıklarıyla pay senedi fiyatları arasında kısa dönemde negatif yönlü, uzun dönemde de önemli derecede pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Hsing (2013) Polonya’da maliye ve para politikaları ile çeşitli makroekonomik faktörlerin borsa üzerindeki olası etkilerini incelemiştir. Çalışmada ayrıca Polonya borsasının ABD ve Almanya borsalarıyla etkileşim içinde olup olmadıkları da araştırılmıştır. Araştırmada kullanılan örneklem 1999 yılı ikinci çeyreği ile 2012 yılı dördüncü çeyreği arasındaki dönemi kapsamaktadır. Çalışmada maliye politikasını temsilen bütçe açıklarının GSYİH’ya oranı, para politikasını temsil etmesi için de M3 parasal tabanın GSYİH’ya oranı kullanılmıştır. Artık değerdeki sapmaların düzeltilebilmesi için çalışmada GARCH modelinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda özetle; bütçe açıklarının pay senedi endeksi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı, yüksek politika faizi kullanılarak uygulanan parasal sıkılaştırmanın pay senedi endeksi üzerinde negatif yönde etkilediği görülmüştür. Çalışmada ayrıca Polonya’daki pay senedi endeksi ile sanayi üretimi, Almanya ve ABD pay senedi endekslerinin performansları arasında pozitif ilişki olduğu; yine endeksin döviz kuru ile enflasyondan negatif şekilde etkilendiği görülmüştür.

Stoian ve Iorgulescu (2019) Romanya’daki pay piyasasının mali politikalar açısından yarı güçlü formdaki etkinliğini incelemiştir. 2006 yılı birinci çeyreği ile 2018 yılı üçüncü çeyreği arası dönemin ele alındığı çalışmada mali politikaları temsilen bütçe dengesi kullanılırken, faiz oranları, enflasyon, girdi maliyetleri, genel ekonomik koşullar gibi çeşitli makroekonomik değişkenler de kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Çalışmada pay senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki ARDL sınır testi kullanılarak incelenmiştir. Çalışma neticesinde özetle; Romanya pay piyasasında işlem gören pay senetlerinin uzun vadede geçmişe yönelik mali politikaları tam olarak yansıttığı görülmüştür. Ayrıca faiz ve enflasyon oranları ile hisse senedi fiyatlarının pozitif ilişkili oldukları da tespit edilmiştir.

Tablo 10: Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalara İlişkin Özet Tablo*

Çalışma	Ülke ve Dönem	Yöntem	Özet Bulgular
Saleem vd. (2012)	Hindistan Pakistan 1990-2010	Johansen eşbütünleşme testi Granger nedensellik testi	Bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasında Pakistan’da pozitif; Hindistan’da negatif ilişki tespit edilmiştir.

Hsing (2013)	Polonya 1999:Q2- 2012:Q4	GARCH modeli	Bütçe açıklarının hisse senedi endeksi üzerinde etkisi tespit edilememiştir. Enflasyon ise endeksi negatif şekilde etkilemektedir.
Safdar (2014)	Pakistan 1992-2012	ARDL sınır testi	Bütçe açıkları ve cari açıklar ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki olduğu görülmüştür.
Kabuga (2018)	Güney Afrika Mısır, Tunus, Fas, Nijerya, Gana, Kenya, Botsvana 2000-2016	Johansen eşbütünleşme testi Granger nedensellik testi	Bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasında kısa dönemde negatif, uzun dönemde ise pozitif ilişkiye rastlanmıştır.
Ahsan ve Al-Islam (2013)	Bangladeş 2007:1-2012:9	Johansen eşbütünleşme yöntemi Granger nedensellik testi	Hisse senedi fiyatlarındaki değişimin geçmiş dönem bütçe açıklarıyla açıklanabileceği görülmüştür.
Stoian ve Iorgulescu (2019)	Romanya 2006:Q1- 2018:Q3	ARDL sınır testi	Hisse senetlerinin geçmiş maliye politikalarına ilişkin bilgileri yansıttığı; faiz ve enflasyon oranlarının hisse fiyatlarıyla pozitif ilişkili oldukları görülmüştür.
Joshi ve Giri (2015)	Hindistan 1988-2012	ARDL sınır testi VECM	Bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatlarının uzun vadede negatif ilişkili olduğu; kısa vadede ise ilişki olmadığı görülmüştür.
Abakah ve Poku (2016)	Gana 2008-2010 2011-2015	VAR Granger nedensellik analizi	Her iki grupta da bütçe açıkları ile hisse senedi getirilerinin pozitif ilişkili olduğu görülmüştür.

* Araştırmalara ilişkin bulgular, bu çalışmada kullanılan değişkenler özelinde kısaltılarak sunulmuştur.

3.2.4. Diğer Çalışmalar

Bu kısımda bütçe değişkeni haricinde pay piyasalarını etkileme olasılığı bulunan çeşitli faktörlere ilişkin araştırmalara yer verilmiştir.

Öncelikle Aktaş ve Akdağ (2013) yaptıkları araştırmada Türkiye’de pay senedi fiyatları ile temel ekonomik değişkenlerin ilişkili olup olmadıklarını incelemiştirlerdir. 2008 ile 2012 yılları arasını kapsayan çalışmada bağımlı değişken olarak pay senedi fiyatlarını

temsilen BIST-100 endeksi; bağımsız değişken olarak da TÜFE ve mevduat faiz oranlarının da aralarında bulunduğu 11 farklı değişken kullanılmıştır. Veriler çoklu doğrusal regresyon yöntemi ile Granger nedensellik testi kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırma neticesinde kısaca; BIST 100 endeksi ile mevduat faiz oranları ve dolar kurunun negatif; TÜFE, tüketici güven endeksi ve kapasite kullanım oranının da pozitif ilişkili oldukları görülmüştür.

Sadeghzadeh ve Elmas (2018) yaptıkları çalışmada BIST pay piyasasında işlem gören pay senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörleri panel ARDL yöntemleri kullanarak tespit etmeye çalışmışlardır. Borsada işlem gören 130 şirketin hisse senedi getiri bilgilerinin kullanıldığı çalışmada bağımsız değişken olarak çeşitli makroekonomik faktörler, psikolojik faktörler, ikame ülkelerin borsa endeksleri ile ikame ülkelerin faiz verilerini içeren 26 farklı makroekonomik değişken ile 4 kukla değişkenden yararlanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre özetle; ilgili dönemde hisse senedi getirilerini en çok korku endeksi, tüketici güven endeksi ve borsadaki işlem miktarının belirlediği görülmüştür. Ayrıca pay senedi getirilerinin enflasyon ile pozitif; vadeli mevduat faiz oranlarıyla da negatif ilişkili oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Gençtürk (2009) çalışmasında Türkiye'deki pay senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi kriz yaşanan ve yaşanmayan dönemler olmak üzere iki farklı döneme ayırarak incelemiştir. 1992-2006 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB 100 endeksi, bağımsız değişken olarak da TÜFE, sanayi üretim endeksi, para arzı (M2), dolar kuru, Hazine bonusu faiz oranı ile altın fiyatları kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları ise kısaca; kriz olmayan dönemlerde hisse senedi fiyatları ile TÜFE, altın ve para arzı arasında pozitif ilişki olduğu görülmüştür. Ayrıca pay senedi fiyatları ile dolar, Hazine bonusu faizi ve sanayi üretim endeksi arasında da negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Krizlerin yaşandığı dönemlerde ise borsa endeksi ile TÜFE arasında negatif, para arzı ile pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Özer vd. (2011) 1996 ile 2009 yılları arası dönemi kapsayan çalışmalarında İMKB 100 endeksi ile faiz oranları, TÜFE, dış ticaret dengesinin de aralarında bulunduğu 7 farklı makroekonomik değişken arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Verilerin analizinde

Johansen-Juselius eşbütünleşme testi, Granger nedensellik testi, VEC ile EKK yöntemleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; EKK yöntemine göre İMKB 100 endeksi ile tüm bağımsız değişkenler arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. Johansen-Juselius test sonuçlarına göre de hisse senedi fiyatları ile faiz oranı, sanayi üretim endeksi, para arzı, TÜFE ve dış ticaret dengesi arasında uzun vadeli ilişkiye rastlanmıştır.

H. N. Tiryaki ve A. Tiryaki (2018) araştırmalarında ulusal ve global çaptaki mali politika belirsizlikleri altında Türkiye'deki hisse senedi getirilerini kısa ve uzun vadede belirleyen makroekonomik faktörleri tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada Ocak 1991 ile Aralık 2017 dönemi arasında aylık bazda veriler kullanılmıştır. Verilerin ARDL yöntemi ile analiz edildiği araştırmada bağımlı değişkenler olarak hisse senedi getirilerini temsilen BIST 100 endeksi ile BIST Sanayi Endeksi; bağımsız değişken olarak da sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, TÜFE, faiz oranı, jeopolitik risk endeksi ile ABD mali politika belirsizlik endeksine modelde yer verilmiştir. Çalışma sonucu enflasyon ve faiz oranları özelinde ele alındığında, TÜFE'deki değişimlerin pay senedi getirilerini pozitif yönde; faiz oranlarının ise negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Yılmaz, Güngör ve Kaya (2006) Türkiye'deki pay senedi piyasasını konu alan çalışmalarında çeşitli makro ekonomik değişkenler ile pay senedi fiyatları arasındaki muhtemel ilişkiyi incelemişlerdir. 1990 ile 2003 yılları arasını kapsayan araştırmada TÜFE, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Araştırma neticesi faiz oranı, TÜFE ve dış ticaret dengesi özelinde incelendiğinde; uzun dönemde pay senedi fiyatları ile bu değişkenler arasında ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Khan vd. (2017) ARDL yöntemi kullanarak Çin'deki Şangay Borsası hisse senedi getirileri ile bazı ekonomik faktörler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiyi araştırmışlardır. Ocak 2000 ile Aralık 2016 arası dönemi kapsayan çalışmada bağımsız değişken olarak enflasyon oranı, faiz oranı ve döviz kurları kullanılırken, hisse senedi fiyatlarını temsilen de Şangay Borsası Kompozit Endeksi kullanılmıştır. ARDL test sonuçları Çin'de hisse senedi getirilerindeki dalgalanmaların ekonomik faktörlerle

açıklanabileceğini göstermiştir. Buna göre kısa ve uzun dönemde hisse senedi getirilerinin döviz kurları ve enflasyon oranı ile pozitif; faiz oranlarıyla da negatif ilişkili oldukları ortaya konulmuştur.

Antonakakis, Gupta ve Tiwari (2015) çalışmalarında uzun dönemde ABD’de dış ticaret dengesi ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1792-2013 yılları arasını kapsayan çalışmada yıllık bazda 222 gözlem kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesinde DCC-GARCH modelinden faydalanılmıştır. Serilerin durağanlıkları ise ADF testi ile sınanmıştır. Çalışmanın sonucunda, değişkenler arasındaki korelasyon işaretinin sabit olmadığı, zaman içerisinde değiştiği görülmüştür. Buna göre 1800-1870 yılları arasında dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif, geri kalan dönemde ise negatif yönlü ilişki bulgusuna ulaşılmıştır.

Tursoy (2019) Türkiye’deki pay senedi fiyatları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki ilişkiyi ARDL sınır testi ile VAR yöntemi kullanarak incelemiştir. Çalışma 2001 yılı Ocak ile 2017 yılı Nisan ayı arasını kapsamaktadır. Yurtiçi yerleşiklerin birikimlerini hisse senedi piyasasının yanında mevduat hesaplarında değerlendirmeleri nedeniyle çalışmada faiz oranlarını temsilen vadeli mevduat faiz oranları kullanılmıştır. ARDL sınır testi ile Johansen eşbütünleşme testi sonuçları Türkiye’deki finansal piyasalarda, hisse senedi fiyatları ile yurtiçi faiz oranları arasında uzun dönemli ve önemli derecede ilişki olduğunu göstermektedir. Buna göre mevduat faiz oranlarının beklenen nakit akış hipotezine uygun bir şekilde hisse senedi fiyatlarını negatif etkilediği görülmüştür.

Geetha, Mohidin, Chandran ve Chong (2011) çalışmalarında Malezya, Çin ve ABD için enflasyon ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ocak 2000 ile Kasım 2009 arası dönemin ele alındığı çalışmada kurulan modele faiz oranları, döviz kurları ile GSYİH değişkenleri de dahil edilmiştir. Enflasyon verileri beklenen ve beklenmeyen enflasyon olarak iki kısma ayrılmıştır. Çalışma sonucuna göre her üç ülkede de bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiye rastlanılmıştır. Kısa vadede ise ABD ve Malezya’da hisse senedi piyasası ile beklenen enflasyon, döviz kurları, beklenmeyen enflasyon, faiz oranları ve GSYİH arasında ilişki

bulunmamaktadır. Ancak Çin’de beklenen enflasyon oranları ile pay senedi piyasası arasında kısa vadede de ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Omağ (2009) çalışmasında 1991-2006 yıllarını arasını kapsayan dönemde Türkiye’deki enflasyon oranları, faiz oranları ve para arzının (M1) İMKB Ulusal 100 endeksi ile Mali Endeks üzerindeki muhtemel etkilerini incelemiştir. Verilerin analizinde doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. Çalışma neticesinde, her iki endeksin de faiz oranları ile negatif, para arzı ve enflasyon verileriyle de pozitif yönde ilişkili oldukları görülmüştür.

