

DELİM

119-150

60-107

TÜRKİYE'DE 1989-1993 DÖNEMİNDE
İMKB İNDEKSİ, PARA ARZI VE DİĞER
MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Uğur YILDIZ

Eskişehir - 1994

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DE 1989-1993 DÖNEMİNDE
İMKB İNDEKSİ, PARA ARZI VE DİĞER
MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN İNCELENMESİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Danışman: Prof. Dr. Ergül HAN

Uğur YILDIZ

ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Eskişehir-1994

ÖZET

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1985 yılından itibaren Türk ekonomisinde gittikçe çoğalan bir önemle anılmaya başlanmış ve ekonomi politikalarında gözardı edilemeyecek bir faktör olarak yer almıştır. Ancak gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarıyla karşılaştırıldığında bulunduğu yere çok kısa bir zamanda ulaşmıştır. Böylesine hızlı büyüyen bir borsa, tabidir ki birçok problemi ve yapısal eksiklikleri beraberinde getirmektedir.

Dolayısıyla, borsa performansının göstergesi olan İMKB indeksinin, ekonomik analizinin yapılarak, etkileşim içinde bulunduğu makro ekonomik faktörlerin saptanması önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, başta Para Azı olmak üzere faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kurlarının, ekonometrik çerçevede, İMKB indeksi ile ilişkisi incelenmiştir.

Sonuç olarak, incelenen dönemde özellikle döviz kurlarının İMKB indeksi ile ilişkisi olduğu saptanmıştır. Çalışmamızın asıl konusu olan Para Arzının ise, İMKB indeksi ile anlamlı bir ilişkiye, incelenen dönemde, rastlanmamıştır.

SUMMARY

İstanbul Stock and Bonds Exchange which is getting more rising importance had started to mention in Turkish economy since 1985 and it is placed as a factor which not be able to consider in economy policy. Bu it is reached the place where it is in a short time when it is compared with developed countries stock markets. Exchange which is growing like this, it is normal that has been bringing many problems and structural deficiencies together.

Consequently, İstanbul Stock and Bonds Exchange's index which indicates the performance of exchange, doing economic analyze, has been carrying importance to ascertain of macro economic factors which are in influence.

In this study, It is examined the relation with İstanbul Stock and Bonds Exchange's index in econometric frame firstly current offer, interest rate, inflation rate, and foreign exchange rate.

As a result, the term in study it is fixed that there was a relation especially foreign exchanges rate with İstanbul Stock and Bonds exchange. Our study's main subject current offer is not coincided with İstanbul Stock and Bonds exchange's index relation in sence.

İÇİNDEKİLER

| | <u>Sayfa No</u> |
|---------------------------------|-----------------|
| TABLolar DİZİNİ | VI |
| ŞEKİLLER DİZİNİ | VII |
| SEMBOLLERİN TANIMI | VIII |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

PIYASA KAVRAMI, ÇEŞİTLERİ VE ÖZELLİKLERİ

| | |
|--|---|
| 1. PİYASA KAVRAMI | 3 |
| 2. MALİ PİYASA ÇEŞİTLERİ VE ÖZELLİKLERİ | 3 |
| 2.1. Para Piyasası | 4 |
| 2.2. Sermaye Piyasası | 4 |
| 2.3. Para ve Sermaye Piyasası Ayrımı | 5 |
| 3. YATIRIM AMAÇLARI VE ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI | 8 |
| 3.1. Yatırım Amaçları | 8 |
| 3.2. Alternatif Yatırım Araçları | 9 |

İKİNCİ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI İNDEKSİNİN İNCELENMESİ VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEME VE ANALİZİ

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. BORSA KAVRAMI VE İŞLEVLERİ | 11 |
| 1.1. Borsa Kavramı | 11 |

| | |
|---|----|
| 1.2. Menkul Kıymetler Borsası Kavramı | 12 |
| 1.3. Borsanın İşlevleri | 12 |
| 2. BORSALARIN DOĞUŞU VE GELİŞMESİ | 14 |
| 2.1. Dünyada Menkul Kıymetler Borsasının Doğuşu Ve Gelişmesi | 14 |
| 2.2. Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Doğuşu Ve Gelişimi..... | 16 |
| 2.2.1. Osmanlı Dönemi | 16 |
| 2.2.2. Cumhuriyet Dönemi (1985 Yılına Kadar) | 18 |
| 2.2.3. İMKB Dönemi | 19 |
| 3. MENKUL KIYMETLERDE PİYASA FİYATININ OLUŞUMU .. | 22 |
| 3.1. Menkul Kıymetlere Olan Arz ve Talebi Etkileyen Faktörler | 24 |
| 3.2 Toplam Arz ve Talep | 28 |
| 3.3. İlkkez Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı | 30 |
| 4 BORSALARDA FİYAT İNDEKSİ | 35 |
| 4.1. Hisse Senedi Fiyat Endeksleri | 36 |
| 4.2 İMKB Endeksleri, Formülü ve Hesaplama Örneği | 36 |
| 4.3 Endekslerin Sürekliliğinin Sağlanması | 43 |
| 4.4 İMKB Endekslerinde Yapılan Önemli Değişiklikler | 44 |
| 4.5 Önemli Borsa Endekslerinden Bazısı | 46 |
| 5. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME VE ANALİZİ | 47 |
| 5.1. Hisse Senedi Kavramı | 47 |
| 5.2. Hisse Senedi Çeşitleri | 48 |
| 5.2.1. Hukuki Niteliklerine Göre Hisse Senedi Çeşitleri | 48 |
| 5.2.2. Piyasadaki Niteliklerine Göre Hisse Senedi Çeşitleri | 49 |

| | |
|--|-----|
| 5.3. Hisse Senedinde Risk ve Getiri | 50 |
| 5.4. Risk ve Getirinin Ölçülmesi | 51 |
| 5.4.1. Kârpayı Getirisi | 52 |
| 5.4.2. Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Getirisi | 52 |
| 5.4.3. Elde Tutma Dönemi Getirisi | 53 |
| 5.5. Hisse Senedi Değerleme | 56 |
| 5.5.1 Gordon Modeli | 57 |
| 5.5.2 Solomon Modeli | 60 |
| 5.5.3 Miller-Modigliani Modeli | 61 |
| 5.5.4. Üç Aşamalı Büyüme Modeli | 61 |
| 5.6. Hisse Senedi Analizi | 63 |
| 5.6.1. Temel Analiz | 63 |
| 5.6.1.1. Ekonomik Analiz | 64 |
| 5.6.1.2. Sektör Analizi | 64. |
| 5.6.1.3. Şirket Analizi | 65 |
| 5.6.2. Teknik Analiz | 66 |
| 5.6.3. Rassal Yürüyüş Teorisi | 67 |
| 6. HİSSE SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLER | 69 |
| 6.1. Döviz Kuru | 69 |
| 6.2. Altının Fiyatı | 70 |
| 6.3. Kamu Menkul Kıymetlerinde Beklenen Reel Faiz | 70 |
| 6.4. Mevduatta Beklenen Reel Faiz | 70 |
| 6.5. İnterbank Faiz Oranı | 71 |
| 6.6. Enflasyon Oranı | 71 |
| 6.7. Para Arzı | 72 |
| 6.8. Siyasal Konjonktürde ve Yasal Düzenlemelerdeki Değişiklikler | 72 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA ARZI ANALİZİ

| | |
|--|-----|
| 1. PARA KAVRAMI | 73 |
| 2. PARA ARZININ EKONOMİYE ETKİLERİ | 80 |
| 2.1. Faiz Oranları - Yatırımlar Üzerindeki Etkileri | 81 |
| 2.2. Fiyatlar Üzerindeki Etkileri | 86 |
| 2.3. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri | 88 |
| 3. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI | 90 |
| 3.1. 1923-1930 Dönemi | 90 |
| 3.2 1930-1938 Dönemi | 91 |
| 3.3. 1939-1950 Dönemi | 92 |
| 3.4. 1950-1958 Dönemi | 93 |
| 3.5. 1960-1970 Dönemi | 94 |
| 3.6. 1970-1980 Dönemi | 95 |
| 3.8. 1990 Yılı Parasal Programı | 99 |
| 3.9. 1992 Yılı Para Programı | 101 |
| 4. PARA ARZINI ARTIRAN FAKTÖRLER | 104 |
| 4.1. Para Arzını Artıran Faktörler | 104 |
| 4.2. Genel Olarak Türkiye'de Para Arzını Artıran Faktörler | 105 |
| 4.2.1 1970'li Yılların İlk Yarısı | 105 |
| 4.2.2. 1970'lerin İkinci Yarısı | 106 |
| 4.2.3. 1980'li Yıllar | 107 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE 1989-1993 DÖNEMİNDE İMKB İNDEKSİ, PARA ARZI VE DİĞER MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

| | |
|---|-----|
| 1. MODELDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER | 110 |
| 1.1 Bağımlı Değişken | 110 |
| 1.2 Bağımsız Değişkenler | 110 |
| 1.2.1 Para Arzı | 111 |
| 1.2.2 Enflasyon Oranı | 111 |
| 1.2.3 Ağırlıklı Mevduat Faiz Oranları | 111 |
| 1.2.4 Döviz Kurları | 111 |
| 2 SONUÇ | 119 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR | 121 |

TABLOLAR DİZİNİ

| | | |
|----------|--|-----|
| Tablo:1 | Mali Sistem Şeması | 7 |
| Tablo:2 | Türkiye’de Yatırım Araçlarının Dağılımı | 10 |
| Tablo:3 | İlkkez Halka Arz Olunan Hisse Senetlerinin Getiri Durumları | 32 |
| Tablo:4 | Birikimli Getiriler-Piyasa Getirileri Korelasyon Matrisi | 34 |
| Tablo5 | TC. Merkez Bankası’nın Toplam Varlık ve İç Yükümlülükleri | 75 |
| Tablo:6 | 1923-1953 Döneminde Fiyatlar, Para Arzı ve GSMH.. | 91 |
| Tablo:7 | 1933-1953 Döneminde Faiz Oranları | 92 |
| Tablo:8 | Temel Parasal Göstergeler | 99 |
| Tablo:9 | Analizde Yer Alan Değişkenlere İlişkin Veriler | 112 |
| Tablo:10 | Para Arzı İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 113 |
| Tablo:11 | Döviz Kurları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 115 |
| Tablo:12 | Faiz Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 115 |
| Tablo:13 | Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 116 |
| Tablo:14 | Faiz Oranları, Döviz Kurları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 116 |
| Tablo:15 | Döviz Kurları, Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 117 |
| Tablo:16 | Emisyon, Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları | 117 |
| Tablo:17 | Bağımsız Değişkenler İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları (L) | 118 |
| Tablo:18 | Bağımsız Değişkenler İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları (D) | 118 |

ŞEKİLLER DİZİNİ

| | | |
|---------|---|----|
| Şekil:1 | İş Konularına Göre Borsa Çeşitleri | 11 |
| Şekil:2 | Piyasa Alış Siparişi | 23 |
| Şekil:3 | Fiyat Limiti Alış Siparişi | 24 |
| Şekil:4 | Toplam Talepteki Değişmenin Talep Eğrisi Üzerindeki Etkisi | 26 |
| Şekil:5 | Toplam Piyasa Talep Eğrisi | 27 |
| Şekil:6 | Toplam Piyasa Arz Eğrisi | 27 |
| Şekil:7 | Şirketin Yatırım Olanakları Eğrisi | 59 |
| Şekil:8 | Üç Aşamalı Büyüme Modeli | 62 |
| Şekil:9 | Emisyon'a Gidilmesinin Ekonomik Etkileri | 82 |

SEMBOLLERİN TANIMI

| | | |
|----------------|---|------------------------------------|
| B ρ | : | Dış Denge Eğrisi |
| DİBS | : | Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| E | : | Getiri Oranı |
| g | : | Büyüme Oranı |
| GSMH | : | Gayri Safii Milli Hasıla |
| H | : | Parasal Taban |
| I | : | Yatırım |
| İMKB | : | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KSBG | : | Kamu Sektörü Borçlanma Gereksinimi |
| k | : | İskonto Oranı |
| M | : | Para arzı |
| KOİ | : | Kamu Ortaklığı İdaresi |
| MB | : | Merkez Bankası |
| P | : | Enflasyon Oranı |
| R _n | : | Faiz Oranı |
| VDMK | : | Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler |
| t | : | Zaman |
| X _n | : | Bağımsız Değişken |
| Y _n | : | Bağımlı Değişken |
| Y | : | Reel Milli Gelir |

GİRİŞ

Bir ülkenin gelişmişliği çeşitli kriterlerle ölçülür. Bu gelişmişlik ölçütlerinden en önemlilerinden birisinin de sermaye piyasaları için, tasarruf-gelir oranı verir. Başka bir deyişle elde edilen gelirin ne kadarlık kısmının tasarrufa yöneldiğidir.

Az gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında yeterince gelişmemiştir. Bunun en önemli nedeni sermaye yatırımcı-kavramı bilincinin yerleşmemiş olmasıdır. Bu yüzden az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasına akacak fonlar atıl stoklar halinde, altın döviz gibi araçlara yönelmektedir. Yani, gömüleme olgusu tasarruf bilincinin yerini almıştır. Sermaye piyasasının gelişmemesi sebebiyle, işletmeler fon ihtiyacını mali piyasanın büyük bölümünü teşkil eden para piyasasından sağlamak zorunda kalmaktadır.

Son yıllarda bunun önemini anlayan az gelişmiş ülkeler gerek kanuni düzenlemelerle, gerek çeşitli teşviklere gidilmesiyle sermaye piyasaları hızla önem kazanmaya ve büyümeye başlamıştır. Türkiye’de ise, 1985 yılında faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası henüz istenilen konuma ulaşamamıştır. Alınan çeşitli önlemlerle küçük tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesini sağlamak yanında, İstanbul uluslararası bir finans merkezi haline getirilmeye çalışılmaktadır.

Bu çalışmadaki amacım, yeterince bilinmeyen ve tabana yayılmaya çalışılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nı tanıtılabilmek, yapılan işlemleri anlatmak, bir hisse senedi fiyatının nasıl belirlendiği, nelerden etkilendiği gibi konulara değinerek sermaye piyasasının tanıtımını sağlamaktır.

Ayrıca borsa bileşik endeksini etkileyen etmenlerin neler olabileceği ekonometrik bir model çerçevesinde analiz edilmiştir. Böylece, ülkede

uygulanacak makro ekonomik politika araçlarının kullanımda etkinliğin sağlanmasına yardımcı olabilecek bulguların elde edilmesine çalışılmıştır. Bu model çerçevesinde bağımsız değişkenlerin (Para Arzı, Enflasyon Oranı, Döviz Kuru, Faiz Oranı) ne ölçüde bağımlı değişkeni (İMKB endeksi) etkilediğini de incelenen 5 yıllık (1989-1993) bir dönem çerçevesinde irdelemektir.

Birinci bölümde, piyasa kavramı üzerinde durulmaktadır. Sermaye piyasası ve para piyasası arasındaki fark belirtilmektedir.

İkinci bölümde ise, ekonometrik modelin bağımlı değişkeni olan İMKB endeksi ele alınmış İMKB endeksinin nasıl hesaplandığı üzerinde durulmuştur. Ayrıca hisse senedi fiyatının belirlenmesi ve hisse senedi analizi ileri sürülen modeller çerçevesinde ana noktalarıyla belirtilmeye çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, bağımsız değişkenlerden biri olan para arzı ayrıca ele alınmıştır. İlk önce para arzı tanımı verilmiş, daha sonra, para arzındaki değişmelerin ekonomide hangi dengelerde değişmelere yol açabileceği ve ne ölçüde etkili olabileceği anlatılmaya çalışılmıştır.

Dördüncü ve son bölümde ise, başta para arzı olmak üzere diğer bağımsız değişkenlerin, bir model çerçevesinde, bağımlı değişken olan İMKB indeksini ne ölçüde etkilediği belirtilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASA KAVRAMI, ÇEŞİTLERİ VE ÖZELLİKLERİ

1. PİYASA KAVRAMI

Piyasa genel olarak, alıcı ve satıcıların bir araya geldiği ve karşılıklı iletişim içinde olduğu ve mubadelenin yapıldığı bir yer olarak ifade edilir. Piyasa kavramı genellikle teorik ve mekandan soyutlanmış bir kavramdır. Piyasa kavramı somut olarak düşünülürse, daha çok borsa olarak tanımlanabilir. Borsa hangi türde olursa olsun arz ve talebin karşılaştığı bir mekandır. Piyasa kavramı içinde üç unsur vardır. Alıcı satıcı ve alım satım konu olan şeydir. Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ise ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa buna iç piyasa (domestic market), işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da milletler arası piyasa (international market) denir.¹

Her ekonomide alım satım konusu olan şeyin niteliğine göre piyasalar, gerçek piyasalar ve mali piyasalar olarak ikiye ayrılır.

Ekonomide fon fazlası olan tasarruf sahipleriyle, fon ihtiyacı içindeki ekonomik birimler arasındaki fon alışverişini bütünüyle kapsayan piyasalara finansal piyasa (Mali piyasa) adı verilmektedir.²

Çok değişik piyasa türleri olmakla birlikte konumuz açısından sadece mali piyasalar ve bunun alt bölümlerini inceleyeceğiz.

2. MALİ PİYASALARIN ÇEŞİTLERİ VE ÖZELLİKLERİ

Mali piyasalar (finansal piyasa) gerek özel, gerekse kamu kesiminin işletme ve yatırım için gerekli mali kaynak ihtiyaçlarının karşılandığı piyasalardır. Bu piyasalarda gerçek piyasalardaki işlemlerin parasal

¹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İMKB yayınları, 1.Şubat 1993, s.1.

² Atilla GÖNENLİ, İşletmelerde Finansal Yönetim, Servet Matbaası, İstanbul,1976, s.410.

piyasalardır. Bu piyasalarda gerçek piyasalardaki işlemlerin parasal yönü alım-satım konusu yapılır.

Finansal piyasalar vadelerine göre kendi içlerinde para piyasası ve sermaye piyasası gibi alt bölümlere ayrılabilir.

2.1. Para Piyasası

Para piyasası, kısa vadeli kredi işlemlerini içerir. Karşılıklı kişisel anlaşmalar yoktur ve işlemler standart şekillere bağlanmıştır. Örneğin senet iskontosunda olduğu gibi, para piyasasındaki işlemlerde risk yok denecek kadar azdır.

Para piyasasının kaynaklarını, tasarruf sahiplerinin birikimlerini ve bankalardaki mevduat (vadeli, vadesiz tasarruf mevduatı gibi) oluştururken araçlarını kambiyo senetleri ve ticari senetler oluşturur.³

2.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, fon ihtiyacı içindeki ekonomik birimlere borç ve öz kaynak gibi uzun vadeli fonlar sağlar. Alınıp satılan araçlar hisse senedi, tahvil, hazine bonosu ve bunların türevleri olan uzun vadeli menkul kıymetlerdir.

Başka tanımla belirtirsek, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebin karşı karşıya geldiği piyasaya, sermaye piyasası adı verilir. Tasarruf sahiplerinin piyasaya arz ettikleri fonlar bu piyasadaki sermaye talep edenlere, borsada cereyan eden işlemler sonucu intikal ederler. Yaygın ve etkili bir sermaye piyasası, şahısların tüketim eğilimlerini azaltır ve tasarruf eğilimini arttırarak ekonomide gereksinim duyulan sermayenin birikmesine sebep olur.⁴

³ Selahattin TUNCER, Türkiyede Sermaye Piyasası, İstanbul, 1985, s.9.