Huynh, Mallik ve Hettihewa (2006) Avustralya üzerine gerçekleştirdikleri çalışmalarında Quayes (2010)’e benzer şekilde demografik yapı ile emeklilik fonlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada “baby boomer” olarak anılan ve 1942-1962 yılları arasında doğan neslin emekli olmaya başlamalarıyla birlikte ellerindeki menkul kıymetleri nakde çevirmelerinin hisse senedi fiyatlarını ne yönde etkileyeceğini incelenmiştir. Buna göre çalışmada VAR kapsamında iki ayrı model oluşturulmuştur. Birinci modelde yıllık veriler kullanılarak 40-64 yaş aralığında bulunanların 1965 – 2002 yılları arası dönemde hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmış, ikinci modelde ise emeklilik fonları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki 1988 – 2002 yılları arasında çeyrek dönemlik veriler kullanarak incelemiştir. Sonuç olarak toplumda 40-64 yaş aralığında yer alanların ve emeklilik fonlarının hisse senedi fiyatlarını uzun vadede önemli düzeyde ve pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Afonso ve Sousa (2011) ABD, Birleşik Krallık, Almanya ve İtalya’da maliye politikalarından kaynaklanan şokların hisse senedi piyasasına ve barınma fiyatlarına olan etkisini ve bu etkinin şiddeti ve kalıcılığını araştırmışlardır. Çalışmada kullanılan değişkenler; hisse senedi endeksi, hükümet harcamaları, hükümet gelirleri, GSYİH, GSYİH deflatörü, işsizlik oranı, uzun vadeli faiz oranları ve barınma fiyat endeksidir. Çeyrek dönemlik verilerin kullanıldığı çalışmada ABD için 1970:3–2007:4, Birleşik Krallık için 1971:2–2007:4, Almanya için 1979:2–2006:4 ve İtalya için de 1986:2–2004:4 dönemlerinin verileri kullanılmıştır. Verilerin analizinde VAR karşı olgusal etki

analizi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre; hükümet harcamalarına ilişkin şokların ABD ve Birleşik Krallık'ta GSYİH üzerinde pozitif ve kalıcı yönde; Almanya ve İtalya'da ise pozitif ancak geçici yönde etkisinin olduğu görülmüştür. Harcama şoklarının ayrıca hisse senedi fiyatları üzerinde negatif etkisinin olduğu ve bu etkinin barınma fiyatlarına kıyasla daha hızlı bir şekilde ortaya çıktığı; hükümet gelir şoklarının ise hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu ancak az miktarda etkisinin olduğu görülmüştür.

Jakova (2016) Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Polonya, Macaristan ve Romanya'dan oluşan altı AB ülkesinde hisse senedi getirilerinin maliye politikalarına nasıl karşılık verdiğini VAR yöntemi kullanarak tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmada 2004-2015 yılları arasını kapsayan çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Değişken olarak hisse senedi getirileri, hükümet gelirleri ile hükümet harcamaları Euro cinsine çevrilerek kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Bulgaristan ve Slovakya'da, hisse senedi piyasası ile hükümet harcamaları arasında negatif yönlü; hükümet gelirleriyle pozitif yönlü ilişki olduğu görülmüştür. Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Macaristan'da ise kamu gelirlerinin hisse senedi piyasası üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Polonya'da ise hisse senedi piyasasının performansı ile hükümet harcamaları arasında ilişki bulunamamıştır.

Tablo 11: Hisse Senedi Piyasalarını Etkileyen Diğer Ekonomik Faktörlere İlişkin Özet Tablo*

Çalışma	Ülke ve Dönem	Yöntem	Özet Bulgular
Aktaş ve Akdağ (2013)	Türkiye 2008-2012	Çoklu doğrusal regresyon yöntemi Granger nedensellik analizi	BIST 100 endeksinin dolar kuru ve mevduat faiz oranlarıyla negatif; TÜFE, tüketici güven endeksi ve kapasite kullanım oranı ile pozitif ilişkili olduğu görülmüştür.
Sadeghzadeh ve Elmas (2018)	Türkiye 2000:Q1-2017:Q3	ARDL sınır testi	Hisse senedi getirilerinin enflasyon ile pozitif; vadeli mevduat faiz oranlarıyla da negatif ilişkili oldukları görülmüştür.

H. N. Tiryaki ve A. Tiryaki (2018)	Türkiye 1991-2017	ARDL sınır testi	TÜFE'deki değişimlerin hisse senedi getirilerini pozitif yönde; faiz oranlarının ise negatif yönde etkilediği görülmüştür.
Özer vd. (2011)	Türkiye 1996-2009	Johansen-Juselius eşbütünleşme testi Granger nedensellik testi VEC EKK	Hisse senedi fiyatları ile faiz oranları, TÜFE, sanayi üretim endeksi, para arzı ve dış ticaret dengesi arasında uzun vadeli ilişkiye rastlanmıştır.
Geetha vd. (2011)	Çin, Malezya, ABD 2000:1-2009:11	Johansen eşbütünleşme testi VEC	Her üç ülkede de bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiye rastlanmıştır.
Khan vd. (2017)	Çin 2000-2016	ARDL sınır testi	Hisse senedi getirilerinin enflasyon ve döviz kuru ile pozitif yönlü; faiz oranları ile de negatif ilişkili oldukları ortaya konulmuştur.
Yılmaz vd. (2006)	Türkiye 1990-2003	EKK Johansen-Juselius eşbütünleşme testi Granger nedensellik testi VEC	Uzun dönemde pay senedi fiyatları ile faiz oranı, TÜFE ve dış ticaret dengesinin ilişkili oldukları görülmüştür.
Gençtürk (2009)	Türkiye 1992-2006	Çoklu doğrusal regresyon yöntemi	Kriz dönemlerinde; BIST 100 endeksi ile TÜFE arasında negatif, para arzı ile pozitif; Kriz olmayan dönemlerde; BIST 100 endeksi ile TÜFE, altın, para arzı arasında pozitif; dolar, faiz ile sanayi üretim endeksi arasında negatif ilişki bulunmaktadır.
Antonakakis vd. (2015)	ABD 1792-2013	DCC-GARCH	Dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatları arasında 1800-1870 yılları arasında pozitif; kalan dönemde ise negatif yönlü ilişki olduğu görülmüştür.
Tursoy (2019)	Türkiye 2001:1-2017:4	VAR ARDL sınır testi	Mevduat faiz oranları hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilemektedir.

Omağ (2009)	Türkiye 1991-2006	Doğrusal regresyon modeli	İMKB 100 endeksi ile Mali endeksin; faiz oranları ile negatif, enflasyon ve para arzı ile pozitif ilişkili oldukları görülmüştür.
Huynh vd. (2006)	Avustralya 1965-2002 1988-2002	VAR modeli	40-64 yaş aralığında yer alanların ve emeklilik fonlarının hisse senedi fiyatlarını uzun vadede pozitif yönde etkilediği görülmüştür.
Jakova (2016)	Polonya, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Bulgaristan, Macaristan Romanya 2004-2015	VAR	-Bulgaristan ve Slovakya'da, pay piyasası ile hükümet harcamaları arasında negatif; hükümet gelirleriyle pozitif ilişki olduğu; -Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Macaristan'da kamu gelirleri ile hisse senedi piyasası üzerinde negatif etkisi olduğu; -Polonya'da hisse senedi piyasası ile hükümet harcamaları arasında ilişki olmadığı görülmüştür.
Afonso ve Sousa (2011)	Birleşik Krallık 1971:2-2007:4 Almanya 1979:2-2006:4 ABD 1970:3-2007:4 İtalya 1986:2-2004:4	VAR karşı olgusal etki analizi	Harcama şoklarının hisse senedi fiyatları üzerinde negatif etkisinin olduğu; gelir şoklarının ise hisse senedi fiyatları üzerinde düşük düzeyde olumlu etkisinin olduğu görülmüştür.

* Araştırmalara ilişkin bulgular, bu çalışmada kullanılan değişkenler özelinde kısaltılarak sunulmuştur.

4. BÖLÜM

BÜTÇE UYGULAMA SONUÇLARI İLE BİST 100 ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. YÖNTEM

Çalışmanın bu kısmında çalışmanın amaçları ve kapsamı, kullanılan veri seti, araştırma modeli ve çalışmada kullanılan ekonometrik çözümlene teknikleri üzerinde durulmaktadır. İkinci kısımda ise ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilmektedir.

4.1.1. Amaç ve Kapsam

Çalışmanın amacı Türkiye’de merkezi yönetim bütçe uygulama sonuçları ile BİST 100 endeksi arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Araştırma Türkiye ekonomisi için Ocak 2006 ile Aralık 2018 arası dönemde aylık bazda 156 gözlemi kapsamaktadır. Araştırmada BİST 100 endeksi ile ilişkili oldukları düşünülen TÜFE, mevduat faiz oranları ve dış ticaret dengesi de kontrol değişken olarak modele dahil edilmiştir.

4.1.2. Veri Seti

Araştırmada kullanılan veri seti, değişkenlerin tanımı, veri kaynakları ve ekonometrik modelde kullanılacak simgeler Tablo 12’de gösterilmektedir.

Tablo 12: Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Özet Tablo

Değişken	Tanım	Kaynak	Simge
BİST 100 Endeksi	BİST 100 Endeks Değeri	BIST	BIST
Bütçe Dengesi	Bütçe Dengesi Tutarları	MGM	BD
Tüketici Fiyat Endeksi	Tüketici Fiyat Endeks Değeri	TCMB	TUFE
Mevduat Faiz Oranı	Vadeli Mevduat Faiz Oranları	TCMB	MF
Dış Ticaret Dengesi	Dış Ticaret Dengesi Tutarları	TÜİK	DT

Araştırmada bağımlı değişken olarak kullanılan Borsa İstanbul 100 endeksine ilişkin veriler Borsa İstanbul internet adresinden alınmıştır.

Çalışmada bütçe uygulama sonuçlarını temsilen aylık bazda merkezi yönetim bütçe dengesi kullanılmıştır. Bütçe dengesi, bütçe gelirlerinden faiz harcamaları dahil bütçe harcamalarının çıkarılmasıyla hesaplanan tutarı ifade etmektedir. Bütçe dengesi tutarlarına Hazine ve Maliye Bakanlığı (Muhasebat Genel Müdürlüğü) internet sayfası üzerinden erişilmiştir. Bu sayfadan 2006 Ocak - 2018 Aralık dönemindeki aylık bazda bütçe uygulama sonucu tabloları indirilerek bütçe dengesi tutarları derlenmiştir.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak yer verilen tüketici fiyat endeksi ile mevduat faiz oranları TCMB'nin veri dağıtım kanalı olan Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) derlenmiştir. Dış ticaret dengesi tutarlarına ise TÜİK veri tabanından erişilmiştir. Faiz oranlarını temsilen aylık mevduat faiz oranı kullanılmıştır. Bunun başlıca sebebi yurtiçi yerleşiklerin menkul kıymetlere alternatif yatırım aracı olarak vadeli mevduat hesaplarını tercih etmesidir.

Veri setinin 2006 yılından başlamasının nedeni ise mali alanlarda yapılan kanuni değişikliklerdir. Buna göre 2006 yılında 5018 sayılı Kanunun tam olarak yürürlüğe girmesiyle merkezi yönetim bütçesi adı altında yeni bir sınıflandırma oluşturularak

kapsam belirlenmiş, öncesinde yürürlükte bulunan konsolide bütçe uygulaması ise sona ermiştir.

4.1.3. Değişkenler

Çalışmada bağımlı değişken olarak BIST 100 endeksi, bağımsız değişken olarak bütçe dengesi, kontrol değişkenler olarak da TÜFE, mevduat faiz oranı ve dış ticaret dengesi kullanılmıştır.

- **BIST 100 Endeksi:** BIST 100 endeksinde piyasa değeri ve işlem hacmi diğerlerine kıyasla yüksek olan şirketler işlem görmektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasasını daha iyi temsil ettiği değerlendirilerek çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.
- **Bütçe Dengesi:** Bütçe kapsamında toplanan gelirler ile yapılan harcamalar arasındaki farklar ülke ekonomisini etkilemektedir. (Yörük, 2000, s.116) Benzer şekilde bütçe açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı faiz oranları üzerinden hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla borsa endeksini değiştirebilmektedir. Bütçe açıklarının finanse edilebilmesi için yapılan iç borçlanmalar ülke içerisinde faiz oranlarını yükselmesine yol açarak özel sektör yatırımları üzerinde dışlama etkisi oluşturabilmektedir. Piyasa faiz oranlarındaki yükseliş firmaların yatırım kararlarını değiştirmelerine veya iptal etmelerine neden olarak gelecekteki kârlılıklarını düşürebilecektir. Türkiye’de de bütçe açıklarının ağırlıklı olarak iç borçlanma ile finanse edildiği düşünüldüğünde bu konu daha da önem kazanmaktadır. Ayrıca iskonto edilmiş nakit akış hipotezi kapsamında, faiz oranlarının yükselmesi gelecekte beklenen nakit akışlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranını yükseltecektir. Dolayısıyla şirketlerin yatırımlardan elde edecekleri nakit akışlarının günümüz değerleri azalarak kârlılık durumunu ve hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.

Araştırmada bütçe dengesinin pozitif katsayı alması beklenmektedir. Katsayının pozitif olması ise bütçe açıkları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin faiz

oranlarından dolayı negatif yönlü olduğu anlamına gelmektedir. (Özçam, 1997, s.70-96)

- **Mevduat Faiz Oranları:** Vadeli mevduat hesapları borsaya alternatif olmalarının yanısıra hanehalkının en çok tercih ettiği yatırım araçlarından biridir. Bankalardaki mevduat hesaplarının büyük çoğunluğu aylık vadeli hesaplardan oluşmaktadır. (Aktaş ve Akdağ, 2013, s.57-58) Mevduat faizleri ile bono ve tahvil gibi yatırım araçlarının faizlerinin yükselmesi, yatırımcıların hisse senedi piyasasından uzaklaşarak daha az risk taşıyan bu yatırım araçlarına yönelmelerini sağlayabilecektir.

Borsa endeksi ile mevduat faiz oranları arasındaki ilişkinin negatif yönlü olması beklenmektedir.

- **Tüketici Fiyat Endeksi:** Enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiye yönelik farklı görüşler mevcuttur. Fama (1981) tarafından ileri sürülen “vekil hipotezi”ne göre enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Benzer şekilde Geske ve Roll’e (1983) göre de değişkenler arasında negatif ilişki mevcuttur. Ancak genelleştirilmiş Fisher hipotezine göre söz konusu değişkenler arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Kessel (1956) de şirketlerin net borç alan durumunda olmaları halinde enflasyondaki yükselişlerin şirketlerin hisse senedi değerlerini artıracaklarını belirtmiştir. (Öztürk, 2008, s.9-11) Yine Keynesyen görüşe göre de ekonomik faaliyetler ile enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü ilişki bulunmaktadır. (Tiryaki vd., 2018, s.148-149) Dolayısıyla tüketici fiyat endeksi değişkeni ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkinin pozitif veya negatif olması beklenmektedir.

- **Dış Ticaret Dengesi:** Dış ticaret dengesi belirli bir dönemde ihracat ile ithalat arasındaki farkı ifade etmektedir. Bu farkın negatif olması ise dış ticaret açığı olarak adlandırılmaktadır. Dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatları servet etkisi ve döviz kurları üzerinden birbirlerini pozitif veya negatif yönde etkileyebilmektedir. Servet etkisine göre hisse senedi fiyatlarının yükselmesi halinde hanehalkının beklenen geliri artacağından tüketim de artar ve dış ticaret dengesi bozulabilir. Ancak hisse senedi fiyatları yükselirken bireylerin mevcut servetleriyle daha fazla finansal varlık

edinmeleri halinde tüketim harcamaları azalacağından denge düzelebilecektir. Ayrıca dış ticaret dengesi kaynaklı olarak parasal otorite faiz oranlarını yükseltebilir ve bu durum borsayı olumsuz etkiler. Döviz kuru etkisine göre ise hisse senedi fiyatlarındaki artış kısa dönem enflasyon ve faiz oranlarında olumlu etkileyerek reel efektif döviz kurunun değerlendirilmesini sağlayabilir. Bu da tüketim harcamalarını artırarak ticaret dengesinin bozulmasına yol açabilir. (Antonakakis, Gupta ve Tiwari, 2015, s.2) Balı ve Cinel (2011) de dış ticaret açıklarının uzun dönemde ülkede döviz kaybına yol açarak ekonomik faaliyetleri olumsuz etkileyeceğini, bu durumda yatırımcıların borsadan uzaklaşarak alternatif yatırım araçlarına yönelebileceklerini belirtmişlerdir.

Türkiye ekonomisinin dışa açık olması ve borsa endeksine kayıtlı şirketlerin çoğunun dış ticaret faaliyetlerinde bulunmaları nedeniyle dış ticaret dengesi de çalışmaya dahil edilmiştir. Bu çalışmada borsa endeksi ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin pozitif veya negatif işaretli olması beklenmektedir.

4.1.4. Araştırma Modeli

Araştırma kapsamında oluşturulan model aşağıdaki gibidir;

$$BIST_t = \beta_0 + \beta_1 BD_t + \beta_2 TUF E_t + \beta_3 MF_t + \beta_4 DT_t + \mu_t$$

Modelde yer alan kısaltmalardan BIST Borsa İstanbul 100 endeksini, BD bütçe dengesini, TUF E tüketici fiyat endeksini, MF mevduat faiz oranlarını, DT dış ticaret dengesini temsil etmektedir. Ayrıca t alt imi zaman indisini, β_0 sabit terim katsayısını, μ_t saf hata terimini simgelerken; β_1 , β_2 , β_3 ve β_4 sırasıyla bütçe dengesi, TÜFE, mevduat faiz oranı ve dış ticaret dengesi için tahmin edilmek istenen parametreleri simgelemektedir.

4.1.5. Veri Analizi ve Yöntem

Araştırma kapsamında hazırlanan veri setinin ekonometrik analizleri E-Views 10.0 paket programı kullanılarak yapılmıştır.

Zaman serilerinin regresyon analizlerinde veri özellikleri büyük önem arz etmekte ve dikkatle incelenmeleri gerekmektedir. (Khan vd., 2017, s.186) Bu kapsamda modelde yer alan değişkenler için öncelikle zaman seyir grafikleri ile mevsimsellik grafikleri çizilerek serilerin mevsimsellik, trend ve yapısal kırılma gibi özellikleri görsel olarak kontrol edilmiştir. Daha sonra mevsimsellik için F testi, yapısal kırılmalı seriler için ise Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök testleri uygulanarak mevsimsellik ve yapısal kırılma özelliklerinden emin olunmuştur.

Mevsimsel etki gösterdiği belirlenen değişkenler Census X-12 yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Yanı sıra serilere ait betimsel istatistikler hesaplanarak tabloda gösterilmiştir. Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi amacıyla önce Phillips-Perron (PP) ve Augmented Dickey Fuller (ADF) birim kök testleri uygulanmış, ardından yapısal kırılma gösteren seriler için Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök testleri uygulanarak söz konusu serilerin durağanlık düzeyleri belirlenmiştir. Yapılan durağanlık testleri sonucunda seriler arasında durağan olmayan zaman serileri olduğu görülmüştür.

Zaman serilerinin regresyon modellerinde yer alan değişkenlerin durağan olmaları gerekmektedir. Aksi halde değişkenler arasında kurulacak regresyon modelinde sahte regresyon problemi ortaya çıkacaktır. Sahte regresyon durumunda kurulan model genelde iyi sonuçlar vermekte, R^2 değeri yüksek olmakta ve tahmin edilen parametreler de istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır. Fakat yüksek açıklayıcılık oranına ve istatistiksel olarak anlamlı parametrelere karşın sonuçlar yanıltıcı olabilmektedir. Bunun başlıca nedeni ise durağan olmayan değişkenlerin rastlantısal olarak aynı yönde hareket etmeleridir. Sahte regresyon problemi birbiri ile tamamen ilgisiz iki durağan dışı değişken arasında meydana gelebileceği gibi birbirleriyle ilişkili makroekonomik ve finansal serilerde de ortaya çıkabilmektedir. (Sevütekin, 2017, s.559)

Regresyon modellerinde değişkenlerin durağan olmamaları halinde bu değişkenleri durağanlaştırmak için genellikle farklarının alınması yoluna gidilmektedir. Ancak Granger ve Newbold (1977) bu yöntemin değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini ortadan kaldıracağını belirtmişlerdir.

Ekonomik değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi ifade eden eşbütünleşme kavramı literatüre Granger (1980) tarafından kazandırılmıştır. Değişkenler bütünleşik olmaları halinde zamanla birlikte hareket ederler ve kısa dönemdeki sapmalar uzun dönemde düzeltilir. Bu da serilerin uzun dönemde birbirlerine yaklaşıacakları ve aralarındaki farkın sabit kalacağı anlamına gelmektedir. Değişkenlerin bütünleşik olmamaları halinde ise birbirlerinden sapmalar ortaya çıkabilecektir. (Alptekin, 2018, s.110) Eş bütünleşme modelinde hesaplanan kalıntı değerlere birim kök testi uygulaması temeline dayanan birçok eş bütünleşme testi bulunmaktadır.

Bu çalışmada eş bütünleşme ilişkilerinin varlığının araştırılması amacıyla ARDL sınır testi yönteminden faydalanılmıştır. ARDL sınır testi (Auto Regressive Distributed Lag-Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model) ekonometride durağan olmayan değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesine olanak sağlayan eş bütünleşme testlerinden biridir. Bu yöntemde değişkenler farklı derecelerden tümleşik olsalar bile eş bütünleşme ilişkisi incelenebilmektedir. Bu yönüyle de Engle-Granger (1987) ve Johansen (1989) testlerine göre daha kullanışlı durumdadır. Araştırma modelinde yer alan değişkenlerin farklı derecede tümleşik olması sebebiyle araştırmada ARDL sınır testi yaklaşımı benimsenmiştir.

ARDL sınır testi yöntemi Pesaran ve Shin (1999) tarafından üretilmiş, sonraki yıllarda da Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilmeye devam edilmiştir. (Safdar, 2014, s.94) En küçük kareler yöntemine dayanan¹⁸ bu yöntem diğer eşbütünleşme yöntemlerine göre bazı avantajlar sağlamaktadır.

İlk olarak Johansen testi (Johansen, 1991), Granger ve Engle nedensellik testi (Engle & Granger, 1987) ve VAR modeli gibi yaygın olarak kullanılan diğer yöntemlerin aksine, ARDL sınır testinde değişkenlerin aynı düzeyde durağan olmalarına gerek bulunmamaktadır. Buna göre değişkenlerin hepsinin düzeyde, birinci derecede veya karışık olarak I(0) ve I(1) derecelerde durağan olmaları halinde de ARDL sınır testi yöntemi kullanılabilir. (Khan vd. 2017, s.185)

¹⁸ Pekmezci ve Karayel, 2018, s.432

Ancak ARDL sınır testi yöntemi I(2)'de durağan hale gelebilen seriler için uygulanamaz. Finansal çalışmalardaki zaman serilerinin genelde düzeyde veya birinci derecede durağan olmaları nedeniyle ARDL yönteminin değişkenlerin I(0) veya I(1) kombinasyonunda uygulanabilmesi büyük avantaj sağlamaktadır. VAR ve ARDL yöntemleri kıyaslandığında ise söz konusu avantajlı durum daha da belirgin hale gelmektedir. VAR modelinin uygulanabilmesi için serilerin aynı düzeyde durağan olmaları gerekir. Verilerin I(1)'de durağan olmamaları durumunda ise serilerin birinci derece farkının alınması yoluna gidilir. Bunun ardından VAR modeli uygulanabilir. Ancak verilerin birinci derece farkının alınması durumunda seriler arasındaki uzun dönemli ilişki ortadan kaybolabilmektedir. (Brooks, 2014) ARDL sınır testi yönteminde ise verilerin uyarlanması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bu şekilde veri kaybının önüne geçilerek uzun dönemli ilişkinin hesaplanması mümkün olabilmektedir.

İkinci olarak ARDL sınır testi yönteminde, değişkenlerin kısa dönemli etkileri ile uzun dönem dengesi, herhangi bir bilgi kaybına neden olmaksızın hata düzeltme terimi aracılığıyla birbirlerine bağlanabilmektedir. Hata düzeltme terimi uzun dönem dengesindeki sapmaları düzeltmektedir. Bu şekilde değişkenlerin kısa ve uzun dönem ilişkileri eş zamanlı olarak analiz edilebilmektedir.

Üçüncü olarak ise diğer eşbütünleşme yöntemlerinin aksine, ARDL sınır testi yaklaşımında modeldeki her bir değişken için farklı gecikme uzunluğunun belirlenmesi mümkündür. Bu durum söz konusu yöntemi daha esnek hale getirmektedir.

Son olarak eş bütünleşme testlerinin çoğu örneklem büyüklüğüne duyarlıdır. Ancak ARDL sınır testi yönteminde küçük veri setlerinde bile tutarlı ve güçlü sonuçlar elde edilebilmektedir. (Adom vd., 2012)

ARDL sınır testi yaklaşımı iki aşamadan oluşmaktadır. Öncelikle değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin olup olmadığı sınanmaktadır. Ardından ikinci aşamaya geçilerek önceki aşamada eş bütünleşik oldukları görülen serilerin kısa ve uzun dönem katsayıları hesaplanmaktadır. ARDL sınır testi yönteminde iki değişkenli bir araştırma modeli için uzun dönem ilişkisinin sınanması amacıyla aşağıdaki denklem tahmin edilir;

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=0}^q \lambda_i \Delta X_{t-i} + \mu_t$$

Eşitlikteki;

p = Bağımlı değişkendeki optimal gecikme sayısını,

q = Bağımsız değişkendeki optimal gecikme sayısını,

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \delta_i$ ve λ_i katsayıları,

Δ = Değişkenin farkını ifade etmektedir.

Değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisi için sıfır hipotezi şu şekildedir;

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$$

Hesaplanan test istatistiğinin belirlenmiş alt kritik değerden küçük olması halinde eş bütünleşme ilişkisi olmadığı anlamına gelen sıfır hipotezi reddedilememektedir. Test istatistiğinin belirlenmiş üst kritik değerden büyük olması halinde ise sıfır hipotezi reddedilerek eş bütünleşmenin olduğuna karar verilir. Test istatistiğinin alt ve üst sınır değerleri arasında yer alması halinde ise eş bütünleşme konusunda karar verilemez.

Seriler arasında eş bütünleşme olduğu tespit edildikten sonra ARDL (p, q) modeli tahmin edilir. ARDL (p, q) modeli aşağıdaki eşitlikte gösterilmiştir.