⁴ Servet EYÜPGİLLER, Banka ve Mali Kuruluşlar, Yargı yayınları, 1988, s. 73.

Sermaye piyasaları yapılan işin niteliğine göre, birincil ve ikincil sermaye piyasaları olarak belirtilebilir. Yeni ihraç piyasaları olan birincil piyasalarda, fon talep edenler gereksinim duydukları fonları sağlamak için fon arz edenlere, kuruluş sırasında ihraç ettikleri finansal araçları satışa sunarlar. Öte yandan daha önce herhangi bir kuruluşun ihraç ettiği menkul kıymetleri alarak elinde bulunduran tasarruf sahibi, bu menkul kıymetleri elinden çıkarmak isteyebilir ve bu durumda menkul kıymetlerin ikinci defa el değiştirmesi söz konusudur. İşte bu tür işlemlerin yapıldığı piyasalara ikincil piyasalar denir. örgütlenmiş finansal piyasaların binaları, üyeleri, yasaları, kuralları ve yönetenleri vardır. örgütlenmiş finansal piyasalar, menkul kıymet borsaları adını almaktadır.⁵

2.3. Para ve Sermaye Piyasası Ayrımı

Uygulamada para ve sermaye piyasalarını birbirinden kesin çizgilerle ayırabilmek öyle kolay birşey değildir. Bugün finansal kurumların çoğu iki piyasada birden faaliyette bulunmaktadır. Buna örnek olarak; para piyasasının en önemli kurumu olan "ticari bankaların" sermaye piyasasından önemli fonksiyonlar üstlenmesi gösterilebilir.⁶

Kısaca ayrılan yönleri, para piyasasına geçici nitelikteki nakit sıkıntısının giderilmesi için başvurulurken sermaye piyasasına sabit yatırımların finansmanında başvurulur.

Fon alışverişinde kullanılan araçlar, para piyasasında kıymetli evrak niteliğindeki ticari senetler, sermaye piyasasında ise uzun vadeli menkul kıymetlerdir.

Para piyasasında kısa vadeli fon alışverişi olduğundan risk ve

⁵ Ümüt GÜCENME, Türkiyede Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, TBB, Ankara, 1994, s. 8.

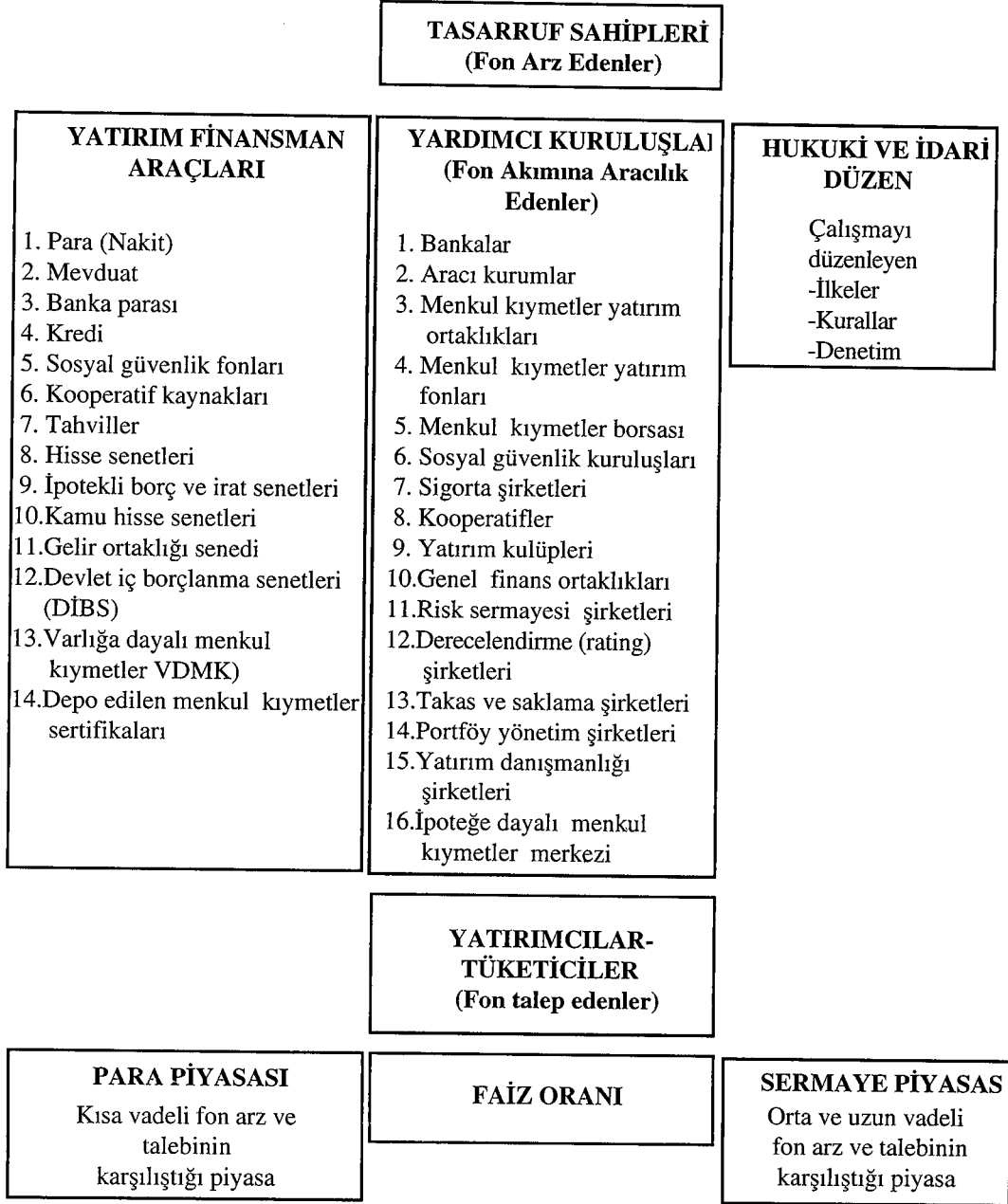
⁶ Mehmet BOLAK, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, 1991, s. 7.

dolayısıyla faiz haddi düşüktür. Sermaye piyasasında ise risk ve faiz haddi yüksektir.

Öte yandan para ve sermaye piyasaları arasında yoğun bir etkileşim mevcuttur.

Para ve sermaye piyasasını içinde barındıran mali sistem şemasını aşağıdaki Tablo:1' de göremekteyiz. Burada iki kesim söz konusudur. Bir yanda tasarruf sahipleri diğer yanda ise yatırımcılar-tüketiciler kesimi yer almaktadır. Tasarruf sahipleri fon arz eden durumundadır. 16 madde olarak yazılan yardımcı kuruluşlar aracılığıyla yatırım finans araçlarına yönelirler. Bunu hukuki ve idari ilkeler, kurallar ve denetim gözetiminde yaparlar. Fon talep edenler ise bu fonları para piyasasından ve / veya sermaye piyasasından faiz mekanizmasıyla alırlar.

MALİ SİSTEM ŞEMASI



Tablo:1 Mali Sistem Şeması⁷

⁷ İMKB yayınları, s.2.

3. YATIRIM AMAÇLARI VE ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI

3.1. Yatırım Amaçları

Yatırım amaçlarını belirleyen ana etkenleri iki ana başlık altında inceleyebiliriz. Kişisel etkenler, finansal etkenler. Kişisel etkenler bir kişinin yatırım amacını belirleyen en önemli etken yaşı ve sağlık durumudur. Sağlığı pek iyi olmayan ve üstelik yaşlı bir tasarruf sahibi elindeki parayı nakit halinde tutmak isteyebilir. Elindeki hazır satın alma gücünü tehlikeye atmamak için gelir ve güveni elindeki parada artışa yeğ tutabilir. Öte yandan genç bir tasarruf sahibi elinde nakit bulundurma yerine satın alma gücünü korumayı ve elindeki parada artışı isteyebilir. Yani birinci tasarruf sahibi, kendisine gelir getirecek aynı zamanda riski az menkul kıymetleri seçecek, ikinci tasarruf sahibi ise yatırdığı parayı koruyacak ve yatırdığı parada artış sağlayacak menkul kıymetleri arayacaktır.

Okul çağında çocukları olan bir tasarruf sahibi çocuklarının okul giderleri için ayıracağı parayı hisse senedine yatırma yerine nakit halinde tutmak veya istediği anda paraya çevirebileceği pazarlanabilir menkul kıymetlerden satın almak ister. Tahvil satın almaya karar verirse bunların vadelerinin paraya ihtiyaç duyacağı zamana denk gelmesine dikkat eder.

Kişilerin yatırım amaçlarını belirleyen üçüncü kişisel etken ticari ve finansal konulardaki bilgisi ve araştırma için ayırabileceği zamandır. Bir hekim kendi işinden vakit ayırarak menkul kıymetleri çıkaran şirketlerin bilanço ve gelir raporlarını inceleyerek onları değerlemeye çalışamaz. Çünkü daha önce raporlardaki rakamların rakamların anlamlarını öğrenmesi, daha sonra raporlar arasında karşılaştırmalar yapması gerekecektir. Bir iş adamı bile kendi işletmesinin sorunları ile ilgilenirken menkul kıymetini alacağı şirkete ilişkin araştırmaya zaman

ayıramaz.

Buna göre araştırma yapacak zamanı ve yeterli bilgisi olan tasarruf sahipleri daha atılgan davranabilir. Kendi mesleklerinde uzmanlaşmış, yatırıma ayıracağı parası bir danışmana danışmayı gerektirmeyecek kadar az olan yatırımcılar tutucu olabilirler. Fonları daha çok olan yatırımcı ise yatırım danışmanına gerek duyabilir.

Borsadaki olağan, önemsiz dalgalanmalar bile bazı kişiler için endişe kaynağı olabilir. Bu tasarruf sahipleri kendilerini huzur içinde, endişelerden uzak tutacak, fiyat oynamaları göstermeyen menkul kıymetleri yeğ tutarlar.⁸

3.2. Alternatif Yatırım Araçları

Bilindiği gibi tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını alırken kullandıkları iki kriter vardır; Bunlardan bir tanesi getiri diğeri de risktir. Yatırımcılar sahip oldukları tasarruflarıyla mümkün olan en yüksek getiriye, en düşük risk ile ulaşmak isterler. Son on yılda yatırım araçları çeşitliliği artmıştır. Bunlar arasında tasarruf mevduatları, hazine bono ve tahvilleri, döviz, hisse senetleri ve son yıllarda önemi azalmasına rağmen altın başta gelmektedir.

Ülkemizde, yatırım araçları arasında bugün en büyük paya banka mevduatları sahiptir. 1992 yılı sonu rakamlarıyla yapılan karşılaştırmalarda da bu olgu açıkça görülmektedir. Tablo:2' de görüldüğü gibi ilk sırada banka mevduatları, sonra % 23.8 payla devlet iç borçlanma senetleri, üçüncü sırada da % 10.5 ile hisse senedi yer alır.

⁸ Semih BÜKER, Hisse Senetlerinin Değerleme Yöntemleri, Eskişehir İTİA yayını, no: 156/98, 1976, Eskişehir, s. 4.

Tasarruf Araçları

| | Tutar (milyar TL) | % olarak pay |
|--|----------------------|--------------|
| 1. TL mevduat | 172.509 | 37.0 |
| - vadesiz | 57290 | 12.3 |
| - 1 ay vadeli | 13.681 | 2.9 |
| - 3 ay vadeli | 60.598 | 13.0 |
| - 6 ay vadeli | 21.833 | 4.7 |
| - 1 yıl vadeli | 18.893 | 4.1 |
| - 1 yıldan uzun | 210 | 0.0 |
| 2. Döviz mevduatları | 106.492 | 22.8 |
| 3. Özel Finans Kurumları | 6.131 | 1.3 |
| 4. Varlığa Dayalı Melkul Kıymet (VDMK) | 9.110 | 2.0 |
| 5. Özel Sektör Tahvili | 1.705 | 0.4 |
| 6. Döviz Endeksli Gelir Ortaklığı Senedi | 5.505 | 1.2 |
| 7. Hisse Senedi | 49.139 | 10.5 |
| 8. Finansman Bonoları | 756 | 0.1 |
| 9. Banka Bonoları | 852 | 0.2 |
| 10. Menkul Kıymet Yatırım Fonları | 3.048 | 0.7 |
| 11. Devlet İç Borçlanma Senetleri | 110.820 | 23.8 |
| 12. A. Hazine Bonoları | 42.247 | 9.1 |
| 3 ay vadeli | 28.798 | 6.2 |
| 6 ay vadeli | 8.212 | 1.8 |
| 9 ay vadeli | 5.238 | 1.1 |
| B. Devlet Tahvili | 68.753 | 14.7 |
| 1 yıl vadeli | 28.680 | 6.2 |
| Diğer | 40.073 | 8.6 |
| | 466.067 | 100.0 |

Tablo:2 Türkiye' de Yatırım Araçlarının Dağılımı⁹

⁹ Güneş, Burak SALTOĞLU, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Sorunları ve Gelişmesi İçin Öneriler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1993-23, İSTANBUL, 1993, s.24.

İKİNCİ BÖLÜM

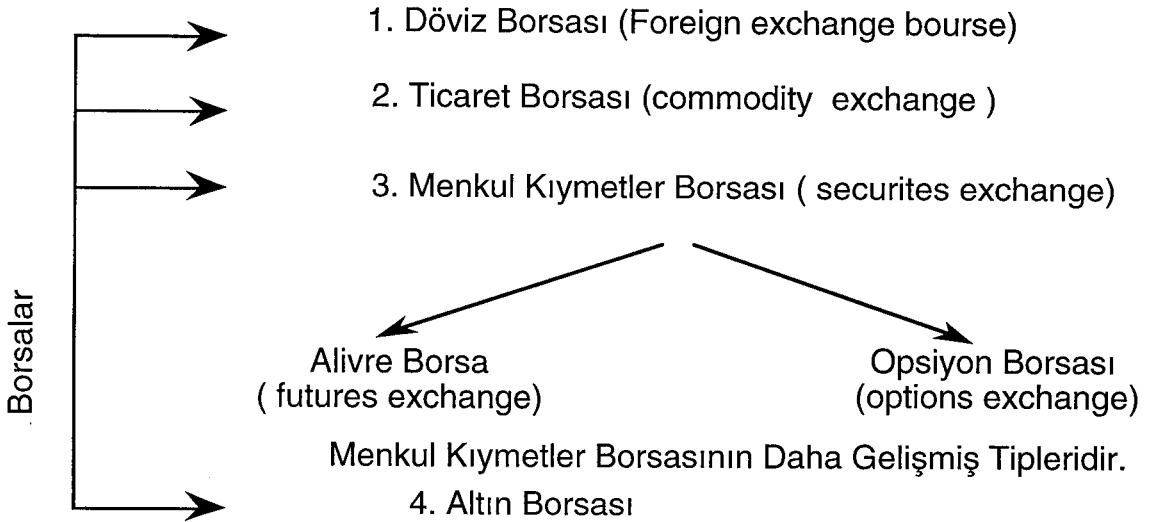
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI İNDEKSİNİN İNCELENMESİ VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEME VE ANALİZİ

1. BORSA KAVRAMI VE İŞLEVLERİ

1.1. Borsa Kavramı

Genel olarak borsa kavramından, alıcı ve satıcının veya onların vekillerinin, emtiâ veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde alım-satım yapmak amacı ile biraraya geldikleri belirli sürelerde, belirli yerlerde kurulan, belli kurullarla çalışan organize edilmiş merkezi pazarlar anlaşılmaktadır.¹⁰

Borsalar genel olarak iş konularına göre adlandırılmaktadır.



Şekil:1 İş Konularına Göre Borsa Çeşitleri

¹⁰ Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, 3. Baskı, İstanbul, 1989, s. 152.

1.2. Menkul Kıymetler Borsası Kavramı

Bu çalışmada menkul kıymetler borsası konu edinilecektir. Şimdi menkul kıymetler borsasının tamamına geçebiliriz. Hisse senedi, tahvil ve benzeri menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı borsalara Menkul Kıymetler Borsaları denir.¹¹ Başka bir tanıma göre Sermaye piyasasının temel kavramlarından birisi olan menkul kıymetler borsaları belirli kurallara göre kote ettirilmiş menkul kıymetlerin alım satım işlemlerinin yapıldığı kapalı pazar yerleridir.

Borsada alım ve satım işlemleri yasa ve tüzüklerle düzenlenmiştir. Menkul kıymetler borsaları birincil piyasaya arz edilen menkul değerlerin arzını kolaylaştıran ikincil piyasalardır. Birincil piyasada ihraç edilen menkul değerleri satın alanlar, bunları gerektiği zaman elden çıkarma zorunluluğu karşısında kaldıkları takdirde, borsalar bunları elden çıkarma imkanı sağlar.

Borsalar bütün dünyada sosyal ve ekonomik gelişmelerin hatta sosyal adaletin göstergesi olagelmıştır. Bir ülkede düzenli işleyen bir borsanın varlığı öncelikle özel teşebbüs yoluyla sanayileşmenin, sonra şirketleşmenin ve nihayet halka açılmanın yani sanayi mülkiyetinin tabana yayılmasının ölçüsüdür. Öte yandan menkul kıymetler borsası sermaye piyasasının bir kurumu olup, gelişmeside sermaye piyasasının gelişmesine bağlıdır.¹²

1.3. Borsanın İşlevleri

Piyasa ekonomilerinin temel kavramlarından biri olan borsaların ekonomiye sağladığı birçok faydalar vardır. Kısaca şunlardır.

¹¹ Kemal DOĞANCALI, Menkul Kıymetler Alım Satımı ve Borsa, İMKB yayınları, Haziran 1993 s.1.

¹² Mehmet BOLAK, s. 33.

Borsalar tasarruf sahiplerinin ellerindeki menkul kıymetleri kolayca paraya çevirdikleri yerlerdir. Bu açıdan menkul kıymetleri kolayca paraya çeviremeyeceğini düşünürlerse veya uygulamada aksaklıklar çıkarsa borsaya olan ilgide azalır.

Tasarruf sahiplerinin, altın, döviz, gayrimenkul gibi alanlara yatırım yapmak yerine, tasarruflarını menkul kıymetlere yöneltmeleri sınai mülkiyetin daha geniş halk kitlelerine yayılmasını ve işçi memur gibi küçük tasarruf sahiplerinin de oluşan sınai karlardan pay almalarını sağlayacak gelir dağılımının düzenlenmesinde katkıda bulunacaktır. Gerçi bu işlev gelişmiş bir sermaye piyasasının ülke ekonomisi üzerindeki etkilerindedir.

Borsalar ekonomide barometre vazifesi görmektedir. Hisse senetleri borsada kayıtlı ve alınıp satılan işletmeler, borsada oluşan fiyatların yayınlanmasıyla bükreli bir sınav ve yarışma içine girmiş olurlar. Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsada değer kazanması yada kaybetmesi o şirketin başarısının ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Borsa bu işlevi doğrudan yapabileceği gibi, şirketler arasında mukayeseli olarak da yapar. Bir şirketin durumunda hiç bir değişiklik olmasa, hatta belli bir ölçüde iyiye gidiş bile olsa benzer yapı ve sektördeki şirketlerin durumunda daha büyük gelişmeler varsa, söz konusu şirketin menkul kıymetleri borsada değer kaybedebilir.