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \lambda_i X_{t-i} + \mu_t$$

ARDL (p, q) modelinde bağımsız değişken için uzun dönem katsayıları aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir;

$$\frac{\lambda_0 + \lambda_p + \dots + \lambda_q}{1 - \delta_1 + \delta_2 + \dots + \delta_q}$$

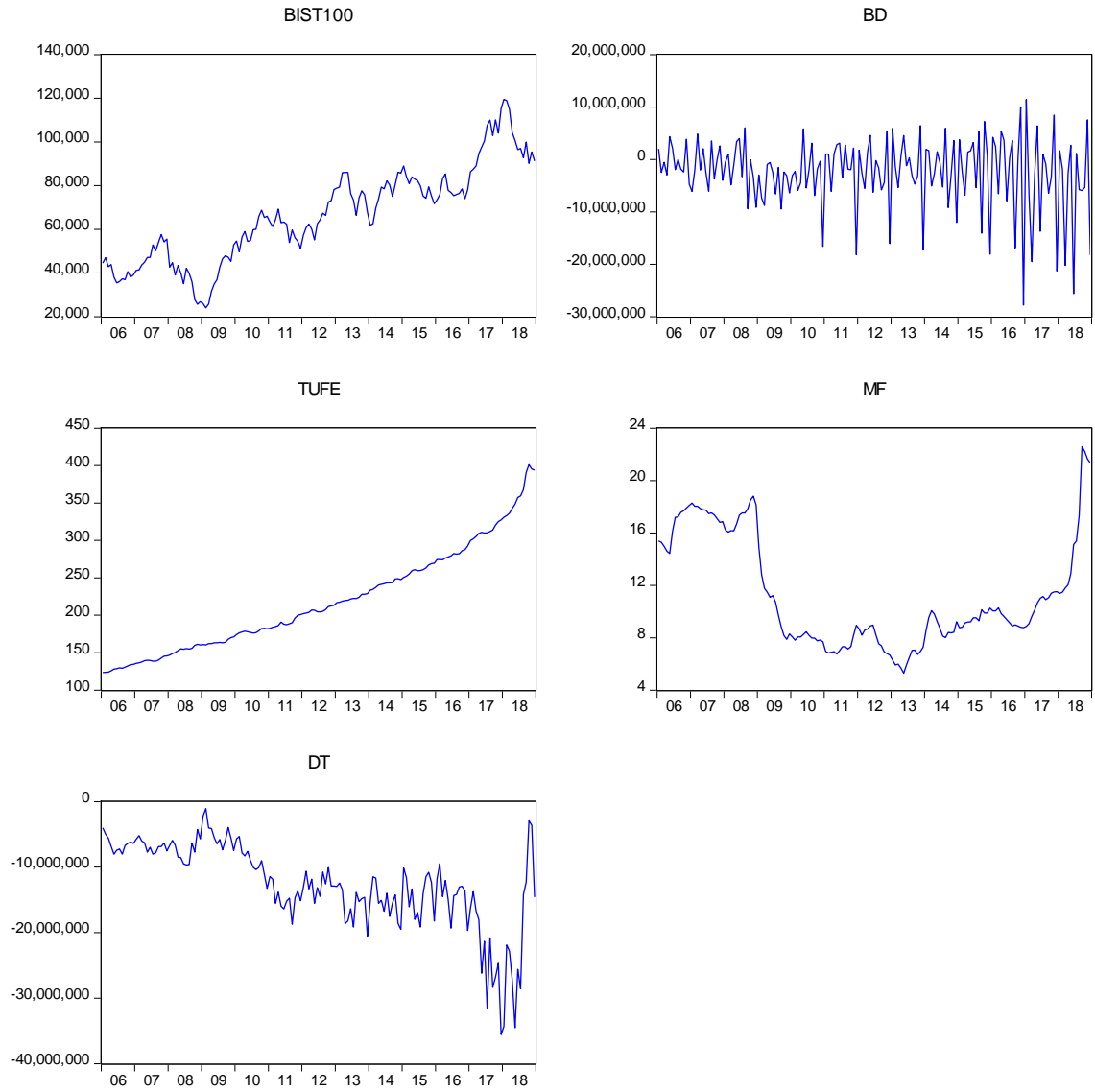
Uzun dönem katsayılarının tahmin edilmesinin ardından hata düzeltme modeli kurularak kısa dönem katsayıları hesaplanabilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \lambda_i \Delta X_{t-i} + \mu_t$$

Denklemden yer alan EC ifadesi hata düzeltme (error correction) terimini ifade etmektedir.

4.2. BULGULAR

Araştırmanın bu kısmında verilerin analiz edilmesiyle elde edilen bulgular, tablo ve grafikler eşliğinde yorumlanarak sunulmuştur. Grafik 7’de modelde yer alan değişkenlere ait zaman seyir grafikleri gösterilmiştir;

Grafik 7: Değişkenlerin Zaman Seyir Grafikleri

Seriler incelendiğinde BIST bağımlı değişkeninin yukarı yönlü trendde olduğu ve yapısal kırılma bulunmadığı; BD değişkeninde ise belirgin bir trendin ve yapısal kırılmanın olmadığı gözlemlenmektedir. TÜFE değişkeninin de yukarı yönlü trendli ve yapısal kırılmasız bir seri olduğu görülmektedir. Modelde yer alan değişkenlerden MF'nin belirgin bir trendi olmayan ve yapısal kırılmalı bir seri olduğu görülürken, DT değişkeni ise zaman içerisinde azalan bir trend göstermekle birlikte yapısal kırılma özellikleri gözlemlenmektedir. Yapısal kırılma belirtisi gösteren serilerde klasik birim kök testlerine ek olarak yapısal kırılma noktalarını dikkate alan Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök testleri kullanılacaktır.

4.2.1. Betimsel İstatistikler

Serilerin betimsel istatistikleri ise şu şekildedir.

Tablo 13: Betimsel İstatistikler

İstatistik	BIST	BD	TUFE	MF	DT
Ortalama	66360.36	-2511418	218.7693	11.23071	-12707382
Maksimum	119528.8	11430957	401.2700	22.60000	-1059314.
Minimum	24026.59	-27812476	123.5700	5.290000	-35580561
Standart Sapma	22007.73	6761429	68.49431	4.222750	6620535.
Çarpıklık	0.204179	-1.169855	0.654156	0.827396	-1.075953
Basıklık	2.431940	4.913609	2.655193	2.456152	4.472242
J.B	3.181418	59.38491	11.89871	19.72172	44.18829
J.B(p)	0.203781	0.000000	0.002608	0.000052	0.000000
Gözlem Sayısı	156	156	156	156	156

BIST değişkeni incelenen dönemde ortalama 66360.36, maksimum 119528.8, minimum 24026.59 ve 22007.73 standart sapma değerlerine sahiptir. Değişken J.B test istatistiğine göre %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılmakla beraber hafif sağa çarpık ve basık bir seridir. Serinin ortalamasının standart sapmaya oranı incelendiğinde ele alınan dönem boyunca çok fazla değişkenlik göstermeyen bir seri olduğu söylenebilir. ($\bar{X}/S.S = 3.0153$)

BD değişkeni ortalama -2511418, maksimum 11430957, minimum -27812476 ve 6761429 standart sapma değerine sahiptir. Değişken, J.B test istatistiğine göre %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılmamakta, sola çarpık ve dik bir seri özelliği göstermektedir. Serinin ortalamasının standart sapmaya oranı incelendiğinde ele alınan dönem boyunca çok fazla değişkenlik gösteren bir seri olduğu söylenebilir. ($\bar{X}/S.S = -0.371$)

TUFE değişkeni ortalama 218.7693, maksimum 401.2700, minimum 123.5700 ve 68.49431 standart sapma değerine sahiptir. Değişken J.B test istatistiğine göre %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılmamakta aşırı olmamakla beraber sağa çarpık ve

basık bir seri özelliği göstermektedir. Serinin ortalamasının standart sapmaya oranı incelendiğinde ele alınan dönem boyunca çok fazla değişkenlik gösteren bir seri olduğu söylenebilir. ($\bar{X}/S.S = 0.391$)

MF değişkeni ortalama 11.23071, maksimum 22.60000, minimum 5.290000 ve 4.222750 standart sapma değerlerine sahiptir. Değişken J.B test istatistiğine göre %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılmamakta sağa çarpık ve basık bir seri özelliği göstermektedir. Serinin ortalamasının standart sapmaya oranı incelendiğinde ele alınan dönem boyunca çok fazla değişkenlik gösteren bir seri olduğu söylenebilir. ($\bar{X}/S.S = 0.265$)

DT değişkeni ortalama -12707382, maksimum -1059314, minimum -35580561 ve 6620535 standart sapma değerine sahiptir. Değişken J.B test istatistiğine göre %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılmamakta sola çarpık ve dik bir seri özelliği göstermektedir. Serinin ortalamasının standart sapmaya oranı incelendiğinde ele alınan dönem boyunca fazla değişkenlik gösteren bir seri olduğu söylenebilir. ($\bar{X}/S.S = -1.919$)

Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerinin tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununa sebep olmayacak düzeyde olduğundan emin olunması amacıyla bağımsız değişkenler arasında korelasyon matrisi oluşturulmuştur.

Tablo 14: Bağımsız Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

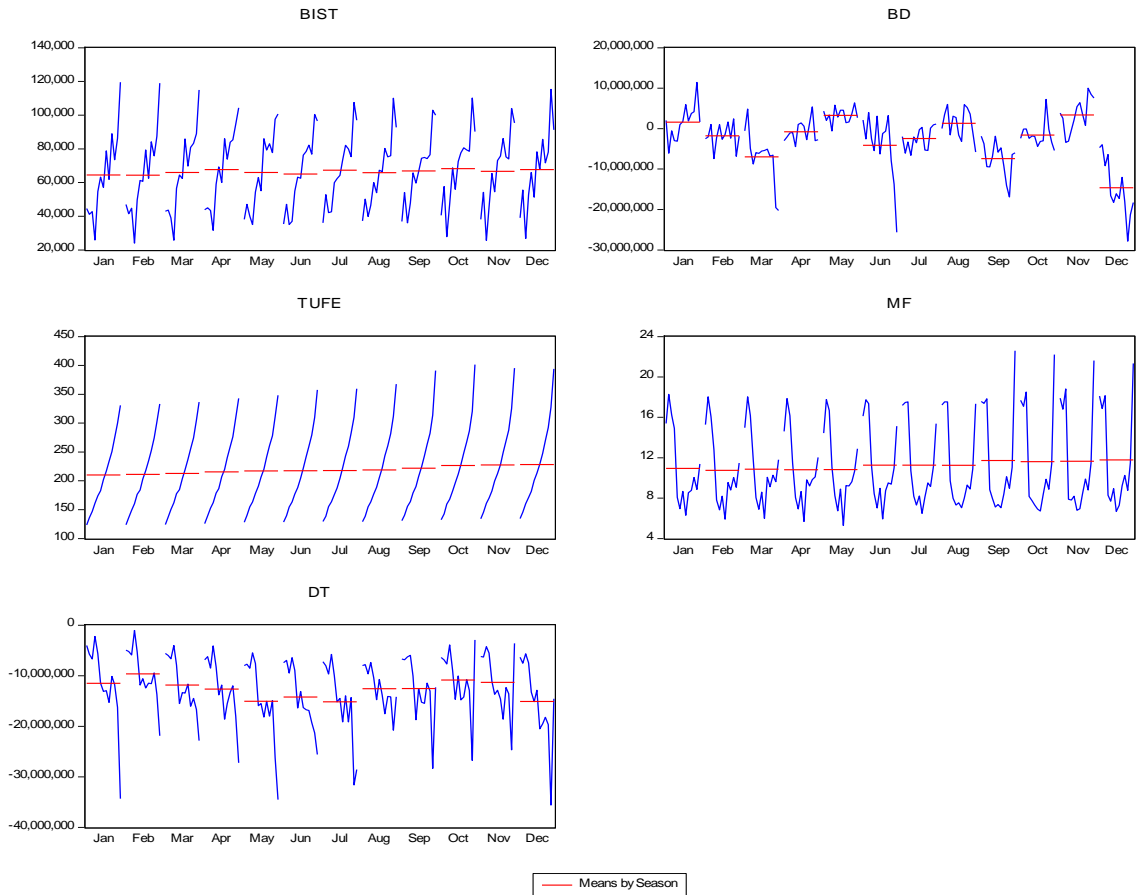
	BD	TUFE	MF	DT
BD	1	-0.161	-0.014	0.142
TUFE		1	-0.136	-0.691
MF			1	0.346
DT				1

Tabloda görüldüğü üzere bağımsız değişkenler arasında 0.7'nin üzerinde olan bir korelasyon ilişkisi söz konusu değildir. Bu durumda kurulacak regresyon modelinde tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununun olması beklenmeyecektir.

4.2.2. Mevsimsellik Sınaması

Verilerin analizine başlanmadan önce yapılması gereken testlerden biri de mevsimsellik sınavasıdır. Ekonomik değişkenler yıl içerisinde sosyal, kurumsal veya hava durumu gibi iklimsel faktörlerden kaynaklı sistematik ve tekrarlı olaylardan etkilenebilmektedir. Mevsimsellik olarak da adlandırılan bu durum zaman serilerinde, uzun dönemli hareketler, dönemsel sapmalar gibi mevsimsel etkilerin incelenmesini oldukça zorlaştırır. Bu nedenle mevsimsellik etkisi taşıyan zaman serilerine düzeltme işlemi yapılması gerekmektedir. Söz konusu düzeltme işlemiyle zaman serisinden mevsimsel dalgalanmalar veya takvim etkisi çıkarılmaktadır. Böylece makroekonomik serilerdeki gelişmelerin doğru bir şekilde analiz edilmesine ve dönemlerin birbirleriyle karşılaştırılmasına imkân sağlanmaktadır. (IMF, 2017, s.127) Ayrıca mevsimsel etkilerin sahte regresyona neden olduğu da bilinmektedir.

Grafik 8: Değişkenlerin Mevsimsellik Grafikleri



Değişkenlerin mevsimsellik grafikleri incelendiğinde, BD ve DT'de mevsim ortalamalarının birbirinden oldukça farklı oldukları bir diğer ifadeyle mevsimsel etki içerdikleri gözlemlenmektedir. Özellikle bütçe dengesi değişkeninde, kamu harcamalarının her yıl aralık ayında ani artış göstermesinin mevsimselliğe neden olduğu söylenebilir. Öte taraftan diğer değişkenler için mevsim ortalamaları birbirinden farklı olmakla beraber söz konusu farkın istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki olup olmadığının tespiti için mevsimsel F sınavasının yapılması gerekmektedir.