Borsalar makro ekonomi açısından da barometre görevi yaparlar. Enflasyonun para arzındaki, gayri-safi milli hasıladaki, yatırım tasarruf oranlarındaki, döviz fiyatlarındaki değişmelerin, siyasi istikrarsızlıkların ekonomi üzerindeki etkilerinin eniyi izlenebildiği yerlerden biri borsadır. Zaten para arzı ile menkul kıymetler borsası arasındaki ilişkide bu açıdan önemlidir.

Ayrıca borsalar sermayeye hareketlik kazandırmak ve sanayide yapısal değişikliği kolaylaştırma işleride görürler. Başarılı şirketlerin

menkul kıymetlerine olan talep arttıkça fiyatlarında yükselir ve söz konusu şirketlerin sermaye temin etmeleri kolaylaşır. Bir anlamda tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonlar, en verimli şirketlere doğru yönelmiş olur.

Kısaca borsaların buna benzer birçok işlevi vardır. Burada önemli olan borsaların gelişmiş yada yarı gelişmişlik durumlarıdır. Bunun sonuçlarına göre de borsalar işlevlerini yapabilirler.

Son otuz yıldır uluslararası ekonomik gelişmeler sermayeyi giderek kıtlaştırmış ve pahalılaştırmıştır. Bir yandan uluslararası konjöntür, bir yandan enflasyonu önlemek için uygulanan talep yönlü politikalar faiz düzeylerini yükselterek sermaye piyasalarının önemini artırmıştır. Şirketler ucuz finansman sağlamak amacıyla hisse senedi ihracının çok yararlı bir araç olduğunu kavramışlardır.¹³

2. BORSALARIN DOĞUŞU VE GELİŞMESİ

2.1. Dünyada Menkul Kıymetler Borsasının Doğuşu ve Gelişmesi

Borsaların doğuşu eski devirlerde kurulan pazar ve panayırlardır. Zamanla bu pazar ve panayırlarda hertürlü kıymetli maden, ticari mallar ve ticari senetler alınıp satılmaya başlanmıştır. Bu da yetmemiş pazarlar devamlılık kazanmış, sonra belli kapalı mahallerde yerleşmiş ve nihayet ticaretin gelişmesiyle ihtisaslaşma kazanmıştır. Emtia borsaları yanında para, altın ve ticari evrak borsaları kurulmuştur.

Menkul kıymet borsaları asıl karakterlerini 19. yüzyılda yatırım alanı arayan kapitalin çoğalması, anonim şirketlerin büyümesi, deniz

¹³ Hurşit GÜNEŞ, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Sorunları ve Gelişmesi İçin Önlemler, İstanbul Ticaret Odası, yayın No: 1993-23, s. 1.

aşırı yatırımların ve deniz ticaretinin gelişmesi sonucunda kazanmışlardır.

Borsaların gelişmeside demokrasinin, sanayinin gelişmesi gibi sancısız olmamıştır. Dünya borsacılık tarihi krizlerle doludur. En büyük krizler ise en büyük borsalarda yaşanmış, dalga dalga başka ülkeleri, başka piyasalarda etkisi altına almıştır.¹⁴

Bu krizlerden en önemlileri 1929 Dünya Bunalımı ve 1987 yılının Ekim ayının 29' unda (Kara Pazartesi) kendini gösteren ve Amerikan piyasalarının yanısıra Tokyo, Hong Kong, Londra, Frankfurt, Paris gibi borsalarında büyük ölçüde etkileyen olaylardır.

Bu gibi bunalımlarda 1000 den fazla banka iflas etmiş, temel malların fiyatlarında büyük düşmeler meydana gelmiştir. 1929 borsa bunalımının genel ekonomik bunalım nedenimi yoksa habercisimi olduğu konusundaki tartışmalar hâlâ sürmekte ve kesin bir görüş birliği sağlanamamaktadır. Daha yaygın olan görüş borsa buhranının bir uyarı sistemi olmaktan başka bir şey olmadığı şeklindedir.

Dünya borsalarını gelişmişlik derecelerine göre şu gruplara ayırmak mümkündür;

- Süper Borsalar: New York Borsası (New York Stock Exchange - NYSE), Tokyo Borsası (Tokyo Stock Exchange - TSE) Londra Borsası (London International Stock Exchange - LISE)
- Büyük Borsalar: Amerikan Borsası (Amerikan Stock Exchange - AMEX), Chicago Borsası (Midwest Stock Exchange), Pasifik Borsası (Pasifik Stock Exchange), Hong Kong Borsası, Paris Borsası, Milano Borsası, Frankfurt Borsası, Amsterdam Borsası gibi borsalardır.
- Ortaçapta Borsalar: ABD' de 7' si aktif toplam 14 borsa bulunmaktadır. Avrupa' da Düsseldorf, Berlin, Hamburg,

¹⁴ Muharrem KARSLI, s.162.

Münih, Madrid, Barselona, Bürüksel, Lizbon, Kopenhag, Stockholm borsaları, Uzakdoğu' da Seul, Taiwan, Singapur Sydney, Melbourne, Bombay, Karachi, Latin amerika ve Kanda' da Rio de Janerio, Montreal

- Küçük Borsalar: Dünya' da irili ufaklı 65 kadar faal borsa bulunmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu grupta yer almasına karşın aralık 1991 rakaları itibarıyla istanbul Borsası' nın Avrupa Topluluğu üyesi ülkelerin borsalarından bir kat daha canlı olduğu ifade edilmektedir.

- Bölgesel Borsalar: Birçok ülkede yalnız mali şirketleri içine alan bölgesel borsalar sistemi vardır.¹⁵

2.2. Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Doğuşu ve Gelişimi

Türkiye' de borsa gelişimi üç dönem halinde ele alınabilir. Osmanlı dönemi, Cumhuriyet devrinde 1985 yılına kadar süren "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" dönemi, üçüncü olarak İMKB dönemi. Birbirinden çok farklı karakter arz eden bu üç dönemin farklı olaylara, gelişmelere, organizasyon ve reform hareketlerine yol açtığı söylenebilir.

2.2.1. Osmanlı Dönemi

Osmanlı dönemine baktığımızda, Osmanlı devletine borç veren batılı mali kurumların ve bir bakıma onların Türkiyedeki uzantılarını teşkil eden Galat Bankerlerini görmekteyiz. Osmanlı Borsası' nın amacı, devletin borçlanma senetlerinin, Avrupa borsalarındaki piyasasına karşı içeride de bir piyasa oluşturarak değerlenmelerini

¹⁵ Ümit GÜCENME, s. 35.

sağlamaktır. Bu amaca bir dereceye kadar hizmet etmiş olsa bile hiç bir zaman Osmanlı ekonomisiyle bütünleşememiş, tasarruf sahiplerine güven telkin etmediği için tasarrufları mobilize edememiş sonuç olarak ekonominin finansmanına ciddi bir destek sağlayamamıştır.¹⁶

Osmanlı İmparatorluğu'nda menkul kıymet ticareti niteliği taşıyan işlemler ilk olarak Tanzimattan sonra görülmeye başlamıştır. 1854 Kırım Harbi dolayısıyla yapılan borçlanmalara ait tahvillerin yaygın şekilde el değiştirmesi borsa faaliyetlerine zemin hazırlamıştır. ilk olarak Galata bankerleri 1864' de bir dernek kurmuşlar, önce Havyar Han' da sonra Komisyon Han' da faaliyet göstermişlerdir. alacaklı yabancı devletlerin teşviki sonucu 1866 karanamesiyle İstanbul' daki ilk resmi borsa Fransız borsa sistemine yakın "Dersaadet Tahsilat Borsası" açılmış, borsanın denetimi için Maliye Nezaretince bir komiser tayin edilmiş ve 20 kişilik bir yönetim komitesi oluşturulmuştur. Borsada faaliyet gösterenler mübayaacılar (dealers), simsarlar (brokers), coberler (dobbers) diye gruplara ayrılıyordu.

1895' lerde işhacmi itibariyle Avrupa' nın sayılı borsaları arasına gelen Osmanlı Borsası, daha sonra görülen hileli borsa oyunları, Mahmut Nedim Paşa döneminde bazı devlet tahvillerinin kupon bedellerinin yarı yarıya tenzili, altın Şirketi olayı gibi skandallar yüzünden borsanın itibarı sarsılmış ve borsa bir ara 4 ay süre ile kapatılmıştır. 1906' da yeni bir nizamname ile borsaya çeki düzen verilmiş ve ismi Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiştir. Ayrıca yabancıların borsaya üye olmasını önleyen hükümler getirilmiştir.

Balkan Savaşı ile I. Dünya Savaşı' nın bitmesi ve İmparatorluğun yıkılmasıyla, sanayileşmiş ve gelişmiş bölgelerin dışarıda kalması,

¹⁶ Azmi FERTEKLİGİL, Türkiye' de Borsanın Tarihçesi, İMKB yayınları, No: 3, Mart 1993 s.X.

azınlıkların mübadeleye tabi tutulması, levantenlerin göçü ve tüm ülkenin harap olması gibi sebeplerle Osmanlı Borsası ömrünü tamamlamış ve tarihe karışmıştır.

2.2.2. Cumhuriyet Dönemi (1985 Yılına Kadar)

Cumhuriyet döneminde ise, 1929 yılında bir kanunla "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" adı altında yeniden yapılanan borsa kuruluş tarihinin dünya ekonomik krize rastlaması, ekonominin cılızlığı, daha sonra sahneye konan devlet içi politikaların olumsuz etkileri nedeniyle böyle bir kurumdan beklenen işleri yerine getirememiş, mevzuattan kaynaklanan noksanlıkların giderilmesi için gerekli siyasi ilgiyi de göremediğinden, dönemin sonuna doğru hizmet imkanlarını kaybederek tam bir alalete düşmüştür. Bununla birlikte, Türkiye' de Osmanlı döneminden gelen borsa geleneğini 1985' e kadar sürdürerek İMKB' ye ulaştırmada bir çeşit köprü hizmeti görmüştür. Bu bağlamda yeni borsanın ilk yıllarında, üyelerin önemli bir kısmını gerçek kişi veya kurum görevlisi olarak, eski borsa çevresinden gelen elemanların teşkil ettiğini kaydetmekte yarar vardır.¹⁷

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra olumlu gelişmeler ve sağlanan kredilerle 1950' li yıllarda hızlı bir sanayileşme dönemi görülmüştür. Ülkemizde 1950' li yıllarda artan özel teşebbüs finansman ihtiyacı ve büyük kamu yatırımlarının yapılması gereği, ülkemizde örgütlenmiş bir sermaye piyasasının önemini daha da arttırmışsa da 1929 çıkartılan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, Maliye Bakanlığı' nın ilgisizliği ve dünya borsalarındaki gelişmeleri takip etmemesi ile yetersiz kalmıştır.

1960' lı yıllardan itibaren ülkemizde sermaye piyasası kurulması ve

¹⁷ Muharrem KARSLI, s. 217.

bununla ilgili kanunun çıkartılması için çalışmalara başlanmıştır. Devlet Planlama Teşkilatı, Odalar Birliği ve Kalkınma Bankası tarafından hazırlanan sermaye piyasası ile ilgili çalışmalar 1964 yılına kadar meclise tasarı halinde sunulmuştur. Ancak bu tasarı 1973 yılına kadar mecliste görüşülememiştir. 1970' li yıllarda kabul edilen 1911 sayılı T.C.Merkez Bankası Kanunu sermaye piyasamızın canlanmasında önemli rol oynamıştır.

1980 ve 1981 yıllarında ülkemizde mali piyasamızı sarsan bankerlik olayı ve 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar programı ile uygulamaya başlanılan, 31 Temmuz 1981 tarihinde 2499 sayılı kanun resmi gazetede yayınlanmış ve 1 Şubat 1982 yılında uygulamaya konan Sermaye Piyasası Kanunu, ülkemizdeki boşluğu büyük ölçüde doldurmuştur.

Ekonomik ve mali politikalar, küçük tasarrufları ekonomiye kanalize edecek ve ekonomiyi büyük ölçüde finanse edecek güçlü bir sermaye piyasasının kurulmasını gerçekleştirmiştir. Bu sebeble 1 Şubat 1982' de yürürlüğe giren 2499 sayılı kanun 1992 yılına kadar uygulanmıştır.¹⁸

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1981 yılında yürürlüğe giren 2499 Sermaye Piyasası Kanunu ile başlatılan ve "tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak, halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını amaçlayan çalışmaların sonucu 6 ekim 1983 tarihli ve 91 sayılı kanun hükmünde kararname ile konulmuştur.

2.2.3. İMKB Dönemi

İMKB diyebileceğimiz dönem henüz zaman boyutu kısa olmasına rağmen, kuruluşunda gözetilen temel ilkeler, organizasyon tarzı,

¹⁸ Mehmet CİVAN, Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, TBB, Ankara, 1994, s.22.

aracılık rejimi, faaliyet düzeyi, işlem yoğunluğu ve ekonominin finansmanındaki rolünün etkinliği açısından şimdiden, önceki dönemleri geride bırakan bir ağırlık kazanmış ve ekonomik ve mali sistemin ayrılmaz bir parçası haline gelmiş bulunmaktadır.

Bu dönemde, bir yandan mevzuat ve kadrolaşma sorunları çözümüyle uğraşırken, öte yandan da yerleşecek bir bina bulma meselesiyle karşılaşmıştır. Borsa 26 Aralık 1985 tarihinde açılmış ve resmi gazetede ilan edilmiştir.

91 sayılı KHK, Genel Yönetmelik ve İMKB yönetmeliği ile İMBK'nın yasal düzeni esas itibariyle meydana çıkmış ve İMKB, bu karar ve yönetmeliklerin getirdiği hükümler çerçevesinde faaliyete başlamış bulunuyordu.

Zamanla düzenlemeler üzerinde, yeni ihtiyaçlara göre veya onları daha yeterli, sistemli kılmak için değişikliklerde yapılmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde 17 Haziran 1991 tarihinden itibaren faaliyete geçen bir menkul kıymetler (tahvil) piyasası kurulmuştur. Böylece tahvil alım-satımlarında, ikinci el piyasa işlemlerinin hergün ve belirli bir düzen içinde gerçekleştiği bir borsaya kavuşulmuş olmaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatında yapılan son değişiklikler sonucunda repo ve ters repo işlemleri (geri alım vaadiyle satış ve geri satım vaadiyle alım) düzenlenerek serbest bırakılmıştır.

Bu gelişmeler doğrultusunda Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde ayrı bir repo ve ters repo pazarı 17 Şubat 1993 tarihinden itibaren oluşturulmuştur. İşlemlerin niteliğinden kaynaklanan birkaç teknik husus dışında bu pazarda yapılan işlemler tahvil piyasasında yapılan işlemlerle aynı esaslar çerçevesinde gerçekleşmektedir.

Ayrıca borsamız, 15 Eylül 1992 tarihinden itibaren merkezi Zürih' te bulunan ISMA Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasası Birliği' ne üye

olarak girmiş bulunmaktadır.¹⁹

23.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun yürürlüğe girerek 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı kanunun yerini aldığını belirtmiştik. 3794 sayılı kanun ana hatlarıyla şu değişiklikler getirmiştir.

A. GETİRİLEN YENİ KURUMLAR

- Takas ve satınalma ortaklıkları
- Sermaye piyasası araçlarını derecelendirme ortaklıkları
- Yatırım danışmanlığı ortaklıkları
- Portföy yönetim ortaklıkları
- Genel finans ortaklıkları
- Risk sermayesi fonu ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları
- Gayrimenkul yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezi

B. YENİ ARAÇLAR

- Oydan yoksun hisse senetleri
- Depo edilen hisse senedi sertifikası
- Varlığa dayalı menkul kıymetler
- Vadeli işlem sözleşmeleri

C. YENİ BORSALAR VE PİYASALAR

- Altın ve kıymetli madenler borsası
- Vadeli işlemler borsası
- Borsalar dışında teşkilatlanmış diğer borsalar

D. PİYASADA ETKİNLİĞİ ARTIRICI YENİ DÜZENLEMELER

¹⁹ Kemal DOĞANCALI, s. 20.

- Sermaye piyasasında fon toplayıcılar kapsamının geliştirilmesi
- Sermaye piyasası araçlarını çeşitlendirilmesi
- Yatırım fonu kurulmaya yetkili olanların kapsamının genişletilmesi
- Sermaye piyasasının faaliyetlerinin ve kurumlarının çeşitlendirilmesi
- Sermaye piyasasında kurum bazında düzenlemelerden faaliyet bazında düzenlemeye geçilmesi
- Kredili menkul kıymet işlemlerinin düzenlenmesi
- Açığa satış işlemlerinin düzenlenmesi
- Sermaye piyasası araçlarının kaydadeğer haleni getirilmesi
- Menkul kıymetlerin geri satın alma ve satma taahhüdüyle alım-satım işlemlerinin düzenlenmesi
- izin sisteminden kayıt sistemine geçilmesi
- Portföy işletmeciliğinin düzenlenmesi
- Geçici ilmuhaberinin kaldırılması
- Hisse senedi teslim süresinin kısaltılması
- Sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımından artan payların primli satılması.²⁰

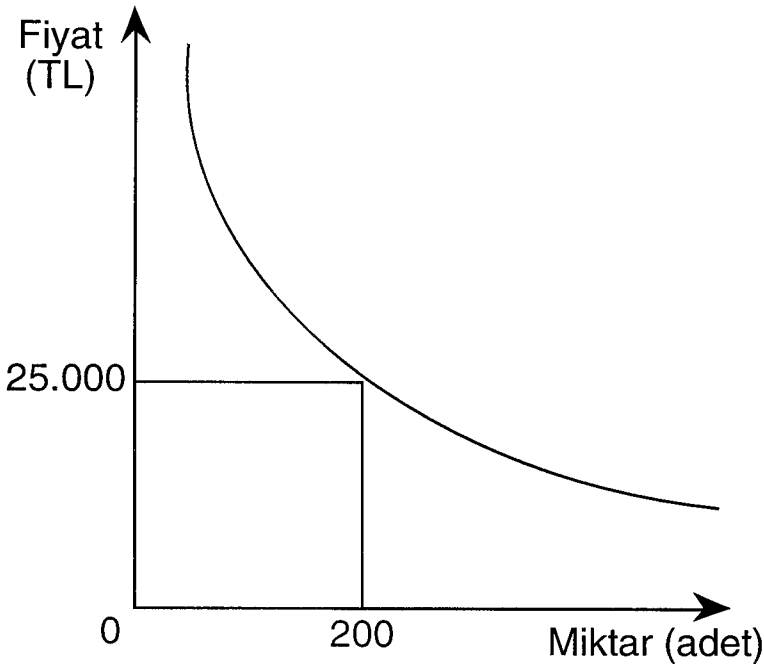
3. MENKUL KIYMETLERDE PİYASA FİYATININ OLUŞUMU

Bir menkul kıymetin piyasa fiyatını belirleyen temel faktör, ona olan arz ve taleptir. Ancak analizimize geçmeden önce, menkul kıymetlere olan arz ve talebin onların piyasa fiyatlarının belirlenmesinde nasıl bir rol oynadığına değinmekte yarar var.

Müşterilerden aldıkları alış ve satış siparişleri üzerine, sermaye piyasası fiyatını yapmaya yetkili aracı kuruluşların temsilcileri belli

²⁰ 3794 sayılı kanun; Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Nisan 1992, s. 1-3.

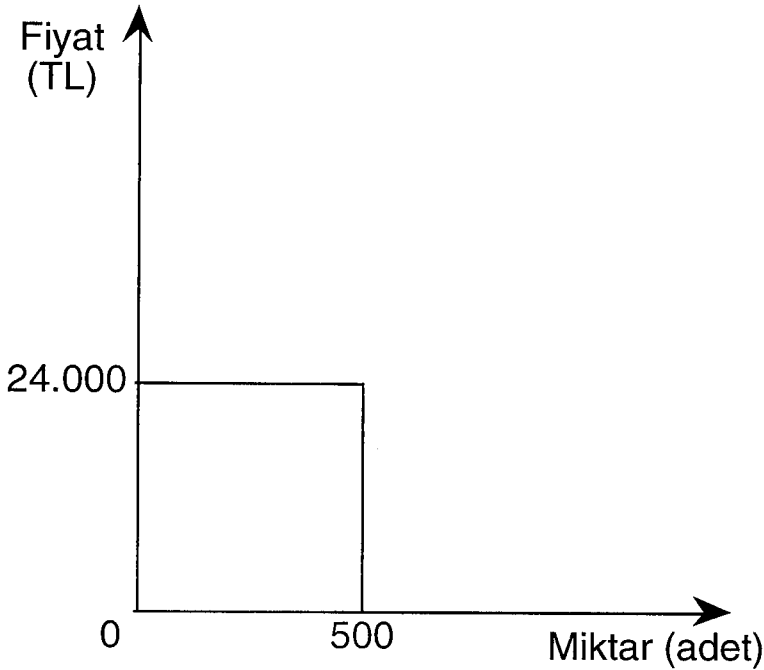
zamlarda bu siparişleri yerine getirmek için Menkul Kıymetler Borsasının özel olarak düzenlenmiş bir yerinde toplanır ve burada temsilciler, borsanın yetkili elemanının gözetimi altında müşterilerin siparişlerini yerine getirmek amacıyla söz konusu menkul kıymetler için karşılıklı tekliflerde bulunurlar. Aracı kurumların müşterilerinden aldıkları siparişler çok farklı niteliklerde olabilir. Örneğin, bunlardan bir kısmı belli bir hisse senedinin, diyelim belli bir sayıdaki payını, mümkün olan en düşük fiyattan satın almasını, bir diğeri ise aynı hisse senedinin belli sayıdaki paylarını mümkün olan en yüksek fiyattan satmasını, temsilcisi aracılığı ile istemiş olabilir. Bu şekilde mümkün olan en düşük/yüksek satın alma/satma yolunda verilmiş siparişlerle piyasa siparişi denilmektedir. Aşağıdaki şekilde böyle bir piyasa siparişi şematik olarak gösterilmektedir. Örnekte yatırımcı A'nın "X" firmasının 200 hissesinin mümkün olan en düşük fiyattan satın almasına ilişkin siparişi temsil edilmektedir. Siparişin yerine getirilmesi anında söz konusu hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına 25000 lira olduğu varsayılmıştır.



Şekil:2 Piyasa Alış Siparişi

Şekil:2' de görüldüğü üzere, bu örnekte yatırımcı a' nın "X" firması hisse senetlerine olan talebi, hisse senedinin fiyatının temsil edildiği dikey eksene paralel bir doğru olarak gösterilmektedir. Yatay ekseninde temsil edilen talep miktarı, hisse senedinin piyasa fiyatına ne olursa olsun 200 hisse ile sınırlandırılmıştır. Doğal olarak yatırımcının siparişini belli sayıda hisse ile sınırlandırmış olması, söz konusu hisse senedinin piyasa fiyatı hakkında genel bir bilgiye sahip olduğu ve bu fiyatın pek değişmeyeceği kanatine dayanmaktadır.

Yatırımcı örneğin B miktar sınırlaması yerine fiyat sınırlaması koyabilir o zaman eğri köşeli olur. Piyasa fiyatı 25000, 24000' e düştüğü takdirde 500 adet hisse senedi alır.(şekil:3)



Şekil:3 Fiyat Limiti Alış Siparişi

3.1. Menkul Kıymetlere Olan Arz ve Talebi Etkileyen Faktörler

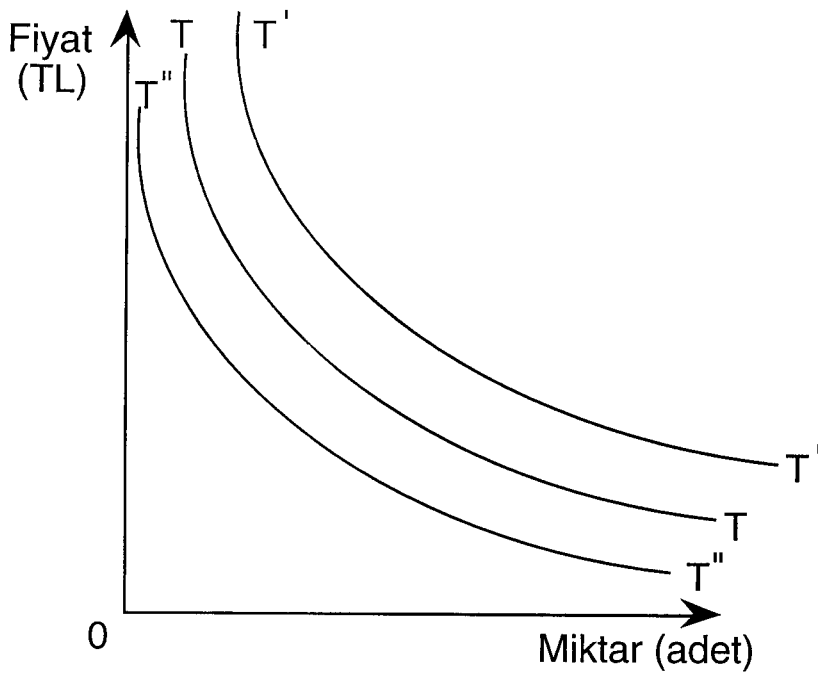
Menkul kıymetlere olan arz ve talebi etkileyen faktörlerin analizi, yatırımcıların menkul kıymetleri elde bulundurma nedenlerinin

analizini gerektirir. Bu iki kavram arasındaki ilişki son derece açıktır. Bir yatırımcının belli bir fiyat seviyesinde elinde bulundurmaya arzuladığı miktar arasındaki fark, yatırımcının elinde bulundurduğu miktar, elinde bulundurmaya arzuladığı miktardan fazla ise, bu fazlalık onun söz konusu menkul kıymet ile ilgili satış isteğini oluşturur ki, buna söz konusu yatırımcının menkul kıymete olan arz miktarı diyoruz. Aynı şekilde şayet yatırımcının elinde, bulundurduğu menkul kıymet miktarı onun elinde bulundurmaya arzuladığı miktardan daha az ise aradaki bu fark yatırımcının alış isteğini oluşturur ki, buna da menkul kıymete olan talep miktarı diyoruz. Burada söz edilen arz ve talebin, talebin yatırımcının kişisel arz ve talebini ifade ettiğini belirtmekte yarar var.

Şekilde bir yatırımcının farklı fiyat seviyelerinde, belil bir menkul kıymetten elinde bulundurmak istediği miktarlar şematik olarak gösterilmektedir. Şekilde TT eğrisi yatırımcının eğrisini temsil etmektedir. Yukarıda belirtildiği üzere, bir yatırımcının belirli bir fiyat seviyesinde elinde bulundurduğu menkul kıymet miktarı ile elinde bulundurmaya arzuladığı miktar arasındaki negatif fark yatırımcının o fiyat seviyesinde menkul kıymete olan talebini oluşturduğuna göre, şekildeki TT eğrisi aynı zamanda farklı fiyat seviyelerinde yatırımcının elinde bulundurmak istediği menkul kıymet miktarını temsil etmektedir. Eğrinin şeklinden de anlaşılacağı üzere menkul kıymetin fiyatı düşük seviyelerde iken, yatırımcı daha fazla menkul kıymeti elinde bulundurmakla buna karşılık fiyat seviyesi yükseldikçe bu miktar azalmaktadır.

Yatırımcının menkul kıymetin geleceği ile beklentisi, şekil:4' deki TT talep eğrisinin pozisyonunu belirleyen en önemli etkidir. Şayet yatırımcı menkul kıymetin gelecekte çok iyi bir performans

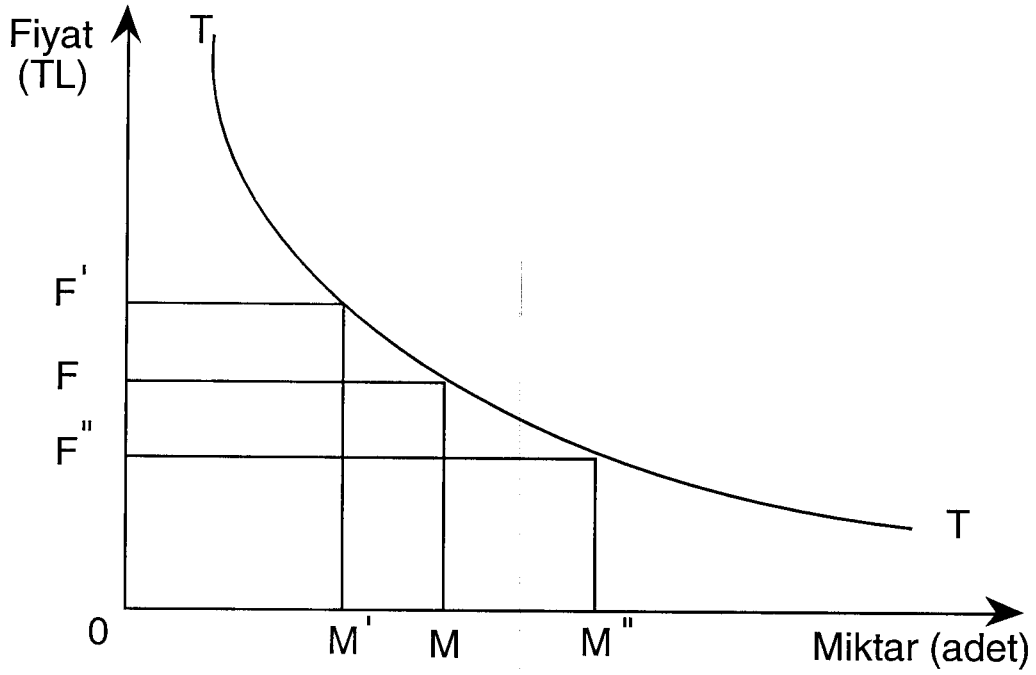
göstereceğinin tahmin etmekte ise, her fiyat düzeyinde menkul kıymete olan talebini artıracığından, TT eğrisi sağa doğru kayarak T'T' eğrisi haline gelir. Buna karşılık yatırımcı açısından menkul kıymetin veya onu ihraç eden firmanın geleceği daha az ümit vermekte ise, her fiyat seviyesinde menkul kıymete olan talebini azaltacağından TT eğrisi sola doğru kayacaktır. Şekil:4' deki T''T'' eğrisi böyle bir durumu temsil etmektedir.



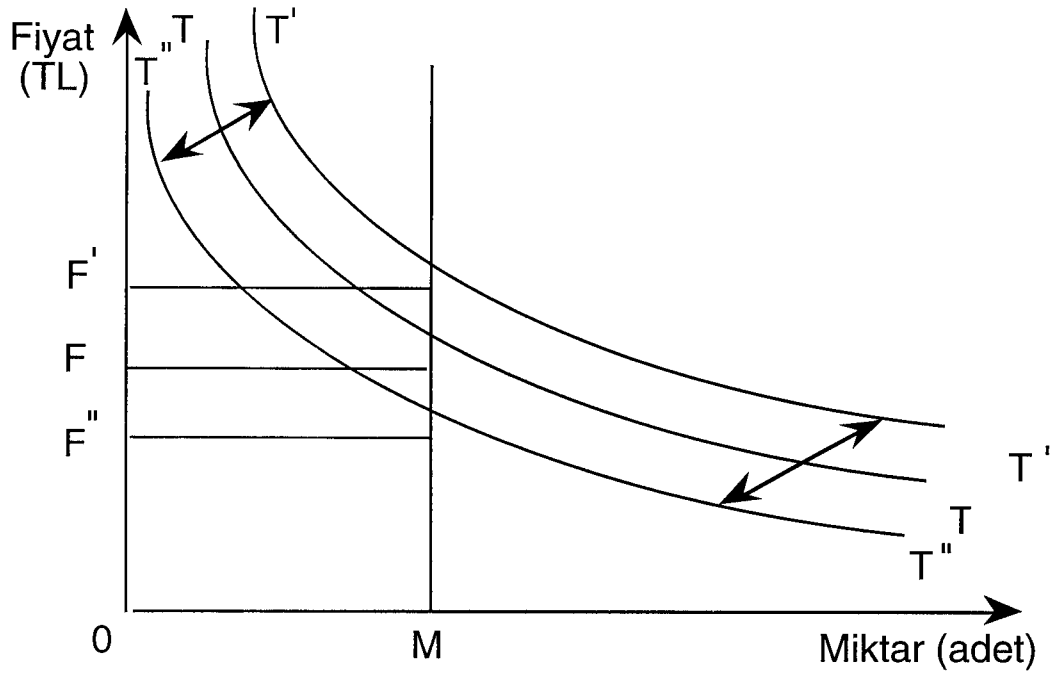
Şekil:4 Toplam Talepteki Değişimin Talep Eğrisi Üzerindeki Etkisi

Bir firmanın geleceği hakkındaki genel kanaat iyimser ise onun menkul kıymetlerine olan talep artarken, arzı azalacağından, menkul kıymetin piyasa fiyatı yükselecektir.

Tersine gelecekteki performansı hakkında genel kanaatin kötümser olduğu bir firmaya ait menkul kıymetlerin piyasa fiyatı göreceli olarak düşecektir.



Şekil:5 Toplam Piyasa Talep Eğrisi



Şekil:6 Toplam Piyasa Arz Eğrisi

Firmanın gelecekteki performansına ilişkin beklenti ile menkul kıymet fiyatları arasındaki bu dolaylı ilişki, birçok yatırımcı tarafından

yanlış değerledirilmektedir. Bu tür yatırımcılar, piyasada meydana gelen her türlü fiyat değişmelerini firmanın geleceği hakkındaki yaygın kanaatin değiştiğinin bir göstergesi olarak algılama eğilimindedirler. Piyasada çok daha farklı nedenlerle meydana gelen fiyat dalgalanmaları bu tür yatırımcıları, firma hakkında yeni bir bilgi edinmemiş ve onun geleceği hakkındaki kanaati değişmemiş bile olsa, birileri birşeyler biliyor olmalı düşüncesiyle fiyat dalgalanmalarına göre hareket etmeye sevkeder. anormal fiyat dalgalanmalarının temelinde, çoğu kere yatırımcıların bu tür yanlış değerlendirmeleri yatar. Bu şekilde ortaya çıkan ve dikkatli bir analize dayanmayan fiyat dalgalanmalarından korunmak amacıyla birçok yatırımcı, aracı kurumlarına verdikleri alış ve satış siparişlerine, özellikle normal fiyat dalgalanmaları dışına taşan fiyatlar için her zaman limitler koyarlar.

3.2 Toplam Arz ve Talep

Yatırımcıların firmanın geleceği hakkındaki kanaatlerinin değişmediğini varsayarak, söz konusu firmanın menkul kıymetlerine olan piyasa talep eğrisini, tek tek yatırımcıların talep eğrilerinden hareket etmek suretiyle elde etmek mümkündür. Yukarıda ki şekil:5' de menkul kıymete olan piyasa talep eğrisi (T) gösterilmektedir. Bu eğri, farklı fiyat seviyelerinde piyasada menkul kıymete olan toplam alış isteğini temsil etmektedir.

Her ne kadar şekil:6' da gösterildiği gibi, piyasa talep eğrisi yatırımcıların bireysel talep eğrisine benzemekte ise de piyasa arz eğrisi için aynı şey söylenemez. Özellikle kısa dönemde piyasadaki toplam menkul kıymet miktarını arttırmak mümkün değildir. Dolayısıyla piyasa arz eğrisi, menkul kıymet fiyatlarının temsil edildiği dikey eksene paralel

bir doğru şekilde olacaktır. Menkul kıymetin piyasa fiyatı ne olursa olsun miktarı arttırılamayacağına göre, talepteki değişimler doğrudan doğruya onun piyasa fiyatına yansiyacaktır. Bu nedenle piyasa fiyatı, menkul kıymete olan talebi dengeleyen bir unsur olarak işlev görür.

Örneğin yukarıdaki şekilde piyasadaki menkul kıymet miktarının M kadar olduğunu varsayarsak, veri talep koşullarında menkul kıymetin piyasa fiyatı F olarak belirlenir. Bunun dışındaki hiçbir hayat seviyesi, menkul kıymetin denge piyasa fiyatı olamaz. Söz gelimi, bir an için menkul kıymetin piyasa fiyatının denge fiyatından (F) yüksek (F') olduğunu varsayalım. Bu fiyat seviyesinde yatırımcıların ellerinde bulundurmak istedikleri menkul kıymet miktarı M' kadardır. Bu miktar piyasada mevcut toplam menkul kıymet miktarından MM' kadar daha düşük olduğundan, bazı yatırımcılar ellerindeki bu fazla menkul kıymetleri satmak isteyecekler ve kısa süre içinde piyasa fiyatı yeniden denge fiyatı seviyesine düşecektir.

Denge fiyatından daha küçük fiyat seviyelerinde ise, piyasada talep fazlası oluşacak, arzuladıkları miktardan daha az menkul kıymete sahip olan yatırımcılar tarafından verilen alış siparişleri, piyasa fiyatını yeniden denge fiyatına ulaşıncaya kadar yukarıya doğru çekecektir.

Firmanın geleceği hakkında piyasadaki genel kanaatin değişmesi halinde, yatırımcıların her fiyat seviyesinde ellerinde bulundurmak istedikleri menkul kıymet miktarları değişeceğinden, talep eğrisi genel kanaatin değişme yönüne bağlı olarak aşağı veya yukarı doğru kayacaktır. Bu durum firma hakkındaki genel kanaatin sabit varsayıldığı yukarıdaki durumdan farklıdır. Şekil:6' da gösterildiği gibi menkul kıymete olan talebin değişmesi piyasa denge fiyatının değişmesine yol açabilir.

Örneğin, yatırımcıların firmanın geleceği hakkındaki genel beklentilerinin olumlu yönde değişmesi halinde piyasa talep eğrisi sağa

doğru kayarak T'T' haline gelecektir. Piyasadaki menkul kıymet miktarı aynı kaldığına göre toplam talepteki bir artışı ifade eden bu değişme nedeniyle menkul kıymetin piyasa fiyatı F den F' ne yükselecektir. Benzer şekilde, firmanın geleceği hakkındaki genel kanaat olumsuz yönde değiştiği takdirde, bütün yatırımcılar her fiyat seviyesinde daha az menkul kıymet talep edeceklerinden piyasa talep eğrisi aşağıya doğru kayacak ve piyasa fiyatı F'' seviyesine düşecektir.

Yatırımcılardan bir kısmı firmanın gelecekteki performansı hakkında daha iyimser tahminlerde bulunurken, bir kısmı daha kötümser hale geldikleri takdirde piyasada genel kanaat değişmeyeceğinden, piyasa talep eğrisinde de herhangi bir değişiklik beklenmez. Daha önce belirtildiği üzere, böyle durumda piyasa işlem hacmi, menkul kıymetlerin iyimser ve kötümser yatırımcılar arasında el değiştirmesi nedeniyle artacak, ancak piyasa fiyatında bir değişiklik söz konusu olmayacaktır.²¹

3.3. İlkkez Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı

Önceki konumuzda menkul kıymetlerin arz ve talebi ve fiyat oluşumu incelendi. Konunun daha iyi anlaşılması için Türkiye örneği ile destekliyerek, halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin fiyat oluşumu ve getiri ilişkisi verilecektir.