Değişkenlerdeki olası mevsimsel etkilerin sınavması için yapılan F testi bulguları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

Tablo 15: Mevsimsellik Sınavması - F Testi Sonuçları

Değişken		Kareler Toplamı	S.D	Ortalama Kare	F
BIST	Aylar Arası	576.2730	11	52.38845	2.127
	Artık	3546.0764	144	24.62553	
	Toplam	4122.3494	155		
BD	Aylar Arası	63036.8432	11	5730.62211	15.448***
	Artık	53417.1469	144	370.95241	
	Toplam	116453.9901	155		
MF	Aylar Arası	5.2193	11	0.47448	2.077
	Artık	32.9017	144	0.22848	
	Toplam	38.1210	155		
DTD	Aylar Arası	345.3811	11	31.39828	8.997***
	Artık	502.5285	144	3.48978	
	Toplam	847.9096	155		
TUFÉ	Aylar Arası	60.6637	11	5.51489	22.124**
	Artık	35.8943	144	0.24927	
	Toplam	96.5581	155		

***%1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı mevsimsel etkiyi ifade eder.

Tablo incelediğinde BD, DTD ve TUFÉ değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlı mevsimsel etkilerin saptandığı görülmektedir. Söz konusu mevsimsel etkilerin sahte regresyona sebebiyet vermemesi için mevsimsellikten arındırılması gerekmektedir.

Mevsimsel etki saptanan değişkenler Census X-12 yöntemi¹⁹ ile mevsimsel etkilerinden arındırılmıştır.

4.2.3. Birim Kök Sınaması

Zaman serileri genellikle birim kök içerirler ve serilerin durağan olmama ihtimalleri yüksektir. Gujarati ve Porter (2009) katsayı tahminlerinde tutarsızlığın önüne geçilmesi ve sonuçların güvenilir olabilmesi için serilerin durağan hale getirilmeleri gerektiğini belirtmişlerdir. Bu nedenle zaman serilerinde çalışmaya başlamadan önce her bir serinin durağanlık durumunun ve bütünleşme derecesinin birim kök testleri uygulanarak kontrol edilmesi büyük önem taşımaktadır. (Khan vd., 2017, s.186) Çalışmalarda değişkenlerin durağanlık kontrollerinde genellikle ADF veya PP birim kök testleri kullanılmaktadır.

Yapısal kırılma gösteren serilerde geleneksel birim kök testlerinin yanında yapısal kırılmalı birim kök testlerinin de uygulanması önerilmektedir. Tursoy ve Faisal (2018) da yaygın olarak kullanılan geleneksel birim kök testlerinin yapısal kırılmaları ortaya çıkaramayacağını belirtmişlerdir. Aynı şekilde Perron (1989) kırılma noktaları ile birim köklerin birbirleriyle ilgili olduklarını ve geleneksel birim kök testlerinin bütünleşme derecelerinin tespitinde sapmalar gösterdiğini ifade etmiştir. (Tursoy, 2019, s.5)

Her ne kadar ARDL sınır testi yönteminde öncelikle birim kök testinin yapılmasına gerek olmasa da çalışma öncesinde kontrol edilerek değişkenlerle ilgili birim kök sorunu olup olmadığının ve değişkenlerin birinci dereceden daha yüksek derecelerde bütünleşmediklerinden emin olunması gerekmektedir. (Khan, 2017, s.186)

Çalışmada geleneksel birim kök testlerinden ADF ve PP birim kök testleri uygulanırken, kırılma gösteren seriler için de Zivot-Andrews (1992) yapısal kırılmalı birim kök testi kullanılmıştır.

¹⁹ Mevsimsellik uyarlaması için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bunlardan yaygın olarak kullanılanlardan birisi de Census X-12 yöntemidir. Bu yöntem ilk olarak 1954 yılında ABD'deki Census Bureau tarafından Census-1 adıyla duyurulmuş sonraki yıllarda da geliştirilmeye devam edilmiştir. (Findley vd. 1998, s.1-2)

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin tespit edilmesi amacıyla yapılan PP birim kök testi bulguları Tablo 16'daki gibidir.

Tablo 16: PP Birim Kök Testi Sonucu

Değişken	Phillips-Perron Test İstatistiği		
	Sabitsiz	Sabitli	Trend ve Sabitli
BIST	0.452809 (0.8110)	-1.186798 (0.6795)	-3.090892 (0.1122)
Δ BIST	-12.87010*** (0.0000)	-12.88770*** (0.0000)	-12.84796*** (0.0000)
BD	-12.05392*** (0.0000)	-14.40805*** (0.0000)	-14.92312*** (0.0000)
DT	-0.846745 (0.3476)	-2.548584 (0.1061)	-3.869385** (0.0156)
Δ DT	-17.36280*** (0.0000)	-17.31050*** (0.0000)	-17.33445*** (0.0000)
MF	0.172044 (0.7348)	-0.753250 (0.8288)	0.387357 (0.9989)
Δ MF	-7.835546*** (0.0000)	-7.825895*** (0.0000)	-8.063345*** (0.0000)
TUFE	8.552603 (1.0000)	4.659182 (1.0000)	3.471908 (1.0000)
Δ TUFE	-5.942664*** (0.0000)	-7.462883*** (0.0000)	-8.369168*** (0.0000)

***%1, ** %5 anlamlılık düzeyinde durağan serileri, Δ birinci devresel fark operatörü, parantez içleri olasılık değerlerini(p) gösterir.

Tablo incelendiğinde BIST serisinin düzeyde durağan olmadığı ancak birinci farkında durağanlaştığı, BD değişkeninin düzeyde durağan bir seri olduğu görülmektedir. Ayrıca DT değişkeninin düzeyde durağan olmadığı ancak fakat birinci farkında durağanlaştığı, MF değişkeninin de yine düzeyde durağan olmadığı ancak birinci devresel farkında durağanlaşan bir seri olduğu görülür. TUFE değişkeninin de düzeyde durağan olmadığı ancak birinci devresel farkında durağan bir seri olduğu görülmektedir.

Phillips-Perron birim kök testi bulgularına göre değişkenlerin durağanlık düzeyleri şu şekilde ifade edilebilir;

$BIST \approx I(1)$, $BD \approx I(0)$, $DT \approx I(1)$, $MF \approx I(1)$, $TUFE \approx I(1)$.

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin teyit edilmesi amacıyla yapılan ADF birim kök testi bulguları ise Tablo 17’de gösterilmiştir.

Tablo 17: ADF Birim Kök Testi Sonucu

Değişken	Augmented Dickey Fuller Test İstatistiği		
	Sabitsiz	Sabitli	Trend Ve Sabitli
BIST	0.419646 (0.8028)	-1.201049 (0.6734)	-3.083820 (0.1139)
Δ BIST	-12.87778*** (0.0000)	-12.89167*** (0.0000)	-12.85151*** (0.0000)
BD	-2.020032** (0.0419)	-3.778166*** (0.0039)	-7.644645*** (0.0000)
DT	-0.745396 (0.3921)	-1.918105 (0.3233)	-5.477085*** (0.0001)
Δ DT	-17.66165*** (0.0000)	-17.60446*** (0.0000)	-17.60103*** (0.0000)
MF	0.062140 (0.7011)	-0.970604 (0.7629)	-0.237646 (0.9917)
Δ MF	-7.835546*** (0.0000)	-7.825895*** (0.0000)	-8.082125*** (0.0000)
TUFE	4.210727 (1.0000)	3.162980 (1.0000)	4.247359 (1.0000)
Δ TUFE	-3.118142*** (0.0020)	-4.549069*** (0.0003)	-5.391545*** (0.0001)

***%1, ** %5 anlamlılık düzeyinde durağan serileri, Δ birinci devresel fark operatörü, parantez içleri olasılık değerlerini(p) gösterir.

Tablo incelendiğinde değişkenlerin durağanlık düzeylerinin PP testini teyit eder bir şekilde;

$BIST \approx I(1)$, $BD \approx I(0)$, $DT \approx I(1)$, $MF \approx I(1)$, $TUFE \approx I(1)$ olduğu görülmektedir.

Yapısal kırılma özelliği gösteren DT ve MF serilerine ise yukarıdakilere ek olarak Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök testi uygulanmıştır.

Tablo 18: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Bulguları

Değişken	Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi		
	Sabitte Kırılma	Trendde Kırılma	Trend ve Sabitte Kırılma
DT	-4.361975*** (0.000380)	-3.470524** (0.0145579)	-4.382817*** (0.006362)
MF	-3.141496*** (0.000711)	-2.910965** (0.078337)	-3.129601** (0.044712)

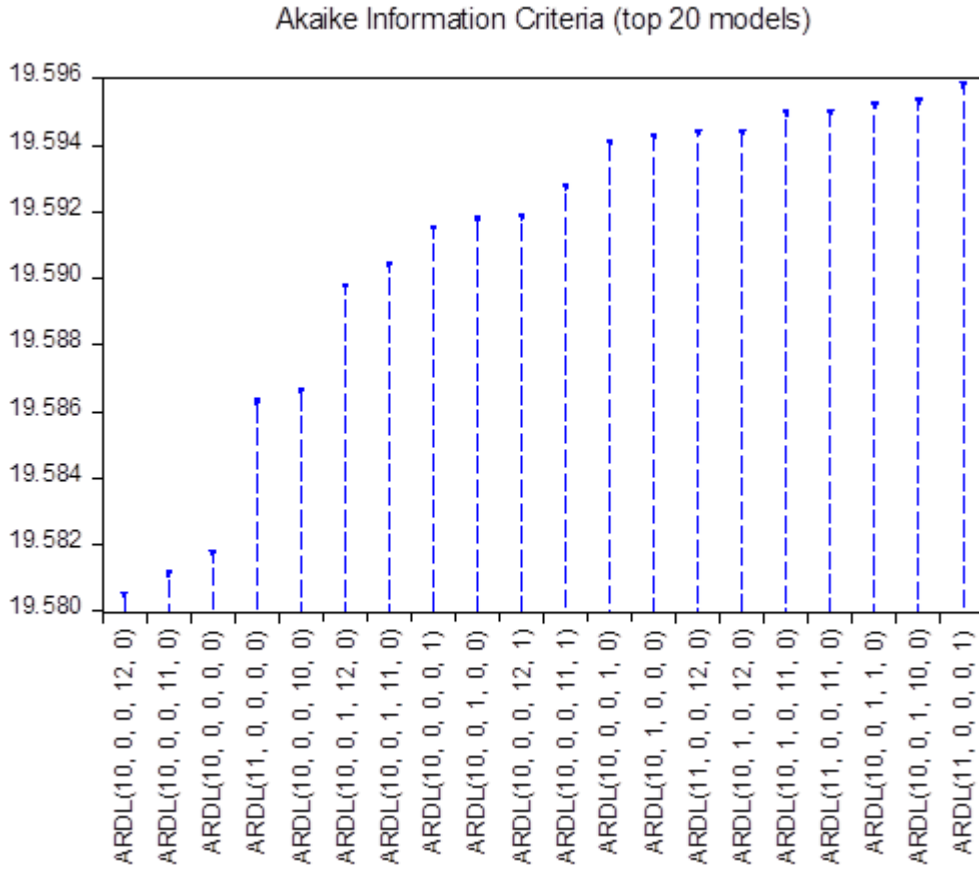
***%1, ** %5 anlamlılık düzeyinde durağan serileri, parantez içleri olasılık değerlerini(p) gösterir.

Tablo incelendiğinde yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök testi bulgularına göre DT ve MF'nin düzeyde durağan seriler olduğu söylenebilmektedir. Serilerin yapısal kırılma özelliği göstermeleri nedeniyle bu değişkenlerde yapısal kırılmalı birim kök testi sonuçlarını dikkate almanın daha güvenilir olduğu düşünülmektedir.

Bu durumda seriler için durağanlık durumları $DT \approx I(0)$ ve $MF \approx I(0)$ şeklinde gösterilebilir.

4.2.4. ARDL Eşbütünleşme Testi

Değişkenlerin $I(0)$ ve $I(1)$ 'de durağan seriler olması sebebiyle değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisinin ARDL sınır testi yöntemi ile belirlenmesine karar verilmiştir. Optimal gecikme uzunluklarının belirlenmesinde ise Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. Buna göre bağımlı ve bağımsız değişkenler için maksimum gecikme 12 olarak belirlenmiştir. Akaike bilgi kriteri doğrultusunda belirlenen gecikmeler şu şekildedir; BIST için 10, BD için 0, TUFİ için 0, MF için 12 ve DT için ise 0'dır. Akaike bilgi kriterine göre sıralanan yirmi farklı optimal gecikme modeline ait bulgular ise grafikteki gibidir.

Grafik 9: Akaike Bilgi Kriterine Göre Gecikme Değerleri

Grafikte görüldüğü üzere en küçük Akaike bilgi kriteri değerini veren model ARDL (10, 0, 0, 12, 0) modelidir. Buna göre gecikme uzunlukları BIST 100 endeksi için 10, bütçe dengesi, TÜFE ve dış ticaret dengesi için 0 ve mevduat faiz oranları için ise 12 olarak belirlenmiştir. Akaike bilgi kriterinin hata terimini minimuma indirmeye temelli olması nedeniyle en düşük Akaike bilgi kriterinin en iyi modele ait olduğu bilinmektedir.

Bu durumda ARDL modeli şu şekilde ifade edilebilir: ARDL (10, 0, 0, 12, 0). Model tahmini Tablo 19'da sunulmuştur.