Halka arz yoluyla hisse senedi ihracı özel şirketler için yeni bir finansman yöntemidir. Geleneksel olarak şirketler özkaynak yoluyla finansman ihtiyacını kurucu ortakların koydukları sermaye ve dağıtılmayan faaliyet karlarıyla karşılamaktadırlar. Yabancı kaynak olarak ise banka kredileri ve ticari kredi en ağırlıklı finansman yöntemleridir. Dolayısıyla halka hisse senedi arz yoluyla öz kaynak

²¹ Murat UĞUZ, s. 36-40.

temini oldukça yüksek potansiyeli olan bir kaynak niteliğindedir. Ancak bu kaynağın sürekli olabilmesi yeni arz edilen hisselerin yatırımcıya tatminkar bir getiri sağlamasıyla mümkündür. Buda kurumsal olarak, hisse fiyatlarının o şirketin beklenen performansı ve riskine göre belirlenmesiyle gerçekleşir.

Halka arz yoluyla hisse senedi ihracında ilk fiyatlama ve hisse senedinin daha sonra göstereceği performans hem yatırımcılar hemde şirketler açısından hayati öneme sahiptir.

İlkkez halka arz edilen hisselerin performansı ile ilgili olarak ABD piyasalarına yapılan çalışmalar, bu hisselerin genel olarak düşük fiyatlandığı ve dolayısıyla piyasaya çıktıkları ilk gün prim yaptıkları sonucunu vermektedir.

Düşük fiyatlandırma yada ilk gün gözlemlenen yüksek getirin nedenleri farklı biçimde yorumlanmaktadır. Bu konuda üretilen hipotezlerden birincisi yatırım bankalarının aracılık yüklenimini yaptıkları hisseleri satamama riskini yok etmek için düşük fiyatlandırmaya baş vurdukları biçimindedir. Öte yandan ilk ihraçların kısa dönemde prim yapmasını yatırımcıların spekülatif davranışlarıyla açıklamak mümkündür. İlk arzların düşük fiyatlandırmasına ilişkin diğer bir grup hipotez aracı kurumlar, yatırımcılar ve şirketlerin sahip oldukları bilgi kümesinin farklılığına dayanır.

Düşük fiyatlandırmayı açıklamaya yönelik bir görüş Tınıç (1988)'in ileri sürdüğü ve ilk ihraçta böyle fiyatlandırmanın yatırım bankası için bir tür sigorta oluşturduğu ilişkin yaklaşımıdır.

İlk ihraçların 3 yıla kadar olan dönemdeki performansını inceleyen Ritter (1991),²² uzun dönemde bu hisselerin ortalamasının altında getiri

²² RITTER, J.R., (1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance, 46,3-28. Aktaran, Kürşat AYDOĞAN, Julide YILDIRIM, İlkkez Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı, DPT, 3. İktisat Kongresi, 1992, s.11-16.

sağladığını göstermiştir. Türkiye'de ilk ihraçların fiyat performansını ölçen yayınlanmış bir çalışma bildiğimiz kadarıyla mevcut değildir. Ancak Kamu Ortaklığı İdaresi (KOİ) tarafından yapılan halka açılmaları ilgili basında haber ve yorumlarda sık sık raslanmaktadır. Bu tür haber yorumlar genellikle Adana Çimento gibi yoğun ilgi gören ihraçların meydana geldiği dönemde artmakta ve kanımızca, okuyuculara, istemeyerekte olsa, ilk ihraçların genel olarak düşük fiyatlandırıldığı izlenimini vermektedir.

Halka arz edilen hisseleri iki grupta incelenmektedir. İlk grup özel sektör tarafından halka arz edilenleri, ikinci grup ise Kamu Ortaklığı İdaresi (KOİ) tarafından gerçekleştirilen ihraçları içermektedir.

| Tablo Birikimli Anormal Getiriler | 1.Gün | 20.Gün | 100.Gün |
|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Bütün Hisse Senetleri | 0.01205 (1.4472) | -0.00811 (-0.2049) | -0.18391 (-0.6330) |
| Özel sektör tarafından halka arz edilen hisse senetleri | 0.01274 (1.3882) | 0.00412 (0.1153) | -0.1067 (-1.1390) |
| KOİ tarafından halka arz edilen hisse senetleri | 0.0070 (0.4204) | -0.0979 (-0.4058) | 0.3043 (0.9834) |

Tablo:3 İlkkez Halka Arz Olunan Hisse Senetlerinin Getiri Durumları

Tablo da parantez içindeki değerler istatistiklerini göstermektedir.

İlk kez halka arz edilen hisse senetlerinin toplu olarak piyasaya çıkış sonrası performansları tablo:3' de izlenebilir.

İlk yirmi günlük birikimli anormal getiriler incelendiğinde portföyün % 81 lik KOİ tarafından ihraç edilen hisselerin % 9.7 lik değer kaybına uğradığı görülmektedir. Öte yandan, özel sektör tarafından halka arz edilen hisse senetlerinin ilk gün yaptığı % 0.7 lik prim, ilk yirmi gün sonunda değer kaybına dönüşmektedir.

Hisse senetlerinin performansı daha uzun bir dönemde

incelendiğinde yukarıdaki durumun tersine döndüğü görülür. İhractan sonraki ilk 100 günde portföy % 18, özel kesim tarafından halka arz edilen senetler % 10 değer kaybederken KOİ tarafından yapılan ihraçlar % 30 dolayında prim yapmışlardır.

Kamu ve özel kesime ait ilk ihraçlardaki birikimli anormal getirilerin farklı davranışı oldukça dikkat çekicidir. Farklılığı açıklamaya yönelik olarak akla gelen ilk faktör KOİ'nin ihraç sonrasında piyasaya müdahalesidir. Bilindiği gibi KOİ elindeki portföyden alım satım yaparak derinliği fazla olmayan İMKB'de fiyatları etkileyebilmektedir.

Özel kesim ihraçlarında da bazen benzer bir müdahale söz konusu olabilmektedir. Genelde ihracı izleyen ilk birkaç gün süresince gerek likidite sağlamak, gerekse ani fiyat düşüşlerini önlemek amacıyla aracılık yüklenimini üstlenen kurum piyasada alım satım yaparak fiyat oluşumuna müdahalede bulunabilmektedir. İncelenen dönemde bazı ihraçlar kamu oyuna ilan yoluyla belli bir süre için fiyat garantisi vermişler, ancak SPK nin bu tür garantileri yasaklamasıyla enazından açık garantiye son vermişlerdir.

Özel kesim ilk ihraçlarında varolan müdahalenin anormal getiriler üzerindeki istatistiksel olarak sınamakda imkansız görünmektedir. Neden hiç kuşkusuz müdahaleyle ilgili objektif verilerin olmamasıdır.

Kısacası, elde edilen bulgulara göre, halka ilk kez arz edilen hisse senetler ilk günde istatistiksel olarak anlamlı bir prim yapmamışlardır. Bu durum gelişmiş sermaye piyasalarında gözlemlenen düşük fiyatlandırma olgusuna benzememektedir. Farklılığın sebebi tamamen piyasaya müdahale olabileceği gibi aracı kurumların beklenen değere göre fiyat saptaması da olabilir. Piyada sonrası performansa bakıldığında ihraçtan sonra ilk 20 ve 100 güne ait birikimli getiriler, istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte negatiftir. Bu sonuç halka ilk kez arz edilen hisse senetlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir düşük fiyatlandırma

olmadığını tahmin eden modellere uygundur.

Özel şirketlerin ilk kez halka arz ettikleri hisse senetleri, ilk gün ve ihraçtan sonraki ilk 20 gün prim yaptıkları, ihraçtan sonraki ilk 100 günde değer kaybına uğramışlardır. Bu durum KOİ tarafından ihraç edilen hisse senetleri için tersine dönmüştür. Bu hisse senetleri ilk 20 günlük sürede değer kaybına uğrarken 100 günlük birikimli anormal getirileri bu değer kaybını karşılayarak pozitif anormal getiriye dönüşmüştür. Piyasa sonrası performans yukarıda sözü edilen tarzda piyasa müdahalesiyle açıklanabilir. Gerçektende kısa dönemde ihraç ettiği özel şirket senedini destekleyen aracı kurum, bir süre sonra bu desteği çekmekte ve fiyat düşüşe geçmektedir. Amacı özelleştirmeye devam etmek olan KOİ ise, fiyatı sonradan desteklemek yolunu seçmiştir.

İlke arz edilen hisse senetleri yatırımcıya genelde bekleneni verememiştir. Halka açılmanın sürdürülebilmesinin nedeni arada bir KOİ tarafından gerçekleştirilen arzlerin istisnai performansıdır. Özel şirket arzlarında büyük bir olasılıkla KOİ'nin bu politikasından yararlanmışlardır. Ancak gerek halka arz yoluyla öz kaynak sağlaması gerekse özelleştirmenin borsada halka satış yoluyla yapılabilmesi için daha gerçekçi fiyat belirlenmesine ihtiyacı olduğu açıktır.(Tablo:4)

| Piyasa Getirisi | 1.Gün | 20.Gün | 100.Gün |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1. Gün | 0.1488 (0.21) | 0.1043 (0.29) | 0.0039 (0.49) |
| 20. Gün | -0.1707 (0.18) | 0.0459 (0.40) | -0.0619 (0.39) |
| 100. Gün | -0.3796 (0.02) | -0.1627 (0.19) | -0.4764 (0.01) |

TABLO:4 Birikimli Getiriler-Piyasa Getirileri Korelasyon Matrisi

Parantez içindeki değerler korelasyon katsayısının sıfırdan farklı olmaması boş hipotezinin reddedilme olasılığıdır.

Tabloda görüldüğü gibi ülkemizde tabana yayılması çalışılan menkul kıymetler borsasının işlevlerini yerine getirebilmesi için, müdehaleden uzak piyasa koşullarında oluşan fiyat teşekkülü, ayrıca buna paralel risk ve getiri taşıyan bir menkul kıymet oluşumunun sağlanması gerekmektedir. Bu da kısa bir mazisi olan İMKB için uzun bir çalışma ve deneyimin şart olduğunu göstermektedir.

4 BORSALARDA FİYAT İNDEKSİ

Endeks, bir veya daha fazla değişkenin zaman, mekan ve diğer özelliklere göre gösterdiği farklılıkların ölçüsüdür. Endeksler, karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesini sağlayan, oylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen tek araçtır. Endeksler kullanılırken kapsamı, temsil yeteneği, hesaplama yöntemi ve sıklığı, avantajları, dezavantajları ve endeks üzerine yansımayan özelliklerin neler olduğu iyi bilinmelidir.

Endeksler, zaman içinde bir süreklilik, dolayısıyla karşılaştırabilme imkanı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken veya değişkenlerin yönü, değişimi veya gidişi belirlenebilir. Bunun için, endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gereklidir.

"Gösterge" olarak da adlandırılabilir endeksler, aynı veya farklı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkanı sağlarken, geleceği tahmin aracı olarak da kullanılmaktadırlar. Endeksler, ayrıca, aynı veya değişik mekanlardaki (Örneğin diğer bir ülkedeki) aynı veya farklı değişkenlerin (örneğin hisse senedi getirilerinin) karşılaştırılabilmesini sağlar. Endeksler, iktisat, işletme ve

sosyal olaylardaki konular arasında bir ilişki (bağıntı) olup olmadığı hakkında fikir de verebilir.

Endekslerden, üretim, fiyatlar, geçim, işçi gündelikleri, dış ticaret ve borsa gibi geniş alanlarda yararlanır.²³

4.1. Hisse Senedi Fiyat Endeksleri

Hisse senedi piyasasının genel bir göstergesi olan hisse senedi fiyat endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bir bilgi verir. Hisse senedi fiyat endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır.

Dünyada 1884 yılından beri kullanılmakta olan hisse senedi fiyat endeksleri (stock indexes and averages) genellikle üç ayrı şekilde hesaplanmaktadır.

- a) Aritmetik ortalama formülü ile, (Dow Jones: Dj, Nikkei)
- b) Geometrik ortalama formülü ile, (Financial Times: FT, Value Line)
- c) Şirketlerin toplam piyasa değerleriyle (market capitalisation) ağırlıklandırılması gibi karmaşık formüllerle, (New York Stock Exchange Composite: NYSEC, Standart and Poor's İndex: SP 500, Topix, İMKB Endeksleri).

4.2 İMKB Endeksleri, Formülü ve Hesaplama Örneği

Her işlem günü, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın hisse senedi piyasasında belli şartları sağlayarak tescil edilen ve endeks kapsamında olan hisse senetlerinin fiyatları kullanılarak altı ayrı endeks hesaplanmaktadır. Bunlar; kapanış fiyatları kullanılarak hesaplanan bileşik endeks, mali endeks ve sanayi endeksi ile ağırlıklı ortalama

²³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, s. 113.

fiyatlarla hesaplanan bileşik endeks, mali endeks ve sanayi endeksidir.

Hisse senedi piyasası seansı bittiği anda, kapanış fiyatlarından hesaplanan bileşik, mali ve sanayi endeksler hemen yayınlanmaktadır. Halbuki, aynı hisse senetlerini kapsayan ama ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılarak hesaplanan diğer üç endeksin yayınlanması için, endekslere dahil olan tüm hisse senetlerinde gerçekleşip tescil edilen işlemlerin bilinmesi gerekmektedir. Bu da hisse senedi piyasasındaki mevcut uygulama sebebiyle zaman almaktadır. Alım-satım işlemlerinde tam otomasyona geçildiğinde ise, kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan endekslerin yayınlanmasında şimdiki gibi bir zaman farkı (gecikme) olmayacaktır.

Aslında, İMKB'nin ağırlıklı ortalama fiyatları dikkate alan endeksleri, kapanıştaki değerlerden hesaplanana göre o günkü seansı iyi temsil etmektedir. Kapsamı (bileşik, mali, sanayi) aynı olup da, iki ayrı fiyattan hesaplanan endeksleri hesaplamamanın yararı, bunların birbiriyle karşılaştırılabilmesidir. Ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan bileşik endeksin 4.000, kapanıştaki bileşik endeksin ise 4.050 olduğunu varsayalım. Bu örnekte, endeks kapsamında olan ve seans içinde gerçekleşip tescil edilen işlemlerin, kapanış değerlerine göre daha düşük olduğu şeklinde bir yorum yapılabilir. Bu yorumu yaparken, endeks içinde ağırlığı fazla olan hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimlerin önemli olduğu unutulmamalıdır.

Endekslerin bileşik, mali ve sanayi olarak ayrı ayrı hesaplanması, özelleştirilecek veya halka açılacak şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlandırılması aşamasında da ek bilgi sağlar. Bunun dışında, endeksler için değişim veya getiri hesaplanarak endeksle aynı veya farklı sektördeki hisse senetlerinin getirileri karşılaştırılabilir.

İMKB'nin hisse senedi piyasasında hesaplanan endekslerin hepsi aynı geçmişe sahip değildir. Altı endeksin en eskisi, kapanış fiyatları

kullanılarak hesaplanan bileşik endekstir. Bu endeksin "baz değeri" Ocak 1986 tarihi itibariyle 100'dür. Bu endeks 26 Ekim 1987'den itibaren günlük olarak hesaplanmaktadır. Bu tarihten önce ise haftalık hesaplama yapılmaktaydı. Diğer beş endeks ise Ocak 1991'den itibaren hesaplanmaktadır.

Günümüzde, tüm İMKB endeksleri "endeks kapsamındaki şirketlerin halka açık kısımlarının toplam cari piyasa değerinin", "şirketlerin halka açık kısımlarının baz dönemindeki toplam piyasa değeri"ne bölünüp, "baz değere" ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

İMKB'de hesaplanan endeklerin formülü genel olarak şöyledir;

$$\text{İMKB Endeksi}_g = \frac{\sum_{i=1}^n F_{ig} \times HS_{ig} \times HAO_{ig}}{\sum_{i=1}^n F_{ib} \times HS_{ib} \times HAO_{ib}} \times \text{Baz Değer}$$

- n = Endekse dahil olan şirket sayısı
- i = 1'den "n"ye kadar değer atanan değişken
- g = Endeksin hesaplandığı gün (Bu değişken aslında endeksin hesaplandığı zamanı veya anı ifade etmektedir.
- b = Baz (Endeksin temel alındığı zaman)
- İMKB Endeksi_g = 'g' günündeki İMKB endeksi
- F_{ig} = 'i'nci şirkete ait hisse senedinin 'g' günündeki Fiyatı (F)
- HS_{ig} = 'i'nci şirkete ait hisse senedinin 'g' günündeki toplam hisse senedi (HS) sayısı

| | |
|------------|--|
| HAO_{ig} | = 'i'nci şirketin hisse senedi 'g' günündeki halka açıklık oranı (HAO) |
| F_{ib} | = 'i'nci şirkete ait hisse senedinin baz (b) dönemindeki fiyatı (F) |
| HS_{ib} | = 'i'nci şirkete ait hisse senedinin baz (b) dönemindeki toplam hisse senedi (HS) sayısı |
| HAO_{ib} | = 'i'nci şirketin hisse senetlerinin baz (b) dönemindeki halka açıklık oranı (HAO) |

Not: Aynı formül, İngilizce terimlerin baş harfleri kullanılarak aşağıdaki şekilde yazılabilir;

$$\text{İMKB Endeksi}_g = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} \times N_{it} \times W_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{io} \times N_{io} \times W_{io}} \times \text{Baz Değer}$$

İ.M.K.B.'nin "hisse senedi piyasası bileşik endeksi"ne olan şirket sayısı (n) 75'dir Bileşik endeks kapsamındaki şirketlerin, mali veya sanayi olarak ikiye ayrılması sonucu, mali endeks ile sanayi endeksinin kapsadığı şirket sayısı zaman içinde sabit kalmaktadır.

İ.M.K.B.'nin "Yeni Hisse Pazarı"nda, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin "yeni" olarak adlandırılan tertipleri işlem görüyorsa, endeks hesaplanırken hem "eski", hem de "yeni" tertipli hisse senetleri dikkate alınır.

Not: T. İş Bankası ile Adana Çimento şirketlerinin birden fazla hisse senetleri İ.M.K.B. endekslerinin kapsamındadır. Bu sebepten, endeksler belirtilenden daha çok hisse senedi kullanılarak hesaplanmaktadır.

Endeks hesaplamasında, aynı sektör için (mali veya sanayi) ister ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılsın, “baz dönemi toplam piyasa değeri” değişmemektedir. Bileşik endeksin de kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanması sırasında, baz dönemi piyasa değerinin temel alınan fiyata göre değişmediği örnekten de anlaşılmaktadır. Buna karşın, baz dönemi toplam piyasa değerinin mali, sanayi ve bileşik endeksler için farklıdır.

İ.M.K.B. endeksleri, hisse senedi seansı içinde sürekli olarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla endekslere dahil her hisse senedinin değiştiğinde, endekslerin değeri de değişmektedir. Buna karşın, gün sonunda her endeksin en düşük ve en yüksek değerleri, Borsa tarafından yayınlanmaktadır.²⁴ Endekslerin hesaplanmasında sadece gerçekleşen ve tescil edilen emirler dikkate alınır. Aşağıdaki emirlerin gerçekleşmesi durumunda ise, endeksler

- a) Özel emirler,
- b) Blok emirler,
- c) Kusuraat emirler,
- d) Büyük kupürlü emirler,
- e) Alıcı ve satıcının aynı olduğu emirler,

İMKB endekslerinin formülünü gördükten sonra, ileride verilen örnekte, 26.01.1993 tarihindeki kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlarının kullanarak altı endeksin nasıl hesaplandığını görelim.

Örnekte, 26.01.1993 tarihindeki endeks kapsamında olan bir şirketin dahil edildiği sektör, çıkardığı hisse senedi sayısı, varsa “eski” ile “yeni” ve “eski” ile “en yeni” hisse senedi arasındaki fiyat farkı, halka açıklık oranı, hisse senedinin kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatı

²⁴ Gün içindeki en yüksek ve en düşük endeks değerleri, İMKB’de bilgisayar ortamı dahil olmak üzere herhangi bir şekilde tutulmamaktadır. Kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan endeksler ise, ilgilienlere Borsa bültenleriyle diğer yayınlarda sunulmaktadır.

verilmiştir. Endeksler hem kapanış hem de ağırlık ortalama fiyatları kullanarak hesaplandığı için 26.01.1993 tarihi için aslında iki ayrı örnek verilmiştir. İlk örnekte kapanış fiyatları, ikincisi de ise ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılmıştır. Bu sebepten, her şirket için iki "piyasa değeri" ve yine iki "halka açıklık oranı sonrası piyasa değeri" hesaplanmıştır.

Örneğe göz atmadan önce, aşağıdaki formüllere kısaca bakalım;

$$\begin{aligned}
 HS_{\text{toplam}} &= HS_e + HS_y + HS_{ey} \\
 &= \text{Cari Ödenmiş Sermaye} \\
 &\quad 1.000 \text{ TL} \\
 F_y &= F - TF_y = F_e - TF_y \\
 F_{ey} &= F - TF_{ey} = F_e - TF_{ey} \\
 PD &= \text{Şirketin piyasa değeri} \\
 &= (HS_e \times F) + (HS_y \times F_y) + (HS_{ey} \times F_{ey}) \\
 &= (HS_e \times F) + (HS_y \times (F - TF_y)) + (HS_{ey} \times (F - TF_{ey})) \\
 &= (HS_{\text{toplam}} \times F) - (HS_y \times TF_y) - (HS_{ey} \times TF_{ey}) \\
 HAO &= \text{Şirketin halka açıklık oranı} \\
 HAO \times PD &= \text{Halka açıklık oranı sonrası şirketin piyasa değeri} \\
 \text{Endeks} &= \frac{\text{HAO Sonrası Şirketlerin PD Toplamı} \times \text{Baz Değer}}{\text{HAO Sonrası Baz Dönemi Toplam PD}} \\
 HS_{\text{toplam}} &= \text{Şirketin çıkardığı toplam hisse senedi sayısı} \\
 HS_e &= \text{Çıkarılan "eski" hisse senedi sayısı} \\
 HS_y &= \text{Çıkarılan "yeni" hisse senedi sayısı} \\
 HS_{ey} &= \text{Çıkarılan "en yeni" hisse senedi sayısı} \\
 F &= \text{"Eski" hisse senedinin fiyatı (F_e olarak da algılanabilir.)} \\
 F_y &= \text{"Yeni" hisse senedinin fiyatı}
 \end{aligned}$$

F_{ey} = " En yeni" hisse senedinin fiyatı

TF_y = "Eski"- "yeni" hisse senedi fiyat farkı veya "eski"-
"yeni" hisse senedi temettü farkı

TF_{ey} = "Eski"- "en yeni" hisse senedi fiyat farkı veya "eski"
"yeni" hisse senedi temettü farkı

İ.M.K.B. endekslerini hesaplama örneğinin ilk sayfasını kullanarak Akbank'ın kapanış fiyatı ile piyasa değerini (1.000 TL olarak) hesaplayalım.

$$PD_{\text{şir}} = (HS_e \times F) + (HS_y \times F_y) + (HS_{ey} \times F_{ey})$$

$$=(2.500.000 \times 2.750) = 6.875.000.000$$

Şirketin halka açıklık oranı %5 olduğu için, endekse "halka açıklık oranı sonrası piyasa değeri" (1.000 TL) olarak

$$HAO \times PD_{\text{şir}} = 0,05 \times 6.875.000.000 = 343.750.000$$

alınır.

İMKB endekslerinin özellikleri, genel olarak, dört şekilde sıralanabilir;

a) Ağırlıklıdır. Endeksler, endeks kapsamındaki şirketlerin borsa fiyatlarının, çıkardıkları hisse senedi sayılarının halka açıklık oranları ile ağırlıklandırılmış bölümü ile çarpılması sonucu elde edilir. Piyasa değeri ile halka açıklık oranlarının çarpımı büyük olan şirketler, endeksi diğerlerine göre daha fazla etkiler.

b) Hem şirket sayısı, hemde piyasa değeri bakımından geniş kapsamlıdır.

c) Gerçekciştir.

d) Süreklidir. Endeksler, hisse senedi işlemlerine paralel olarak hesaplanıp, yayınlanmaktadır.

Endeks formülü sayesinde, herhangi bir şirketin, endeksin ne kadarlık bölümünü oluşturduğu hesaplanabilir. Şirketin endekse etkisi;

$$\frac{\text{Halka Açıklık Oranı Sonrası Şirketin Cari Piyasa Değeri}}{\text{Halka Açıklık oranı Sonrası Baz Dönemi Toplam Piyasa Değeri}}$$

formülü ile bulunabilir. Bu hesaplama sonucu bulunan rakam, istenirse endeks değerine oranlanabilir.

Endeks kapsamında olan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen değişimler, bu şirketlerin piyasa değerlerini, dolayısıyla endeksleri etkiler. Endeks kapsamında olan “a” şirketinin hisse senedinin fiyatı, “D” birim değişirse, endeks (normal şartlar altında) değişimin yönüne bağlı olarak; birim artar veya azalır.

$$\frac{D_a \times HS_a \times HAO_a}{\text{HAO Sonrası Baz Dönemi Toplam Piyasa Değeri}}$$

Endeks hesaplanırken, bedelsizi üzerinde (BÜ) olarak işlem gören ve endeks kapsamında olan bir şirketin endeks içindeki ağırlığına dikkat etmek gerekir. Örnek olarak ZZZ şirketini ele alalım ve şirketin ödenmiş sermayesini %110 bedelli ve %190 bedelsiz olmak üzere, 59.100 milyon TL’den 236.400 milyon TL’ye çıkarttığını varsayalım. Hisse senetleri “BÜ” olarak işlem gördüğü için, “eski” olarak adlandırılan hisse senetleri %190’lık bedelsiz artırım için aşağıdaki formül kullanılarak düzeltilmeli

$$\frac{\text{Cari Ödenmiş Sermaye}}{1 + \text{Bedelsiz Oranı}} = \frac{236.400}{(1 + 1.9)} = 81.517$$

ve hesaplamaya ödenmiş sermaye olarak 81.517 rakamı alınmalıdır. Bu rakam, bedelsiz hisse senetleri dağıtılincaya kadar kullanılacaktır.

4.3 Endekslerin Sürekliliğinin Sağlanması

Endeks kapsamındaki şirketlerin bedelli sermaye artırımını yapması, endeksten şirket çıkması, endekse yeni şirket eklenmesi veya endekste şirketin halka açıklık oranının değişmesi durumunda, endeks

sürekliğinin sağlanabilmesi için, “baz dönemi piyasa değeri”nde gerekli düzeltmeler yapılmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımlarında hisse senedinin yeni fiyatı ile hisse senedi adedinin çarpımında “teorik değişiklik olmayacağı” için ve temettü kuponlarının kesiminde, endekslerde düzeltme yapılmamaktadır. İMKB endekslerinde, temettülerin endekse dahil edilmemesi sebebiyle, verim hesabı yapmak için iki farklı tarihteki endeksin karşılaştırılması durumunda, kâr payından doğan kazanç yani temettü verimi (T_1/F_0) dikkate alınmamaktadır. Bu durumda, sadece, hisse senetlerinin değer kazanmasından doğan kazanç $((F_1-F_0)/F_0)$ endekse yansımaktadır.

Yukarıda belirtilen durumlarda, endekslerde yapılan düzeltme aşağıdaki formülle yapılmaktadır.

Yeni Baz Dönemi PD = Eski Baz Dönemi PD x (Yeni PD/Eski Pd)

PD = Piyasa Değeri

4.4 İMKB Endekslerinde Yapılan Önemli Değişiklikler

Burada belirtilen değişikliklerin hepsi şirket bazındadır. 11.06.1990 tarihinden günümüze şirketlerin halka açıklık oranında da zaman zaman değişiklikler olmuştur. ama bunlara aşağıda yer verilmemiştir.

- 11.06.1990 tarihinde hisse senetlerinin 1. ve 2. pazarları birleşti. Doğusan, Net Holding, Pınar Et, PEG Profilo, Yünsa endeksten çıkarılırken, Alarko Holding, Enka Holding, Köytaş, Makina Takım, Pınar Süt endekse dahil edildi.

- 01.01.1991 tarihinde, kapanış fiyatlarından hesaplanan endeks 50 yerine 75 şirket kullanılarak, ayrıca şirketlerin halkı açıklık oranları dikkate alınarak hesaplanmaya başladı. Bu tarihte yapılan değişikliklerden en önemlisi bileşik endeksin, ağırlıklı ortalama fiyatları

kullanılarak da hesaplanmıştır. Bileşik endeksteki şirketlerin, mali ve sanayi sektörlerine ayrılmasıyla, İMKB'de ilk defa endeksler hesaplandı. İMKB, bu iki alt endeksi, bileşik endeks gibi, hem kapanış, hem de ağırlıklı ortalama fiyatları kullanarak hesaplamaya başladı.

- 01.07.1991 tarihinde Anadolu Cam, Good-Year, İktisat Finansal Kiralama, Kelebek Mobilya, Olmuksa, Pınar Süt, Sifaş endeks kapsamından çıkarılırken, Adana Çimento (A) ve (C), Aygaz, Denizli Cam, Migros, Söksa, Ünye Çimento, Uşak Seramik endekse dahil edildi.

- 02.01.1992 tarihinde, Ege Gübre, Gentaş, Kütahya Porselen, Parsan ve Söksa endeksten çıkarılırken, Afyon Çimento, Good Year, Petrol Ofisi, Tofaş Otomobil Fabrikası ve Tüpraş endekse alınmıştır.

- 01.07.1992 tarihinde, Ege Endüstri ve Yünsa endeks kapsamından çıkarılırken, Alarko Sanayi ve Petrokent Turizm endekse dahil edilmiştir.

- Nasaş Alüminyum Sanayii ve Ticaret A.Ş. hisse senetleri, Borsa Yönetim Kurulu'nun 19.11.1992 tarihli kararıyla Borsa kotundan çıkartıldığından, Borsa Başkanlığı söz konusu şirketin hisse senetlerinin 23.11.1992 tarihinden itibaren endeks kapsamından çıkarılarak, yerine Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş. hisse senetlerinin alınması kararlaştırıldı.

- 04.01.1993 tarihinde Afyon Çimento, Denizli Cam, Finansbank, Gübre Fabrikaları, Maret, Mensucat Santral, Net Holding, Pınar Et, Rabak, T.Sınai Kalkınma Bankası, Uşak Seramik endeks kapsamından çıkarılırken, Abana Elektromekanik, Aksa, Anadolu Cam, Bekoteknik, Çimentaş, Erciyes Biracılık, Gentaş, Kütahya Porselen, Olmuksa, Son Elektronik, Turcas Petrolcülük endekse dahil edildi. Değişiklik tarihine kadar mali endeks kapsamında olan Deva Holding'in hisse senetleri ise, sanayi endeksi kapsamına alındı.

4.5 Önemli Borsa Endekslerinden Bazısı

Amerika'da hesaplanan ve Dünyada en çok bilinen en eski endeks (daha doğrusu "ortalama") 30 gözde sanayi sektörü şirketini içeren Dow Jones Industrial Average (DJIA) yani sanayi ortalamasıdır. DJIA değeri, hisse senedi fiyatlarının toplanıp, hisse bölünmesi (stock split) gibi bazı özel durumlarda değiştirilen bölene oranlanması sonucu bulunur. Dow Jones Company, DJIA dışında, Dow Jones TRansportation Average'ı (DJTA)²⁵ ve Dow Jones Utility Average'ı (DJUA)²⁶ (sırasıyla "ulaştırma"²⁷ ortalamalarını) hesaplayıp yayınlamaktadır. Dow Jones Composite (Bileşik) ise DJIA, DJTA ve DJUA ortalamalarındaki hisse senetlerinin tümünü içerdiği için "65 Stock Average" olarak adlandırılır.

Standart Poor's 500 endeksi, NYSE, AMEX ve tezgahüstü (over-the-counter) piyasada işlem gören 500 şirketin hisse senetlerini içerir. Endeks piyasa değeri ağırlıklıdır.

Value Line Composite Index ise, NYSE, AMEX ve tezgahüstü piyasada işlem gören 1695 hisse senedini içerir. Endeks geometrik ortalama formülü ile hesaplanmaktadır.²⁸

"Morgan Stanley Capital International" endeksleri ise, İ.M.K.B. dahil olmak üzere, çeşitli ülkelerdeki borsaların performanslarını ölçmeyi amaçlar. Bu endeksler günlük ve aylık olarak hesaplanmaktadır.

Amerikan piyasası ile ilgili vereceğimiz son örnek olan "Wilshire

²⁵ DJTA 20 hisse senedini içerir

²⁶ DJUA 15 hisse senedini içerir

²⁷ kamuya ait bölgesel gaz ve elektrik kuruluşları

²⁸ Buna göre, endeks kapsamındaki her hisse senedinin fiyatı, bir önceki işlem günündeki fiyata bölünür. Bununla rakamlar birbiriyle çarpıldıktan sonra, sonucun 1695. kökü alınır. Bu rakamın bir önceki endeks değeri ile çarpımı endeksi verir.

5000 Equity Index” ise, 5000 hisse senedini içerir ve piyasa değeri ağırlıklıdır.

Japonya’da ise TOPIX ve Nikei olmak üzere iki ayrı endeks hesaplanmaktadır. TOPIX endeksinin baz tarihi 4 Ocak 1968’dir Endeks Tokyo Borsası’nın 1. pazarında işlem gören 1100 şirketi kapsar. Piyasa değeri ağırlıklı olan bu endeks, her 60 saniyede bir hesaplanıp duyurulmaktadır. TOPIX endeksinin 28 endüstri grubu için ayrı ayrı hesaplanan alt endeksleri (sub-indices) dışında, şirketlerin çıkardıkları toplam hisse miktarlarına göre gruplama yapılması sonucu elde edilen 3 endeks ile Tokya Borsası’nın 2. pazarında işlem gören hisse senetlerini kapsayan bir endeks de hesaplanmaktadır. Bu endeksler günde altı kere belirli aralıklarla hesaplanmaktadır.

Nikei ortalaması ise Tokyo Borsası’nda işlem gören şirketlerden 225’ini içerir. Bu ortalama, Tokyo Borsası tarafından 1 Temmuz 1969’a kadar hesaplanmıştır. Borsa bu tarihten sonra piyasa değeri ağırlıklı olan TOPIX endeksini hesalamanın daha iyi olacağını düşünmüş ve Nikkei’yi hesaplamayı bırakmıştır. Dow formülüne göre hesaplanan ortalama, “Nihon Keizai Shimbun-Sha” adlı Japon yayın firmasının hesaplamaya devam etmesinden günümüze “Nikkei Average” olarak adlandırılmaktadır.

İngiltere’de ise Financial Times endeksleri hesaplanıp yayınlanmaktadır. Bunların en önemlisi “FT-SE 100 Index” piyasa değeri ağırlıklıdır ve 100 hisse senedini içerir.²⁹

5. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME VE ANALİZİ

5.1. Hisse Senedi Kavramı

Anonim şirketlerde hisse senedi, sermayenin belli miktarlarda bölünmüş kısımlarını teşkil ve şirketlerde bir ortaklık mevkiini temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip bir belgedir.³⁰ Her ne kadar hisseli

²⁹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, s. 126-128.

³⁰ Oğuz İMREGÜN, "Kara Ticareti Hukuk Dersleri", İstanbul, 1981, s. 411.

komandit ortaklıklarda da komanditer ortağın sahiplik hakkı hisse senedi yoluyla temsil edilsede sermaye piyasasında kolayca dolaşım olanağı bulabilen ve sermaye piyasası işlemlerinin büyük çoğunluğunu oluşturan hisse senetleri anonim şirketlerce dolaşıma çıkarılmış olanlardır. Bundan dolayı çalışmada sözkonusu edilecek hisse senedi terimi ile anonim şirket hisse senedi kastedilmektedir.

Anonim şirketler özkaynak gereksinimlerini karşılamada hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasına başvururlar. Hisse senedi bunu elinde bulundurun veya adı yazılı kişinin üzerinde yazılı tutar kadar şirkete sahiplik hakkının bulunduğunu gösterir. Hisse senedinin üzerinde yazılı olan tutur hisse senedinin nominal değeridir.

Anonim şirketlerin çıkardıkları tahviller ise hisse senedinin aksine birer borçlanma aracıdır.

5.2. Hisse Senedi Çeşitleri

Hisse senetlerini hukuki niteliklerine ve piyasadaki fonksiyonlarına göre ikili bir ayrımı tabi tutarak inceleyebiliriz.

5.2.1. Hukuki Niteliklerine Göre Hisse Senedi Çeşitleri

Hukuki niteliklerine göre hisse senetlerini temelde iki gruba ayırabiliriz. Bunlardan ilki adı hisse senedi diğeri ise imtiyazlı hisse senedir.

Adi hisse senetleri, şirketin özsermayesine sahipliği gösteren ve karpayı alma hakkını veren hisse senetleridir. Buna karşılık şirketin tüm finansal sorumlulukları bu hisse senetlerinin üzerindedir. Bundan dolayı en yüksek getiriyi sağlama olasılığı ve en yüksek finansal riski taşıma olasılığı da bu çeşit hisse senetlerinin belirgin özelliğidir. Bu çeşit hisse senetlerinin piyasa fiyatları beklenen sermaye kazançlarına

(hisse senedinin piyasası fiyatındaki artışlardan doğan) ve şirketlerin beklenen kârlarına bağlıdır. Bunların ikiside düşme eğilimindeyse piyasa fiyatlarında düşmeye başlar.

Adi hisse senetlerinin sağladığı bir diğer avantaj mevcut ortakların sermaye artırımlarında şirket ortağı olmayanlara göre öncelikle hisse senedi alabilme olanağıdır.

İmtiyazlı hisse senetleri ise, anonim şirketlerde bazı ortaklara veya hisse senedi sahiplerine kâr payı dağıtımı oy verme, yönetime katılma v.b. konularda diğer hisse senedi sahiplerine göre bazı ayrıcalıklar tanımaktadır. Bu ayrıcalıklar şirketin kuruluşunda ana sözleşmede belirtilebileceği gibi, daha sonra ana sözleşmede değişiklik yapılarak da konulabilir. Şirketin sermaye artırımları sonucu çıkardığı hisse senetleri arasında farklılıklar varsa, bu grupların herbiri diğerine oranla imtiyazlı olacaktır. Bu durumda hangi grubun imtiyazlı hangisinin adi sayılacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayı imtiyazlı hisse senedi yerine öncelikli hisse senedi veya özel kategori hisse senedi deyimlerini kullanmak daha belirleyici olacaktır.