Tablo 19: ARDL Model Tahmini

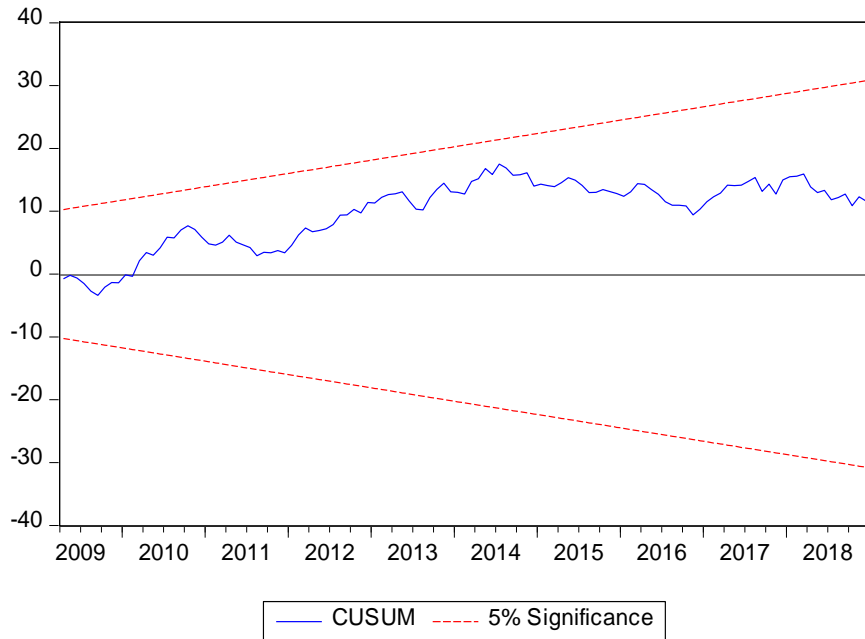
Uzun Dönem Tahmini				
Değişken	β	S.H	t	p
BD	0.000504	0.000247	2.043553**	0.0432
TUFE	222.2641	21.28367	10.44294***	0.0000
MF	-919.4474	264.2204	-3.479850***	0.0007
DT	-0.000404	0.000238	-1.698495*	0.0921
Sabit Terim	22434.08	5480.707	4.093282***	0.0001
Hata Düzeltme Modeli Tahmini				
Değişken	β	S.H	t	p
ECM(-1)	-0.431452	0.068005	-6.344404***	0.0000
Sınır Testi İstatistikleri				
	Anlamlılık	I(0)	I(1)	
F= 6.433***	%10	2.303	3.22	
	%5	2.688	3.698	
	%1	3.602	4.787	
Tanısal Testler				
Breusch-Pagan- Godfrey Heteroskedastisiti Testi		F(26, 1179)= 0.923	p=0.576	
LM Otokorelasyon Testi	Lag(2)	F(2, 115)= 0.386	p=0.306	
	Lag(3)	F(3, 114)= 0.401	p=0.302	
	Lag(6)	F(6, 111)= 0.198	p=0.103	
	Lag(9)	F(9, 108)= 0.166	p=0.172	
	Lag(12)	F(12, 105)= 0.303	p=0.143	
Hata Terimleri		J.B=1.704	J.B(p)=0.426	\bar{X} =2.19E-11≈0

%5, *%1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ilişkileri gösterir.

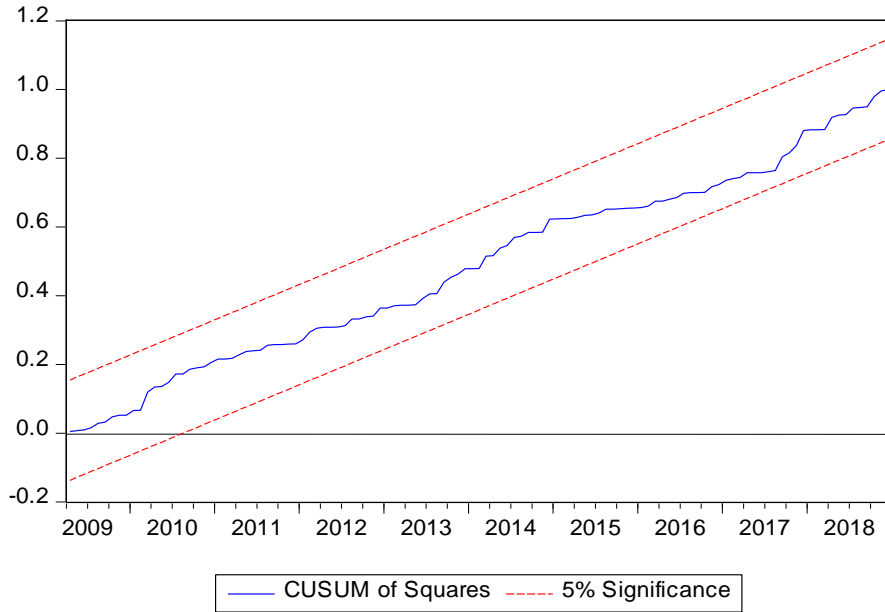
Sonuçlara göre modelde tanısal bir sorun tespit edilmemiştir. Tablo incelendiğinde Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyans (heteroskedastisit) testi bulgularına göre, kurulan ARDL modelinde değişen varyans problemi olmadığı ($p>0.05$) görülmektedir. Yanı sıra LM otokorelasyon testi sonuçlarına göre de 12. gecikmeye kadar herhangi bir gecikmede otokorelasyon sorunu olmadığı ($p>0.05$) gözlemlenmektedir. Diğer taraftan hata terimlerinin sıfır ortalama ile normal dağıldığı ($J.B(p)>0.05$) söylenebilmektedir.

Uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi, değişkenlerin uzun dönem katsayıları ile hata düzeltme modeli bulguları değerlendirilmeden önce modeldeki parametrelerin incelemeye konu olan dönemde istikrarlı olup olmadıklarının kümülatif toplam (CUSUM) ve kümülatif kareler toplamı (CUSUMSQ) testleri²⁰ ile kontrol edilmesi gerekmektedir. CUSUM kontrol grafiklerinde örneklere ilişkin bilgilerin kümülatif toplamları oluşturulan grafiğe yansımaktadır. Bu şekilde ortalamadaki küçük sapmaları da yansıttığı için genelde diğer kontrol yöntemlerinden daha iyi sonuçlar vermektedir.

Grafik 10: Kümülatif Toplam (CUSUM) Grafiği



²⁰ Parametrelerin istikrarlılığının denetlenmesinde kullanılacak CUSUM (cumulative sum) grafiği, günümüzde yaygın olarak kullanılan istatistiksel kontrol yöntemlerinden biridir. (Russo vd., 2012, s.36) Bu kontrol yöntemi ilk defa 1954 yılında Cambridge Üniversitesinde E. S. Page tarafından oluşturulmuştur. ("CUSUM", 2020) Sonraki yıllarda da Johnson (1961), Ewan (1963) ve Lucas (1976) ve diğer araştırmacılar tarafından geliştirilmeye devam edilmiştir. (Işığışık, 2012, s.289)

Grafik 11: Kümülatif Kareler Toplamı (CUSUMSQ) Grafiği

CUSUM ve CUSUMSQ grafikleri incelendiğinde parametrelerin %5 anlamlılık bandında istikrarlı olduğu görülmektedir. Bir diğer ifadeyle incelenen dönem boyunca tahmin edilen parametreler istikrarlıdır.

Son olarak değişkenler arasındaki uzun dönem dengesinden sapmaların dönemler boyunca dengeye gelip gelmediğini tespit için hata düzeltme terimi incelenmiştir. Buna göre hata düzeltme teriminin (ECM) beklentilere uygun şekilde %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve negatif işaretli olduğu görülmektedir. ECM değerinin mutlak değeri alındığında ise 2'den küçük olduğu görülmektedir. ($ECM(-1) = -0.431452$, $p < 0.01$). Bu durum toplam dengedeki sapmaların yaklaşık %43'ünün her dönem ECM terimi tarafından dengeye getirildiğini göstermektedir. Dolayısıyla uzun dönem dengesinde yaşanacak sapmaların hata düzeltme mekanizması tarafından dengeye getirildiği söylenebilmektedir.

4.2.5. Bulguların Değerlendirilmesi

Değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisinin varlığını sıyanan F istatistiği incelendiğinde %1 anlamlılık düzeyinde ($F > 4.787$) istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum, değişkenler arasında uzun dönemde %1 anlamlılık düzeyinde

anamlı bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Serilerin uzun dönemde eşbütünleşik olmaları hesaplanan uzun dönem katsayılarının anlamlı olmasını gerektirmektedir. Yapılan incelemede değişkenlerin katsayı büyüklükleri kontrol edilmiştir. Ayrıca uzun dönem katsayılarının sınır testi istatistiklerini teyit eder şekilde anlamlı ve beklentiler ile uyumlu olduğu tespit edilmiştir.

Uzun dönem katsayıları incelendiğinde;

- Bütçe dengesi değişkeninin $p=0,0432$ değeri ile %5 anlamlılık düzeyinde ($p<0.05$) anlamlı olduğu görülmektedir. Değişkenin katsayısı $\beta=0.000504$ olmakla birlikte işareti pozitiftir. Bu durum uzun dönemde bütçe dengesindeki artışların BIST 100 değişkeninde artışa sebep olduğu söylenebilir.

Bütçe dengesi değişkeninin katsayı işareti beklentilerle uyumlu bir şekilde pozitiftir. Bu sonuç Yörük (2000) ve Özçam (1997)'in Türkiye'yi konu alan çalışmalarıyla uyumludur. Katsayının pozitif olması bütçe açıklarıyla hisse senedi fiyatları arasındaki negatif yönlü ilişkiyi göstermektedir. Buna göre bütçe dengesi iyileştikçe veya bütçe açıkları azaldıkça borsa endeksi olumlu yönde etkilenmekte ve artış göstermektedir. Tam tersi bir şekilde bütçe dengesinin olumsuz yönde hareket etmesiyle bütçe açıkları artmakta ve borsa endeksi aşağı yönlü hareket etmektedir.

- Tüketici fiyat endeksi değişkeninin $p=0,0000$ değeri ile %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ($p<0.01$) görülmektedir. Ayrıca $\beta=222.2641$ katsayısı ile BIST 100 bağımlı değişkenini pozitif yönde etkilemektedir.

TÜFE ile BIST 100 endeksi arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Teorik literatürde enflasyon oranlarının hisse senedi fiyatlarını pozitif veya negatif yönde etkileyebilecekleri tartışılmış, uygulama sonuçlarında ise her iki yönde bulguya rastlanmıştır. İncelenen on üç yıllık dönemde ise Türkiye'de her iki değişken arasında pozitif yönlü ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Bu sonuç Omağ (2009), Gençtürk (2009), Balı ve Cinel (2011), Aktaş ve Akdağ (2013) ile Sadeghzadeh ve Elmas (2018)'in bulgularıyla uyumludur. ARDL test sonuçlarına göre TÜFE değişkeninin katsayısı

222,2641'dir. Buna göre TÜFE'deki bir puanlık yükseliş BIST 100 endeksini 222,2641 birim artırmaktadır. Aynı şekilde TÜFE'de meydana gelen bir puanlık azalma ile borsa endeksi aynı miktarda düşüş göstermektedir.

o Mevduat faiz oranları değişkeninin de $p=0,0007$ olasılık değeri ile %1 anlamlılık düzeyinde ($p<0.01$) anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Değişkenin katsayı değeri ise $\beta= -919.4474$ 'dir.

Bu sonuca göre kontrol değişkenlerden mevduat faiz oranları ile BIST 100 endeksi arasında beklentilere uygun bir şekilde negatif yönlü ilişki bulunmuştur. Yapılan literatür araştırmasında da faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında genelde negatif ilişki tespit edildiği görülmüştür. Bu sonuç Türkiye'yi ele alan çalışmalardan Tursoy (2009), Aktaş ve Akdağ (2013), H. N. Tiryaki ve A. Tiryaki (2008), Sadeghzadeh ve Elmas (2018) ve Omağ (2009)'ın ulaştığı bulgularla uyumludur. ARDL sınır testi sonucuna göre mevduat faiz oranı değişkeninin katsayısı $-919,4474$ 'tür. Bu sonuç mevduat faiz oranlarındaki bir puanlık artışın, BIST 100 endeksini 919,4474 birim düşürdüğünü veya tam tersi şekilde mevduat faiz oranlarındaki bir puanlık düşüşün borsa endeksini aynı tutarda yükselttiğini göstermektedir.

o Dış ticaret dengesi değişkeninin ise $p=0,0921$ olasılık değeri ile %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ($p<0.10$) görülmektedir. Değişkenin katsayısı ise $\beta= -0.000404$ 'tür.

Dış ticaret dengesi ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkinin beklentilere uygun bir şekilde negatif yönlü olduğu görülmektedir. Buna göre incelemeye konu olan dönemde dış ticaret dengesinin artmasıyla birlikte borsa endeksinde düşüş yaşanmıştır. Bir diğer ifadeyle dış ticaret açığının azalmasıyla BIST 100 endeksi düşüş göstermiş, bu açığın artmasıyla da borsa endeks değeri yükselmiştir. Bu sonuç Balı ve Cinel (2011), Özer vd. (2011), Yılmaz vd. (2006) ile Alper ve Kara (2017)'nin iki değişken arasında ilişki olduğuna yönelik ulaştıkları bulgularla paralellik göstermektedir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarının ekonomi içerisinde önemli fonksiyonları bulunmaktadır. Bu piyasalar ülke içerisinde tasarruf düzeyinin artırılması, yatırımlara düşük maliyetli finansman olanağı sunulması gibi imkânlar sağlayarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Yatırımcılar ise tasarruflarını bu piyasalardaki sermaye piyasası araçlarında değerlendirerek getiri elde etme imkânına kavuşmaktadırlar. Bu nedenle yatırımcılar başta olmak üzere sermaye piyasaları ile ilgilenenler açısından borsaların hangi faktörlerle ilişkili olduklarının bilinmesi önem taşımaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı ve borsaların hangi değişkenlerden etkilendiklerine yönelik ortak bir sonuca erişilemediği görülmektedir. Yapılan literatür araştırmasında da ülkemizde yapılan çalışmaların yöntem ve değişkenler açısından dünyadakiler ile paralellik taşıdığı gözlemlenmiştir.