İmtiyazlı hisse senetleri bir yönüyle tahvillere diğer yönüyle adi hisse senetlerine benzeyen ve bu nedenle borçlanmayı temsil eden tahville şirkete ortaklığı temsil eden hisse senedi arasında yer alan finansal varalıklardır.³¹ Tahvile benzeyen yönü sabit ve önceden belirlenmiş gelir dışında şirket karından bir talepte bulunamaması adi hisse senedine benzeyen yönü ise, şirketin tasfiye halinde alacaklılara toplam alacaklıları ödenmeden imtiyazlı hisse senedi sahiplerine bir ödeme yapılamamasıdır.

5.2.2. Piyasadaki Niteliklerine Göre Hisse Senedi Çeşitleri

Hisse senetlerini hukuku niteliklerinin yanısıra bunlara yatırım

³¹ Cevat SARIKAMIŞ, "Sermaye Pazarları", İstanbul, 1980, s. 60.

yapan yatırımcılar açısından piyasadaki niteliklerine göre de sınıflandırabiliriz. Buna göre sınıflandırma yapılmış hisse senetlerinin risk ve getiri karakteristikleride birbirinden farklı olacaktır. Hisse senetlerini piyasa niteliklerine göre sınıflama şirketlerin büyüklüğünü, beklenen kârlarının ve kârpayı ödeme politikalarını değerlendirebilmeleri esasına dayanmaktadır. Ünlü Wall Street'de doğan ve kullanılmakta olan geleneksel sınıflandırma yöntemi hisse senetlerinin kalite farklılıklarını risk ve getiri farklılıklarını belirterek yatırımcıların hisse senetlerine yapacakları yatırımların yönünü belirlemede yardımcı olacaktır.

5.3. Hisse Senedinde Risk ve Getiri

Günlük hayatta sık kullandığımız risk genel anlamıyla “arzu edilmeyen bir olay veya etkinin ortaya çıkma olasılığını” ifade eder.³² genellikle risk ve belirsizlik aynı anlamlarda kullanılmakla beraber farklı kavramlardır.

Risk sözkonusu olduğunda olayların gelecekteki sonuçlarının meydana gelme olasılıklarının bilindiği varsayılmaktadır.

Belirsizlik ise geleceğe ait olası sonuçların meydana gelme olasılıkları bilinmemektedir. Risk kavramı olayın sonuçlarının ortaya çıkışına ilişkin “objektif olasılık dağılımı”nı içermektedir. Yani “objektif olasılık dağılımın”da olayla ilgili geçmişe ait veriler, bilimsel yöntemlerle analiz edilerek oluşturulurken “sübjektif olasılık dağılımı”nda geçmişe ait hiçbir veriye sahip olunmadan olasılıkların hesaplanması gerekmektedir. Birinci durumda risk koşullarında, ikinci durumda ise belirsizlik koşullarında karar verme sözkonusudur.

Hisse senedi yatırımcısının ister kâr payı, isterse sermaye kazancı elde etmeye yönelik olsun esas amacı hisse senedine yatırdığı

³² Cevat SARIKAMIŞ, s. 142.

birikiminden yeterli bir getiri elde etmektedir. Hisse senedi yatırımcısının taşıdığı risk gelecekte sağlayacağı getirin beklediği getirinin altına düşmesi olasılığıdır. Böylece risk yatırımcısının yatırımdan beklediği getiriye yükselterek hisse senedinin değerinin (fiyatının) düşmesine neden olmaktadır.³³

Hisse senetlerine yapılan yatırımlarda oluşan riskin çeşitlerini aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

Toplam Risk = Sistemik Risk + Sistemik Olmayan Risk

-Sistemik Risk: Ekonomik, politik ve sosyal alandaki değişiklikler sistemli bir şekilde menkul değerlerin, dolayısıyla da hisse senetlerinin fiyatlarına etkide bulunmaktadır.

-Sistemik olmayan Risk: Şirkete veya şirketin faaliyette bulunduğu sektöre ait olan özelliklerden dolayı meydana gelmektedir.

Riskin Kaynakları

Sistemik Riskin Kaynakları

- Faiz oranı riski
- Enflasyon riski
- Piyasa riski
- Devresel finansal risk
- Faaliyet riski

Sistemik Olmayan Riskin Kaynakları

- Devresel olmayan finansal risk ve faaliyet riski
- Yönetim riski
- Sektör riski

5.4. Risk ve Getirinin Ölçülmesi

Hisse senetlerinin değerlendirilmesinde riskin ölçülmesi büyük önem taşımaktadır. Hisse senedi yatırımcısının gelecekte elde edeceği getiriye bilmesine olanak yoktur. Farklı koşullar altında gelecekte elde edilecek getirilerde farklı olabilecektir. Fakat yatırımcı kabul edilebilir

³³ Öztin AKGÜÇ, "Finansal Yönetim", İstanbul, 1982, s. 713.

her risk seviyesinde getirisini maksimize etmeye çalışacaktır.

Getirinin ölçülmesi ise, yatırımcılar ellerindeki fonlarının maliyeti ile hisse senetlerinin getirilerini karşılaştırıp getirisi yüksek olan hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ederler. Hisse senedi getirisini ölçmek için çeşitli yöntemler vardır ve yatırımcı bunlardan birini seçerek yaptığı yatırımın getirisini hesaplayabilir. Yatırımcı hesapladığı getirisini diğer menkul değerlerin getirileri ile karşılaştırır ve kararını buna göre verir.

Hisse senetleri için uygulamada yaygın bir şekilde kullanılan kavramları,

- Kârpayı getirisi
- Hisse senedi başına düşen kâr getirisi
- Elte tutma dönemi getirisi,

5.4.1. Kârpayı Getirisi

Belli bir dönemde (genelde bir yıl) hisse senedine ödenen kâr payının hisse senedinin piyasa fiyatına bölünmesi ile elde edilen getiri oranıdır.

$$r_d = \frac{d_t}{p_t}$$

r_d = kâr payı getirisi

d_t = t döneminde hisse senedi başına ödenen kâr payı

p_t = t döneminde hisse senedinin piyasa fiyatı

5.4.2. Hisse Senedi Başına Düşen Kâr Getirisi

Hisse senedi başına kâr payı ve büyüme etkisiyle, oluşacak kârları dikkate alan getiri ölçüsü hisse senedi başına düşen kâr miktarıdır. Bu getiri oranı, hisse senedi başına net kârın hisse senedinin o dönemdeki piyasa fiyatına bölünmesi ile bulunur.

$$r_e \frac{e_t}{p_t}$$

r_e = hisse senedi başına düşen kâr getirisi

e_t = t döneminde hisse senedi başına düşen net kâr

Hisse senedi başına net kâr ödenen kâr payından daha anlamlı bir getiri ölçüsü olmaktadır. Çünkü bu tür bir getiri kavramı, gelecek dönemlerde şirketin büyüme potansiyelini de dikkate almakta ve böylece şirketler arası karşılaştırma yapmayı da mümkün kılmaktadır.

5.4.3. Elde Tutma Dönemi Getirisi

Yukarıda belirtilen her iki getiri ölçüsünde hisse senedi getirisini açıklamada yeterli olmamaktadır. Kâr payı getirisi şirketin dağıtmadığı kârların ileride hisse senedi fiyatının yükselmesine neden olabileceğini dikkate alamamaktadır. Hisse senedi başına kâr getirisi ise yatırımcılara (hisse senedi sahiplerine) ödenen kâr payları ile şirketin dağıtmadığı kârlar arasında herhangi bir ayırım yapmamaktadır. Bunların dışında her iki getiri kavramının ortak sakıncısı paranın zaman değerini dikkate almamalarıdır. Hisse senedine yatırım yapan bir yatırımcı bu hisse senedini birden fazla dönem süresinde elinde tutabilir. Bu durumda yatırımcı iki tür gelir sağlayabilecektir. Birincisi herbir dönem için hisse senedine ödenen kârpayı gelirleri, ikincisi ise elde tutma dönemi sonunda hisse senedinin satılmasıyla elde edilecek gelirdir.

Farklı dönemlerde hisse senedi başına sağlanan kâr payı gelirlerinin bugünkü değeri farklı olabileceği gibi, belli bir dönem sonra satılan hisse senedi ile sağlanacak gelirin bugünkü değeride farklı olabilecektir. Bundan dolayı getiri ölçüsü hem yatırımcının yatırım süresince sağladığı gelirleri dikkate almalı, hem de bu gelirleri zamanı dikkate alarak ayarlamalıdır. Bunu sağlayan iki yöntem iç getiri oranı yöntemi ve geometrik ortalama yöntemidir.

Kısaca bu yöntemi açıklarsak iç getiri oranı yönteminde hisse senedi getirisi, hisse senedinin elde tutulduğu süre içerisinde elde edilen kâr payı gelirlerinin ve elde tutma dönemi sonunda hisse senedi piyasa fiyatının bugünkü değerlerini başlangıç yılındaki hisse senedi piyasası fiyatına eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır.³⁴

$$P_0 = \sum_{t=0}^n \frac{d_t}{(1+k)^t} + \frac{p_n}{(1+k)^n}$$

$$P_0 \frac{d_1}{(1+k)} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_n}{(1+k)^n} + \frac{p_n}{(1+k)^n}$$

Diğer yöntem olan geometrik ortalama yöntemi ise şöyle açıklanabilir. Elde tutma dönemi getirisi, her dönemin (yılın) getiri oranlarından oluşan serinin geometrik ortalaması alınmak suretiyle hesaplanabilir.

Her dönem için hisse senedi getirisi aşağıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanabilir.

$$r_t = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t} \text{ veya } r_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{p_t} - 1$$

r_t = t döneminin hisse senedi getiri oranı

p_{t+1} = t dönem sonunda veya (t+1) dönemi başındaki hisse senedi piyasa fiyatı

p_t = t dönemi başındaki hisse senedi piyasa fiyatı

Hisse senedini elde tutma dönemi bir dönemi (yılı) aştığında ve birden fazla dönemi (yılı) kapsadığında, hisse senedi getirisi her döneme ait (yıllık) getiri oranlarının geometrik ortalaması alınmak suretiyle hesaplanabilir.

Sonuçta, yatırımcıların belli bir risk seviyesinde beklenen getirilerini maksimize yada belli bir beklenen getiri seviyesinde risklerini minimize etmeye çalışacakları söylenebilir.

Sistemik olmayan risk, hisse senetleri arasında çeşitlendirme yapma yoluyla minimize edilebildiğinden yatırımcılar açısından

³⁴ İ. Refik ÖZDAMAR, Hisse Senedi Değerleme ve Analizi, DESİYAP, Ankara, 1988, s. 51.

sistemantik risk önem taşımaktadır. Bundan dolayıda riski yüksek hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar doğal olarak yüksek bir getiri elde etmeyi bekleyeceklerdir.

Riskten kaçınan yatırımcılar sistemantik riski düşük hisse senetlerini tercih edecekler ve böylece bu hisse senetlerinin piyasa fiyatları artacaktır. Sistemantik riski yüksek olan hisse senetlerine ise talep azalacak ve bunların piyasa fiyatları düşecektir. Yatırımcıların sistemantik riski yüksek olan hisse senetlerine taleplerinin artabilmesi ve piyasa fiyatlarının yükselebilmesi için getirilerinin yüksek olarak gerçekleşebileceği beklentisi içinde olmaları gerekmektedir. Yatırımcılar riske katlanmalarının karşılığında, ödülleri de büyük olmasını beklerler. Bundan dolayı risk ve getiri arasında doğrusal bir ilişki vardır. Diğer bir deyişle yüksek risk, yüksek getiri veya düşük risk, düşük getiri sağlar denilebilmektedir.

$$E(r) = \frac{d_t + E(p_{t+1}) - p_t}{p_t}$$

$E(r)$ = Beklenen getiri

$E(p_{t+1})$ = (t+1) dönemi başındaki veya t dönemi sonunda hisse senedinin beklenen piyasa fiyatı.

Sistemantik riski yüksek olan bir hisse senedi yatırımcıyı tatmin edecek bir beklenen getiri seviyesine ulaşıncaya kadar, piyasa fiyatı düşüş gösterecektir. Ulaşılan bu fiyat seviyesi belli bir risk seviyesinde o hisse senedi için denge fiyatıdır.

Hisse senedi (ve diğer menkul değerlerin) ortalama beklenen getirisi, sistemantik riskin bir fonksiyonudur.

$$E(r_i) = R_F + cB_i$$

$E(r_i)$ = i.hisse senedinin (veya diğer menkul değerlerin ortalama beklenen getirisi.

B_i = i. hisse senedinin (veya diğer menkul değerlerinin) sistemantik riski

R_F = Riskin sıfır olduğu durumdaki faiz oranı (devlet tahvilli

hazine bonusu faiz oranı).

5.5. Hisse Senedi Değerleme

Hisse senedi değerlemesinde, hisse senedinin gelecekteki değeri riski ve getirisi de dikkate alınarak bulunmaya çalışılır.

Hisse senedi değerlemesinde şu kriterler önemlidir,

- 1- Gelecekteki satışları, kârları ve diğer değişkenler,
- 2- Geçmişteki performansları,
- 3- Hisse senetlerinin piyasadaki fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtıp yansıtmadığı.

İlk olarak Graham-Dadd ve Cottle tarafından ortaya atılan ve geliştirilen temel yaklaşıma göre her hisse senedinin gerçek bir değeri vardır. Gerçek değer aynı zamanda bir denge fiyatını da belirtir.

Yatırımcı elde edilen gerçek değeri ile hisse senedinin mevcut piyasa fiyatı ile karşılaştırarak, sözkonusu hisse senedine yatırım yapma konusunda karar verir,

Gerçek Değer < Piyasa Fiyatı \Rightarrow Hisse senedi aşırı değerlenmiş demektir. Yatırımcı hisse senedini almaktan vazgeçer veya elinde bulunuyorsa satmaya bakar.

Gerçek Değer > Piyasa Fiyatı \Rightarrow Hisse senedi düşük değerlenmiş demektir. Yatırımcı bu hisse senedine yatırım yapar.

Burada bir önemli nokta, gerçek değer yeniden hesaplandığında en azından yıldı, yıla değişiklik gösterebilmektedir.

İlk dinamik değerlendirme modelleri 1938 yılında J.Tinbergen, J.B-Williams tarafından meydana getirilmiştir. Tinbergen' in modeline göre hisse senedi fiyatları kârpayı ile doğrusal, uzun dönem faiz oranlarıyla ters orantılı olarak değişmektedir. Tinbergen'e göre bunun gerçekleşebilmesi için iki koşulun yerine getirilmesi şarttır. Bunlardan

birinci piyasada yatırımcı kesim vardır, spekülâtör yoktur. İkincisi ise kâr paylarının dönemler itibariyle sabit olmasıdır.

J.B.Williams da hisse senedi fiyatının hisse senedinin gelecekte sağlayacağı kâr paylarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olacağını belirtmiştir.

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\bar{d}_t}{(1+k)^t}$$

d_t = hisse senedinin t döneminde sağlayacağı kâr payı

k = iskonto oranı

Modeldeki k, hem geleceği hemde gelecekte beklenen getirilerdeki belirsizliği kapsar.

5.5.1 Gordon Modeli

Bu model bazı varsayımlara dayanmaktadır. Buna göre:

- 1- Şirketin tahvil ihracı veya sermaye artırımını yoluyla fon sağlama olanağı yoktur. Büyümesi için gerekli olan yatırımlar tamamen dağıtılmayan kârlarla finanse edilmektedir.
- 2- Şirketin yapacağı yatırımların getirisi r, sabittir.
- 3- Kâr paylarını kapitalize etmede kullanılacak olan iskonto oranı k, sabittir.
- 4- Şirketin karından alıkoyup dağıtmadığı kısım b, sabittir.
- 5- Şirket ve şirketin karları sürekli dir.
- 6- Kar ve karpaylarının büyüme oranı $g=br$ olup daima sabittir.

Hisse senedi değerlemesinde kâr paylarını gözönüne alan Gordon Modeline göre bir hisse senedinin piyasa değeri (fiyatı) gelecek dönemlerde bu hisse senedinden beklenen karpaylarının bugünkü değerine eşit olmaktadır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\bar{d}_t}{(1+k)^t}$$

$$P_0 = \frac{d_1}{(1+k)} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_{\infty}}{(1+k)^{\infty}}$$

P_n = hisse senedinin piyasa fiyatı

d_t = t döneminde elde edilecek kârpayı

k = iskonto oranı (şirketin durumuna uygun)

Modelde sermaye kazançları ve dağıtılmayan kârların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi dolaylı olarak dikkate alınmaktadır.

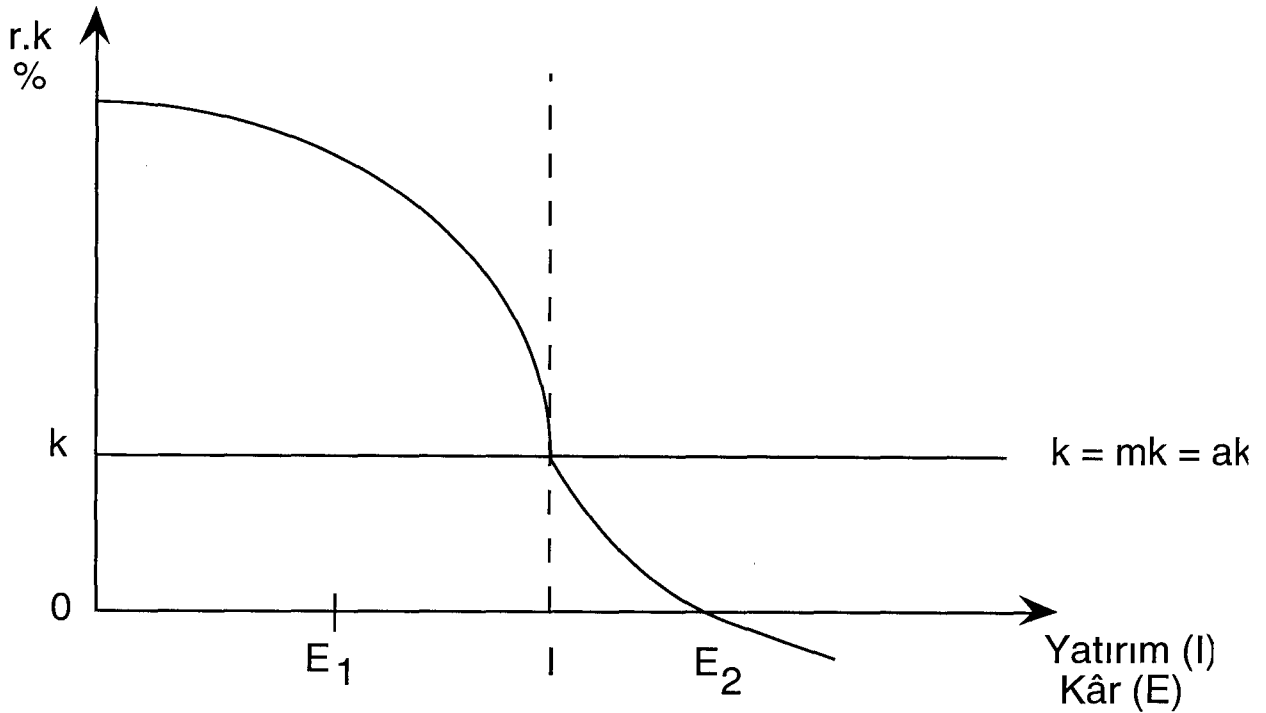
Hisse senedinin sermaye kazançları ile ilgili vergilendirmenin olduğu durumlarda, gelecekte oluşacak fiyatı elde edilecek kâr paylarına bağlı olacaktır.

Modeldeki eşitlik hisse senedi başına net kâr, kâr payı ödemeleri şirket yatırımlarının getirisi, kâr ve kâr paylarındaki büyümeler arasındaki ilişkileri ve bunların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Gordon modeli, belirsizlik ortamının bulunduğu varsayımına dayanır. Yatırımcılar ise sadece kâr payıyla ilgilenmekte ve riskten kaçınılmaktadırlar.³⁵

Modele yöneltelen eleştiriler aşağıda belirtilen nedenler etrafında toplanabilir.

i. Dış finansman olanağının bulunması: Modelde şirketlerin dış finansman olanağı yoktur. Şirketler yatırımlarını dağıtmadıkları kararları ile yaparlar. Buda sonuçta, şirketlerin programlarının optimalin altında bir noktada ulaşmasına yol açar. Bu durum aşağıdaki şekil yardımıyla açıklanabilir. (Şekil:7)

³⁵ İ. Refik ÖZDAMAR, s. 66-67.



Şekil:7 Şirketin Yatırım Olanakları Eğrisi

Şekil:7' de şirket yatırımlarının ortalama getirisi (ak) ve marjinal getirisi (mk) k 'ya eşit kabul edilmiştir. Dikey ekseninde r ve k , yatay ekseninde ise şirketin toplam kârı (E) ve toplam yatırım tutarı, (I) yer almaktadır. r , daha fazla yatırım yapılması halinde giderek azalan, bir eğri özelliğine sahip olmaktadır. Bu da getirisi yüksek olan yatırımların öncelikle düşük olanların ise daha sonra yapılacağı varsayımına dayanmaktadır. Optimal yatırım tutarı $r=k$ olduğu noktada gerçekleşeceğinden şirket OI kadar yatırım yapmak zorunda kalacaktır. OI yatırım tutarının solunda ($r > k$) şirketin toplam kârı OE_1 kadarsa şirketin dış kaynak yoluyla finansman mümkün olmadığından OE_1 kadar yatırım yapacaktır. Fakat bu nokta optimal yatırım tutarı olan OI 'nin altındaki bir yatırım seviyesini göstermektedir. Şirket ihtiyacı olan dış kaynaklı fonları sağlamak için menkul değer (tahvil, hisse senedi gibi) ihraç ederek I seviyesindeki yatırım tutarına ulaşabilmelidir. Oysa Gordon'un modelinde şirketin dış kaynaklı fonlara yatırımlarını finanse etme olanağı yoktur. Şirket ancak dağıtabileceği kâr paylarını

dağıtmayarak bunları yatırımlarının finansmanında kullanabilecektir. Dolayısıyla şirketin yatırım seviyesi optimalin altındaki bir noktada gerçekleşecektir.

2. r 'nin sabit bir oran olması, Gordon'un modelinde yatırım miktarı arttıkça r 'nin değişmeyeceği kabul edilmiştir. Belki r 'nin sabit olması yatırım miktarındaki ufak değişmeler için sözkonusu olabilir. Şekilde görüldüğü gibi yatırım miktarı artarken azalan marjinal getiri nedeni ile r , azalmaktadır.

Şirket OE_2 kadar kâr elde ettiğinde $r < k$ olduğundan kâr paylarının tamamını ödemelidir. Daha doğrusu OI kadar olan yatırımlarını finanse ettikten sonra kalan miktarı ($OE_2 - OI$) kâr payı olarak dağıtması gerekecektir.

3. k 'nin sabit bir oran olması, Gordon'un genel modelinde belirtilen k , sabit bir orandır. Oysa şirketin dolayısıyla da hisse senedinin riski arttıkça k 'da artacaktır. Yatırımcılar riske katlanmanın bedeli olarak daha yüksek bir getiri elde etmeyi beklerler.

k 'nın sabit bir oran olduğu kabul edildiğinde ise riskin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi ihmal edilmiş olacaktır.

5.5.2 Solomon Modeli

Kârın ve kâr paylarının kapitalizasyonuna dayanan hisse senedi değerlendirme modellerine karşılık, şirketin yatırım fırsatlarını da dikkate alan bu model Solomon tarafından geliştirilmiştir. Solomon'a göre cari yatırımların getirisinin artmaya başlaması ile şirket kârlarında artışlar sağlanabileceği gibi, dağıtılmayan kârların şirket tarafından yatırım fırsatlarını değerlendirecek şekilde kullanılması da net kârın büyümesine neden olacaktır. Burada belirtilen ikinci tür büyüme öncelikle şirketlerin yatırım fırsatlarının olup olmadığına bağlıdır.

Yatırım fırsatları şirketlerin teknoloji, insan gücü ve pazar açılarından üstün bir konumda olmalarını gerektirmektedir. Bu tür büyümeye Solomon gerçek büyüme (true growth) demektir.

5.5.3 Miller-Modigliani Modeli

Miller-Modigliani modeli vergiler, işlem maliyetlerinin ve belirsizliğin bulunmadığı koşullar altında hisse senedi fiyatlarını etkileyen kâr payı, net kâr ve nakit çıkışı arasında bir fark bulunmadığını göstermektedir. Model hisse senedi fiyatının şirketin kâr payı dağıtım politikasından bağımsız olduğunu göstermektedir.

Miller-Modigliani modelinin dayandığı bazı varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanabilir.

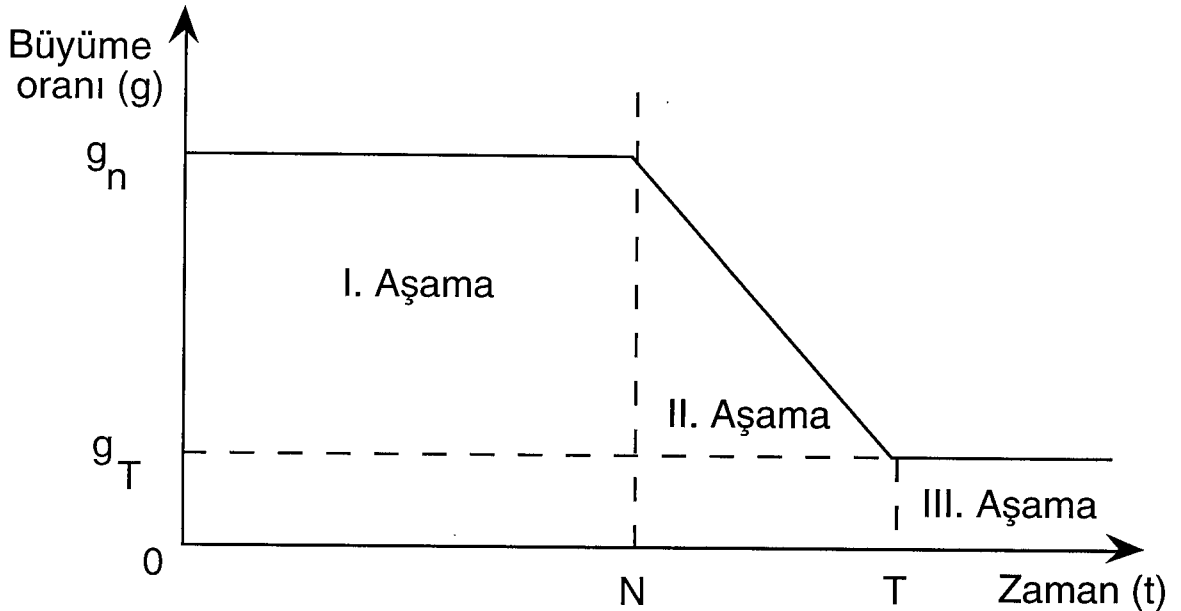
- 1- Modelde sermaye piyasası tam ve mükemmel bir şekilde işlemektedir.
- 2- Yatırımcılar rasyonel davranmaktadır.
- 3- Modelde belirsizlik durumu yoktur.

5.5.4. Üç Aşamalı Büyüme Modeli

Belirli bir şirketin hisse senedi fiyatının gelecekte dağıtılacak kâr paylarının bugünkü değerinin hesaplanması yoluyla belirlenebilmesi için kâr payları büyüme oranının bilinmesi gerekmektedir. Şirket yatırımlarının dağıtılmayan kârlarla finanse ediyorsa ve çok az bir kârpayı dağıtıyorsa uzun dönemli büyüme oranının belirlenmesi zordur. Bundan dolayı, daha önce belirtilen modellerde özellikle Gordon Modeli'nde kârpaları ve şirket kârlarının büyüme oranı sabit alınmıştır. Bu durum hem hesaplamaları kolaylaştırmakta, hem de hisse senedi fiyatı ile beklenen büyüme oranı evri alındığında doğrudan

iskonto oranının bulunmasına da olanak sağlamaktadır .

Üç aşamalı büyüme modelinde (Three Staga Growth Model) şirket kârları ve kâr paylarındaki büyüme üç aşama izlemektedir. Burada normal büyüme oranının altında (üstünde) bulunan büyüme oranı doğrusal olarak artarak (azalarak) uzun dönemli büyüme oranına ulaşmaktadır. Bu geçiş belli bir zaman periyodunda olmaktadır. Birinci aşamada kârlar ve kâr payları N yıl boyunca sabit bir oranda (g_n) büyümektedir. İkinci aşamada ise büyüme oranı doğrusal olarak azalmaya başlayacak ve kâr payı ödeme oranı ortalama (sabit) kâr payı ödeme oranına yaklaşırken, kâr lardaki büyüme oranı da ortalama (sabit) büyüme oranına yaklaşacaktır. Buna uzun dönem büyüme oranı g_T diyebiliriz. Üçüncü aşamada ise yatırım yapıldığı sürece büyüme oranı g_T olarak kalacaktır. Bu durum aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilebilir. (şekil:8)



Şekil:8 Üç Aşamalı Büyüme Modeli

Hisse senedinin fiyatı bu üç farklı aşamadaki kâr paylarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olmaktadır.

$$P_0 = d_0 \sum_{t=1}^N \left(\frac{1+g_n}{(1+k)} \right)^t + \sum_{t=N+1}^T \frac{d_{t-1}(1+g_T)}{(1+k)^t} + \frac{d_t(1+g_T)}{(1+k)^T(r-g_T)}$$

d_0 , d_{t-1} ve d_t sırasıyla başlangıç yılındaki N. yıldaki ve T. yıldaki

hisse senedi başına kâr paylarını k ise iskonto oranını göstermektedir.

İkinci aşamadaki büyüme oranında görülen düşüş doğrusal olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$g_T = g_N - (g_N - g_T) \frac{t-N}{t-N}, \quad N + 1 \leq t \leq T$$

Üç Aşamalı Büyüme Modeli'ndeki bilgisayar programlarının yardımıyla birinci ve ikinci aşamanın süresi, iskonto oranı ve büyüme oranları tahmin edilmektedir. Bunların tahmin edilmesiyle de gelecekte dağıtılacak kâr paylarının bugünkü değerleri hesaplanabilecektir. Ayrıca modelde iterasyon yoluyla kâr paylarını piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranı da bulunabilir. Risk gözönüne alındığında, yatırımcıların bekledikleri getiri oranı ile sözkonusu iskonto oranı karşılaştırılarak hisse senedinin düşük veya yüksek fiyatlandırılıp, fiyatlandırıldığına karar verilebilmektedir. Gelecekte dağıtılacak kâr paylarının izleyeceği büyüme oranına göre aşama sayısını ikiye indiren veya üçten fazla yapan modellerde hisse senedinin fiyatı belirlenebilmektedir.

Sonuç olarak, üç aşamalı büyüme modelinin büyüme oranına dönemler itibarıyla sabit kabul eden diğer modellerin eksik olan bu yanını kapatmış olduğu söylenebilir.

5.6. Hisse Senedi Analizi

5.6.1. Temel Analiz

Graham, Dadd ve Cottle tarafından geliştirilen Temel Analiz yaklaşımına göre hisse senetlerinin daimi gerçek bir değeri vardır. Ve bu değer bir denge fiyatını ifade etmektedir.

Temel Analiz yaklaşımı ile ekonominin, şirketin faaliyette bulunduğu sektörün ve şirketin kendi durumunun analiz edilmesi ve yorumlanması amaçlanmaktadır. Bu yaklaşımda gelecekteki ekonomik

koşulların nasıl gelişeceği tahmin edildikten sonra bu koşullarda en iyi performansı gösterebilecek sektörler belirlenmeye çalışılır. Daha sonra bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketler incelenerek bunların kârları, dağıtacakları kâr payları ve hisse senetlerinin bugünkü değerleri tahmin edilir. Yatırımcılar tarafından bulunan yada tahmin edilen bu değerler farklılıklar gösterebileceğinden hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde sözkonusu değerlerin kullanılması ile farklı fiyatlar bulunabilecektir.

5.6.1.1. Ekonomik Analiz

Ekonomi analizinde ekonominin gelecekteki performansı gayrisafi milli hasıla (GSMH) ve bileşenleri (tüketim, yatırım, devlet harcamaları, ihracat) para ve maliye politikaları, şirket kârları ve piyasa faiz oranlarının ne şekilde gerçekleşeceği tahmin edilmeye çalışılır. Ekonomik koşullarda meydana gelen değişiklikler şirketleri ve faaliyet gösterdikleri sektörleri olumlu yada olumsuz yönde etkilemektedir.

5.6.1.2. Sektör Analizi

Şirketler ve faaliyet gösterdikleri sektörler arasında yakın bir ilişki vardır. Özellikle hisse senetlerine yatırım yapılacak şirketlerin kârlarındaki değişimler ile ilgili sektörün toplam kârındaki değişimler arasında kuvvetli bir ilişki olduğu söylenebilir.

Sektörler GSMH ile aynı hızda büyüyecekleri gibi daha hızlı veya daha yavaş bir şekilde de büyüebilirler. Şirketlerin büyümeleri faaliyet gösterdikleri sektörlerle paralellik gösterir. Bütün sektörler Ekonomik durgunluk veya büyüme dönemlerinden aynı derecede etkilenmezler. Örneğin, devresel karakter taşıyan sektörler ekonomik durgunluk dönemlerinden olumsuz ekonomik büyüme dönemlerinden ise olumlu yönde etkilenirler.

Yatırımcılar bunun dışında bazı kriterleride göz önünde

bulundurulur.

- 1- Geçmiş dönem satış hasılatları ve kârları.,
- 2- Süreklilik: Sektörde üretilen ürünlere olan talebin ve kullanılan teknolojinin sürekliliği sektör açısından olumlu bir durumdur.
- 3- Rekabet koşulları: Sektörle ilgili bir diğer önemli hususda sektördeki rekabetin durumudur. Piyasanın rekabetçi güçlere karşı korunma şekli ve piyasaya diğer şirketlerin girişini kısıtlayıcı engeller sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kârlarını önemli ölçü de etkiler. Diğer şirketlerin piyasaya görüşünü kısıtlayıcı engeller arasında piyasada çok sayıda ürün çeşidinin bulunması, maliyet üstünlükleri ve ölçek ekonomilerin getirdiği avantajlar sayılabilir.
- 4- İş gücü koşulları: Sektör analizinde iş gücünün örgütlenme durumu ve işçilik maliyetleride gözönüne alınmalıdır.
- 5- Hükümet politikaları: Sektörü analiz eden yatırımcı hükümetin sektörle ilgili olarak aldığı ve alacağı kararlarıda göz önünde tutmalıdır. Hükümet tarafından sektörü iç ve dış rekabet karşı koruyucu mevzuatı konulabileceği gibi sektörü olumsuz yönde etkileyebilecek mevzuatta konulabilir.

5.6.1.3. Şirket Analizi

Ekonominin ve sektörün analizi aşamalarını geçen yatırımcı hisse senedine yatırım yapacağı şirketin geçmiş performansını ve gelecekte yaratacağı gelirleri analiz etme durumundadır. Hisse senedinin bugünkü değeri (fiyatı) şirketin gelir yaratabilme gücüne bağlıdır. Şirketin gelir yaratabilme gücü üretim ve yönetimin etkinliği, kârlılık, sermaye yapısı gibi bazı faktörlerin etkisi altında bulunmaktadır. Şirketin gelir yaratabilme gücü ekonomik durumdan ve sektörle ilgili genel koşullardan etkilense de, büyük oranda şirketin kendi özel koşullarını bağlıdır.

Şirket performansının kârlardaki büyümeyi nasıl etkilediği

konusunda analiz yapılırken şirketle ilgili finansal oranlar, bilançolar, gelir tabloları, faaliyet raporları ve dışardan hizmet sunan dış denetim ve danışmanlık kuruluşlarının çalışmalarından yararlanılmaktadır.

Şirket analizi yaparken önemli sayılabilecek oranlar vardır. Bazı oranlar arasında hisse senedi başına net kâr oranı, öz sermaye karşılık oranı, aktiflerin kârlılık oranı, finansal kaldıraç oranı ve diğer karşılıklarla ilgili oranlar sayılabilir.

Şirket analizi yaparken finansal oranlar dışında yatırımcı stokların ne şekilde de derlendirildiğini, hangi amortisman ayırma yönteminin uygulandığı, karşılıkların nasıl ayrıldığı, kurumlar vergisi istisnaları ve teşviklerin olup olmadığı gibi hususlara da dikkat etmelidir.

Şirketin geçmiş yıllardaki satış hacmi, fiyat ve maliyet faktörleriyle ilgili değişiklikler de geleceğe yönelik tahminlerde etkili olmaktadır.

5.6.2. Teknik Analiz

Teknik analiz yaklaşımında ise hisse senedinin bugünkü değeri ve piyasa fiyatı arasındaki bağlantıyı açıklayan temel faktörlere dayanılarak analiz yapılamamakta, geçmiş dönemlerdeki fiyat ve miktar hareketleri gözününe alınarak hisse senedinin beklenen fiyatı tahmin edilmektedir. Teknik analizeciler kısa dönemli fiyat ve miktar hareketleri ile ilgili tahminlere dayanarak hisse senetlerinin alım ve satımı için en uygun zamanı belirlemeye çalışırlar. Fakat bunu yaparken hisse senedi arz ve talebini, etkileyen temel faktörleri de tamamen analiz dışı bırakmazlar. Bununla birlikte hisse senedi piyasası fiyatının bütün faktörlerin etkisini taşıdığı varsayım kabul ettiklerinden dolayı da temel faktörleri ayrıca analize dahil etmezler. Teknik Analize göre geçmişte düşen yada yükselen fiyat ve miktar hareketleri gelecekte aynı şekilde tekrarlanabilecektir.

5.6.3. Rassal Yürüyüş Teorisi

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasaları genelde tam rekabet piyasalarının birçok özelliğini gösterirken, piyasada alıcı, satıcı sayısı çok fazladır. Bunlar piyasayı tek tek etkileyecek bir paya sahip değildirler. Menkul değerlere yapılacak yatırımlarda bilgi edinme maliyeti oldukça düşük seviyededir. Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişikliklerle ilgili bilgiler piyasaya hemen iletilir. Piyasalarda yatırımın likiditesi yüksek olup alım-satım giderleri düşük seviyededir. Böylece menkul değer fiyatları değişikliklere kolaylıkla uyum sağlayabilmektedir. Piyasaların kurumsal yapısı gelişmiştir ve ilgili mevzuat bu piyasaların verimli ve istikrarlı çalışmasını sağlar. Piyasaya hemen iletilir. Piyasalarda yatırımın likiditesi yüksek olup alım-satım giderleri düşük seviyededir. Böylece menkul değer fiyatları değişikliklere kolaylıkla uyum sağlayabilecek.

Bu tip özelliklere sahip piyasaların etkin piyasalar olduğu söylenebilir. Etkin sermaye piyasası (efficient capital market) menkul değer fiyatlarının yeni elde edilen bilgileri içererek