Türkiye'deki merkezi yönetim bütçe dengesi ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada 2006 Ocak ile 2018 Aralık arası dönemde aylık bazda 156 gözlem kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak BIST 100 endeksi, bağımsız değişken olarak da bütçe dengesi kullanılmıştır. BIST 100 endeksinin bağımlı değişken olarak seçilme nedeni piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek şirketleri kapsamı nedeniyle borsanın genel durumunu daha iyi yansıtmasıdır. Borsa endeksini etkileyebileceği düşünülen mevduat faiz oranları, dış ticaret dengesi ile TÜFE değişkenlerine de kontrol değişkeni olarak araştırmada yer verilmiştir.

Yapılan eşbütünleşme testi neticesinde BIST 100 endeksi ile bütçe dengesi değişkeninin uzun dönemde ilişkili oldukları bulgusuna ulaşılmıştır. Öncelikle BIST 100 endeksi ile bütçe dengesinin beklentilerle uyumlu bir şekilde pozitif yönlü ilişkili oldukları görülmektedir. Bu sonuca göre bütçe dengesi iyileştikçe veya bütçe açıkları azaldıkça BIST 100 endeksi yukarı yönlü hareket etmektedir. Bütçe dengesinin bozulması veya bütçe açıklarının artmasıyla birlikte BIST 100 endeksi de düşüş göstermektedir. Bütçe dengesi hisse senedi fiyatlarını ve borsa endeksini faiz oranları üzerinden etkileyebilmektedir. Bütçe açıklarının finanse edilebilmesi için yapılan iç borçlanmalar ülke içerisinde faiz oranlarını yükselmesine yol açarak özel sektör yatırımları üzerinde

dışlama etkisi oluşturabilmektedir. Ülkemizde de bütçe açıklarının başlıca finansman yöntemi iç piyasadan yapılan borçlanmalardır. Ayrıca bu sonuç iskonto edilmiş nakit akış hipotezi kapsamında değerlendirildiğinde, faiz oranlarının yükselmesi ile iskonto oranları yükselecektir. Dolayısıyla şirketlerin yatırımlardan elde edecekleri nakit akışlarının günümüz değerleri azalarak hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkileyecektir.

Borsa İstanbul 100 endeksi ile TÜFE, mevduat faiz oranları ve dış ticaret dengesi arasında da beklentilerle ve literatürle uyumlu sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre mevduat faiz oranları ile BIST 100 endeksi arasında negatif yönlü ilişki mevcuttur. Bunun başlıca nedeninin vadeli mevduat hesaplarının borsaya alternatif bir yatırım aracı olması söylenebilir. Mevduat faiz oranlarının yükselmesi durumunda yatırımcılar daha riskli bir yatırım ortamı olan borsadan uzaklaşarak risk barındırmayan ve belirli bir vade sonunda sabit getiri imkânı sunan vadeli hesaplara yönelebilmektedirler. TÜFE ile BIST 100 endeksi arasında ise pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Teorik literatürde enflasyon oranlarının hisse senedi fiyatlarını pozitif veya negatif yönde etkileyebilecekleri tartışılmış, yapılan çalışmalarda da her iki yönde bulguya rastlanmıştır. İncelenen on üç yıllık dönemde ise Türkiye’de iki değişken arasında pozitif ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Dış ticaret dengesi ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkinin ise negatif yönlü olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre dış ticaret dengesinin artmasıyla birlikte borsa endeksinde düşüş yaşanmıştır. Bir diğer ifadeyle dış ticaret açığının azalmasıyla BIST 100 endeksi düşüş göstermiş, bu açığın artmasıyla da borsa endeks değeri yükselmiştir.

Bu çalışma ile literatüre çeşitli katkılarda bulunulmuştur. Yapılan araştırmada bütçe dengesi ile hisse senedi fiyatları veya borsa endeksleri arasındaki ilişkiye yönelik yeterli çalışma yapılmadığı görülmüştür. Bütçe dengesi belirli bir dönemdeki bütçe harcamaları ile bütçe gelirleri arasındaki fark şeklinde ortaya çıkmaktadır. Devletler vergi gelirleri ile bütçe harcama tutarlarını değiştirerek maliye politikaları uygulayabilmektedir. Bunun sonucunda ortaya çıkan bütçe açıkları veya fazlalarının büyüklüğüne bağlı olarak ekonomideki toplam talep düzeyi etkilenmektedir. Bu şekilde ekonomide reel kesimin faaliyetleri üzerinden üretim seviyesi, şirketlerin mali

durumları ve hisse senedi fiyatları etkilenebilmektedir. Bütçe dengesi ise bu noktada uygulanan mali politikaları özet şekilde yansıtmaktadır. Türkiye’de de geçmişten beri maliye politikaları aktif olarak kullanılmış, özellikle kriz dönemlerinde genişletici politikalar ile ekonomik faaliyetler desteklenmiştir. Türkiye’deki kamu sektörünün büyüklüğü ve kamu harcamalarının ekonomi içerisindeki ağırlığı dikkate alındığında bütçe dengesi ile hisse senedi fiyatları arasındaki muhtemel ilişki daha da önem kazanmaktadır. Ayrıca çalışmada mümkün olduğunca güncel ve uzun dönemli bir veri seti kullanılarak sözkonusu değişkenler arasındaki ilişki yeni bir anlayışla literatüre kazandırılmıştır.

Sonuç itibariyle Türkiye’de bütçe dengesi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Bütçe dengesinin iyileşmesi veya bütçe açıklarının azalmasıyla birlikte borsa endeksi yükselmekte, bütçe açıklarının artış göstermesi ise endeksteki düşüşü beraberinde getirmektedir. Geride kalan on üç yıllık dönem içerisinde Türkiye’de bütçe açıkları uluslararası kriterler nezdinde kontrol altında tutulmuştur. Buna bağlı olarak kamu kesiminin borçluluk oranları da kabul edilebilir ölçülerde kalmıştır. Ancak son yıllarda küresel ve ulusal çaptaki gelişmeler neticesinde bütçe açıkları artmaya başlamıştır. Bu açıkların süreklilik kazanması ekonomik dengeleri bozucu etki gösterebilmektedir. Türkiye’de de geçmişte açıklar ve yüksek borçluluk oranlarından kaynaklı ekonomik krizler yaşanmıştır. Türkiye’de bütçe açıklarının incelenen dönemde ağırlıklı olarak borçlanma ile finanse edildiği göz önüne alındığında, gerek bütçelerdeki borç faiz yükünün gerekse piyasa faiz oranlarında meydana gelebilecek muhtemel artışların özel kesim yatırımları üzerinde yaratabileceği olumsuz etkilere dikkat edilmelidir. Bu durum şirketlerin kârlılık beklentilerini azaltarak hisse senedi fiyatları ve borsa endeksleri üzerinde aşağı yönlü baskı yaratacaktır. Bu nedenle bütçe açıklarının azaltılmasına yönelik politikalar izlenmeli ve bu açıklar uluslararası kabul görmüş ölçütler dikkate alınarak kontrol altında tutulmalıdır.

KAYNAKÇA

- Abakah, E. J. A. ve Poku, F. A. (2016). Budget Deficits and Stock Market Returns: Evidence from Ghana. *Journal of Finance and Economics*, 4(4), 113-117. doi: 10.12691/jfe-4-4-3
- Abbot, G., Farndon, J., Kennedy, F., Meadway, J., Wallace, C. ve Kishtainy, N. (ed.). (2012). *The economics book*. New York: Dorling Kindersley
- Adom, P. K., Bekoe, W. ve Akoena, S. K. K. (2012). Modelling aggregate domestic electricity demand in Ghana: An autoregressive distributed lag bounds cointegration approach. *Energy Policy*, 42(C), 530-537.
- Adrangi, B. ve Allender, M. (1998). Budget Deficits and Stock Prices. *Journal of Economics and Finance*, 22(2), 57-66.
- Ahsan, A. M. ve Al-Islam, S. M. (2013). Does Budget Deficit Affect Stock Prices in Bangladesh?. 6, 60-68.
- Akdoğan, A. (2006). *Kamu maliyesi*. Ankara: Gazi Kitabevi
- Akkum, T. ve Vuran, B. (2005). Türk sermaye piyasasındaki hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin arbitraj fiyatlama modeli ile analizi, *İktisat İşletme ve Finans*, 20(233), 28-45. doi: 10.3848/iif.2005.233ek.3256
- Akpınar, T. (2014). *Bütçe açıkları ile enflasyon arasındaki ilişki ve Türkiye üzerine bir inceleme* (Yüksek lisans tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara).
- Aktaş, M. ve Akdağ, S. (2013). Türkiye’de ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkilerinin araştırılması, *International Journal Social Science Research*, 2(1), 50-67.
- Ali, S. M. ve Hasan, M. A. (1993). Is the Canadian stock market efficient with respect to fiscal policy? Some vector autoregression results. *Journal of Economics and Business*, 45(1), 45-59. doi: 10.1016/0148-6195(93)90005-9
- Alper, D. ve Kara, E. (2017). Borsa İstanbul’da hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörler: BIST sinai endeksi üzerine bir araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(3), 713-730.
- Alptekin, V. (2018). İşsizlik ve boşanmanın panoraması: Türkiye için istatistiki bölge birimleri sınıflandırmasına göre panel veri analizi yardımıyla bir sına. Çelikdemir., N. Ç., Onağ, A. O. ve Akpınar, Ö. (ed.). *Yerelden Globale Stratejik Araştırmalar* içinde (s.101-119). London: IJOPEC Publication
- Antonakakis, N. Gupta, R. ve Tiwari, A. K. (2015). *Time-varying correlations between trade balance and stock prices in the United States over the period 1792 to 2013* (Working Paper: 2015-100). South Africa: University of Pretoria.

- Antonio, A. ve Sousa, R. M. (2011). What are the effects of fiscal policy on asset markets? *Economic Modelling*, 28(4), 1971-1890. doi: 10.1016/j.econmod.2011.03.018
- Arasıl, Ö. (1998). Bütçe açığı finansman yöntemleri üzerinde bazı değerlendirmeler. *Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi*, 10, 67-82.
- Aydın, N., Kayacan, M., Sayılır, Ö., Taylan, A. S., Afşar, A. ve Ertuğrul, M. (ed.). (2013). *Borsaların yapısı ve işleyişi*. Erişim adresi: <https://docplayer.biz.tr/658566-Borsaların-yapısı-ve-isleyisi.html>
- Balı, S. ve Cinel, M. O. (2011). Altın fiyatlarının İMKB 100 endeksine etkisi ve bu etkinin ölçülmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(3-4), 45-63. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net>
- Ball, L. ve Mankiw, N. G. (1995, Ağustos-Eylül). *What do budget deficits do?* (NBER Working Paper No:5263). Cambridge: National Bureau of Economic Research
- Barro, R. J. (1989). The Ricardian approach to budget deficits. *Journal of Economics Perspectives*, 3(2), 37-54.
- Borsa İstanbul. 11.26, 2019 tarihinde. 25. yıl. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>
- Borsa İstanbul. (2019). BIST pay endeksleri temel kuralları. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=16>
- Borsa İstanbul. 11.13, 2019 tarihinde. Endeksler. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/endeksler>
- Borsa İstanbul. 11.10, 2019 tarihinde. Hakkımızda. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/hakkimizda>
- Borsa İstanbul. 11.9, 2019 tarihinde. Tarihsel gelişmeler. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler>
- Borsa İstanbul. 11.26, 2019 tarihinde. Ürünler ve piyasalar. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar>
- Borsa İstanbul. (t.y.). Yatırımcılar için Borsa İstanbul. Erişim adresi: https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Yatirimcilar_icin_BORSA.pdf
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance (3. Edition)*. New York: Cambridge University Press.
- Bulutoğlu, K. (2008). *Kamu ekonomisine giriş (7.Baskı)*. Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları

- Ceyhan, S. ve Yıldız, S. K. (2017). Bütçe açıklarının belirleyicilerinin ekonometrik analizi: Türkiye uygulaması (2006-2015). *Uluslararası Batı Karadeniz Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 1(1), 21-35. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/>
- Civan, M. ve Uğurlu, M. (2005). Türkiye’de kamu finansman dengesi, bütçe açıklarının gelişimi ve finansmanında izlenen yolların etkinliği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (25), 46-59. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/>
- Cutler, D. M., Poterba, J. M. ve Summers, L. H. (1988). What moves stock prices?, *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), 4-12.
- Çataloluk, C. (2009). Kamu borçlanması, gerçekleşme biçimi ve makroekonomik etkileri, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), 240-258.
- Çeliköz, Y. S. ve Yukacı, İ. (2016), Konsolide bütçe açıkları ve iç borç-dış borç ilişkisi: Türkiye örneği. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 5(3), 478-504.
- Çıtak, L. (2003). Para ve maliye politikalarının İMKB endeksi üzerindeki etkilerinin incelenmesi: İMKB, makroekonomik politikalar açısından bilgi etkin midir?, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (9), 129-141.
- Çomaklı, Ş.E. ve Turan. D. (2016). *Kamu harcama hukuku*. Ankara: Polis Akademisi Yayınları
- Çondur, F. ve Evlimoğlu, U. (2007). İMKB’nin işlevselliğini artırmaya yönelik alternatif politika önerileri. *Akademik Bakış*, (12), 1-17.
- Dağ, M. ve Tüğen, K. (2018). Türkiye’de bütçe açıklarının nedenleri ve finansman yöntemleri: Dönemsel bir değerlendirme. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 217-240.
- Darrat, A. F. (1988). On Fiscal Policy and the Stock Market, *Journal of Money, Credit and Banking*, 20(3), 353-363. Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/1992261>
- Darrat, A. F. ve Brocato, J. (1994). Stock market efficiency and the federal budget deficit: Another anomaly?, *The Financial Review*, 29(1), 49-75. Erişim adresi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1994.tb00813.x>
- Davidson, L. S. ve Froyen, R. T. (1982). Monetary policy and stock return: Are stock market efficient?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 64, 3-12.
- Dilekli, S. ve Yeşilkaya, K. (2002). *Maastricht kriterleri*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı
- Dizdarlar, H. I.ve Derindere, S. (2008). Hisse senedi endeksini etkileyen faktörler: İMKB 100 endeksini etkileyen makroekonomik göstergeler üzerine bir araştırma, *Yönetim- İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*, 19(61), 113-124.

- Doğan, B. B. (2010). Ticaret borsacılığının dünyada ve Türkiye’deki gelişim süreçlerine genel bir bakış. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(1), 43-61. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/30281>
- Egeli, H. (2002). Mali açıkların ölçümüne yönelik bazı gözlemler ve bu konuda geliştirilmiş alternatif açık ölçüleri. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 29-40.
- Eğilmez, M. (2012, 3 Mayıs). 2001 sonrası değişen büyüme modeli. Erişim adresi: <http://www.mahfiegilmez.com/2012/05/2001-sonras-degisen-buyume-modeli.html>
- Endeks nedir? 11.15, 2019 tarihinde. Erişim adresi: <https://www.investaz.com.tr/hisse-senetleri/endeks-nedir>
- Eroğlu, A. S. (1998). *Bütçe açığı-cari işlemler açığı ilişkisi: Türkiye üzerine bir deneme* (Uzmanlık Tezi). Devlet Planlama Teşkilatı
- Ewing, B. (1998). The impact of federal budget deficits on movements in the stock market: Evidence from Australia and France, *Applied Economic Letters*, 5(10), 649-651.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fertekligil, A. (2000). *Türkiye’de borsa’nın tarihçesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- Findley, D. F., Monsell, B. C., Bell, W. R., Otto, M. C., ve Chen, B. (1998). New capabilities and methods of the X-12-ARIMA seasonal-adjustment program. *Journal of Business & Economic Statistics*, 16(2), 127-152.
- Gedik, M. A. (2007). *Kamu açıklarının ekonomik etkileri ve çözüm önerileri* (Doktora tezi). Erişim adresi: <http://libratez.cu.edu.tr/tezler/6798.pdf>
- Geetha, C., Mohidin, R., Chandran, V. V. ve Chong, V. (2011). The relationship between inflation and stock market: Evidence from Malaysia, United States and China, *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 1-16.
- Gençtürk, M. (2009). Finansal kriz dönemlerinde makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 127-136. Erişim adresi: <https://arastirmax.com>
- Gök, A. (2003). Türkiye’de iç borçlanmanın ekonomik etkileri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(1), 119-138.
- Granger, C. W. J. ve Newbold, P. (1977). *Forecasting economic time series*. London: Academic Press

- Grobys, K. (2013). An empirical analysis of changes of the impact of federal budget deficits on stock market returns: Evidence from the US economy, *Applied Economics Letters*, 20(9), 921-924. doi: 10.1080/13504851.2013.765534
- Günay, A. (2007). *Mali disiplinin sağlanmasında anayasal denk bütçe yaklaşımı ve Türkiye’de uygulanabilirliği*. Ankara: Maliye Bakanlığı
- Hong Kong Stock Exchange. 11.15, 2019 tarihinde. History of HKEX and its markets. Retrieved from: https://www.hkexgroup.com/About-HKEX/Company-Information/About-HKEX/History-of-HKEX-and-its-Market?sc_lang=en
- Hsing, Y. (2013). Effects of Fiscal Policy and Monetary Policy on the Stock Market in Poland, *Economies*, 1, 19-25. doi: 10.3390/economies1030019
- Huynh, W., Mallik, G. ve Hettihewa, S. (2006). The impact of macroeconomic variables, demographic structure and compulsory superannuation on share prices: The case of Australia. *Journal of International Business Studies*. 37(5), 687–698.
- International Monetary Fund, Blejer, M.I. ve Cheasty, A. (Ed.). (1993). *How to measure the fiscal deficit*. Washington: International Monetary Fund
- International Monetary Fund. (2018). *Quarterly national accounts manual (2017 edition)*. Washington: International Monetary Fund Statistics Department
- Işık, O. (2012). Hukuki açıdan borsa ve borsa türleri. *Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(1), 215-258.
- İnce, M. (1996). *Devlet borçlanması (Kamu Kredisi)*. Ankara: Seçkin Yayınevi
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. (1991). *Borsa rehberi (1928)*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- Jakova, S. (2016). Stock market response to fiscal policy shocks: Evidence from EU countries from Central and Eastern Europe. *Network Intelligence Studies*, 2(8), 161-169.
- Japan Exchange Group. 11.15, 2019 tarihinde. History. Retrieved from: <https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/index.html>
- Joshi, P., Giri, A. K. ve Filis, G. (ed.) (2015). Fiscal deficits and stock prices in India: Empirical evidence, *International Journal of Financial Studies*, 3(3), 393-410. doi: 10.3390/ijfs3030393
- Kabuga, N. A. (2018). Budget deficits and stock market performance in selected African countries: A dynamic panel estimation approach, *UMYUK Journal of Economics and Development*, 1(1), 65-77.
- Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname. (1984, 18 Haziran). Resmi Gazete (Sayı: 18435 Mük.). Erişim adresi: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/4.5.233.pdf>

- Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu. (2003, 24 Aralık). *Resmi Gazete* (Sayı: 25326). Erişim adresi: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5018.pdf>
- Karagöz, K. (2007). Türkiye’de dış borçlanmanın nedenleri ekonometrik bir değerlendirme. *Sayıştay Dergisi*, (66-67), 99-110.
- Karakaş, E. (1989, Mayıs). Ricardocu denklik teoremi üzerine. *Devlet Borçları içinde*. V. Türkiye Maliye Eğitimi Sempozyumu, Aydın.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi* (4. Baskı). Ankara: Gazi Yayınevi
- Kazgan, H. (1995). *Tarih boyunca İstanbul borsası*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- Kennon, J. (2019). What is the NASDAQ?. Retrieved from: <https://www.thebalance.com/what-is-the-nasdaq-356343>
- Kepenek Y. ve Yentürk N. (2007). *Türkiye ekonomisi* (19. Baskı), İstanbul: Remzi Kitabevi
- Kesbiç C. Y., Baldemir E. ve Bakımlı E. (2005). Bütçe açıkları ile parasal büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki: Türkiye için bir model denemesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19(1), 81-98.
- Khan, M. K., Teng, J. Z., Parvaiz, J. ve Chaudhary, S. K. (2017). Nexuses between economic factors and stock returns in China. *International Journal of Economics and Finance*, 9(9), 182-191. doi: 10.5539/ijef.v9n9p182
- Köse, M. (2001). Osmanlıda borsa ve Galata bankerlerinin Devletin mali yapısındaki yeri. *A. Ü. Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi*, 8(18), 229-251.
- Laopodis, N. T. (2012). Dynamic linkages among budget deficits, interest rates and the stock market, *Fiscal Studies*, 33(4), 547-570.
- Maliye Bakanlığı, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü. (2004). *Ulusal ve uluslararası çalışmalar ışığında Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu*. Ankara: Maliye Bakanlığı, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü
- Mankiw, N. G. (2009). *Macroeconomics*, New York: Worth Publishers
- Muhasebat Genel Müdürlüğü. 01.22, 2020 tarihinde. Merkezi Yönetim Bütçe İstatistikleri. Erişim Adresi: <https://muhasebat.hmb.gov.tr/merkezi-yonetim-butce-istatistikleri>
- National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq). (t.y.). A History Anchored in Innovation. Retrieved from: <https://www.nasdaq.com/about>

- New York Stock Exchange. 11.12, 2019 tarihinde. American stock exchange historical timeline. Retrieved from: https://www.nyse.com/publicdocs/American_Stock_Exchange_Historical_Timeline.pdf
- Omağ, A. (2009). Türkiye’de 1991-2006 döneminde makro ekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi*, 8(32), 283-288. Erişim adresi: <https://avesis.marmara.edu.tr>
- Önder, İ., Kirmanoğlu, H. ve Kartallı, Y. (1995). *Kamu açıkları ve kamu borçları*. Ankara: Türk Harb-İş Sendikası
- Özalp, T. (1991). *Yatırımcının borsa danışmanı (I. Baskı)*. Ankara
- Özçam, M. (1997). *An analysis of the macroeconomic factors that determine stock returns in Turkey*. Ankara: Capital Markets Board of Turkey
- Özelleştirme İdaresi Başkanlığı. 12.23, 2019 tarihinde. Özelleştirme uygulama gelirleri. Erişim Adresi: <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/sites/6/2019/11/fongelirgiderekim.pdf>
- Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun. (1994, 27 Kasım). *Resmi Gazete* (Sayı:22124). Erişim adresi: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4046.pdf>
- Özen, A. (2002). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bütçe açığının gelişimi. *Maliye Dergisi*, (141), 21-41.
- Özer, A., Kaya, A. ve Özer, N. (2011). Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenlerin etkileşimi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 163-182. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr>
- Öztürk, B. (2008). *Makroekonomik faktörlerin istanbul menkul kıymetler borsası ulusal-100 endeksi ve volatilitesi üzerindeki etkilerinin incelenmesi (1997-2006)*. (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul).
- Parlaktuna, İ. ve Şimşek, S. (2007). Bütçe finansman kaynaklarının belirlenmesi ve ekonomi üzerindeki etkileri: Türkiye uygulaması (1989-2005). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(2), 43-67.
- Pekmezci, A. ve Karayel, K. (2018). Finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin BIST 100 üzerinden ARDL analizi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 16(4), 428-443. <http://dx.doi.org/10.11611/yead.484284>
- Quayes, S. (2010). Does budget deficit lower equity prices in USA?, *Economic Letters*, 107(2), 155-157. Doi: 10.1016/j.econlet.2010.01.011
- Roley, V. V. ve Schall, L. D. (1988). Federal Deficits and the Stock Market, *Economic Review*, 73, 17-27. Erişim adresi: <http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/ECONREV/EconRevArchive/1988/2q88role.pdf>

- Rowley, C.K., Shughart II, W.F. ve Tollison, R.D. (Ed.) (2002). *The economics of budget deficits (Volume I)*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing
- Sadeghzadeh, K. ve Elmas, B. (2018). Makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkilerinin BIST’de araştırılması. *MUFAD Journal*, (80), 205-230.
- Safdar, L. (2014). The relationship between twin deficit and stock market: An ARDL approach from Pakistan. *EuroEconomica*, 1(33), 91-102.
- Saleem, F., Yasir, M., Shehzad, F., Ahmed, K. ve Sehrish, S. (2012). Budget Deficit and Stock Prices: Evidence from Pakistan and India. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(5), 176-185.
- Sevütekin, M. (2017). *Ekonometrik zaman serileri analizi*. Bursa: Dora Basın
- Seyrek İ. (2006). Finansal istikrarsızlık ve dış borç örneği. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6(12), 203-227.
- Shangai Stock Exchange. 11.15, 2019 tarihinde. History and development. Retrieved from: <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>
- Standart and Poor’s. (2011). The federal deficit: Its impact on investment performance. Market Alert
- Stoian, A., Iorgulescu, F. (2019). Fiscal policy and stock market efficiency: An ARDL bounds testing approach. *Economic Modelling*, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.12.023>
- Şen, H. ve Sağbaş, İ. (2004). *Bütçe açıkları teori ve Türkiye uygulaması*. Ankara: Seçkin Yayıncılık
- Tandırıcıoğlu, H. (2000), Türkiye’de dış borç sorunu, dış borçların sürdürülebilirliği ve dış borçların sınırlandırılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(2), 1-17.
- Tekeli, E. (1957). Türkiye’de ilk bütçe. *Maliye Enstitüsü Konferansları*, (3), 207-211. Erişim adresi: <https://arastirmax.com>
- Tekeli, R. (2007). Bütçe açıklarının hisse senedi fiyatlarına etkisi: Türkiye örneği, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler MYO Dergisi*, 10(1-2), 215-230.
- Thorbecke, W. (2002). Budget deficits, inflation risk, and asset prices, *Journal of International Money and Finance*, 21(4), 539-553. doi:10.1016/S0261-5606(02)00007-4
- Tiryaki, H. N. ve Tiryaki, A. (2018). Determinants of Turkish stock returns under the impact of economic policy uncertainty. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (22), 147-162. doi: 10.18092/ulikidince.424369

- Tunçay, E. (2019). *Borsada ilk halka arzların performanslarının değerlendirilmesi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara).
- Turan. Z. (2018). 1980 sonrası ülkemiz ekonomisinde yaşanan krizlerin iktisadi yapıya etkisi. *Fiscaoeconomia*, 2(2), 158-171. doi: 10.25295/fsecon.2018.02.009
- Turhan, İ., (1996). *Kamu kesimi açıklarının reel makroekonomik sonuçları ve Türkiye’de bankacılık kesimi üzerinde etkileri*. (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul)
- Tursoy, T. (2019). The interaction between stock prices and interest rates in Turkey: empirical evidence from ARDL bounds test cointegration. *Financial Innovation*, 5(7), 1-12. Doi: 10.1186/s40854-019-0124-6
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu. (1970, 26 Ocak). Resmi Gazete (Sayı: 13409). Erişim adresi: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.1211.pdf>
- Yereli, A. B. ve Egeli H. (1993). Türk bütçe sisteminde konsolide bütçe gelirlerindeki gelişmelerin ekonomik açıdan değerlendirilmesi, *Maliye Yazıları*, (41), 64-81.
- Yılmaz, Ö., Güngör, B. ve Kaya, V. (2006). Hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik. *İMKB Dergisi*, 9(34), 2-16.
- Yörük, N. (2000). *Finansal varlık fiyatlama modelleri ve arbitraj fiyatlama modelinin İMKB’de test edilmesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası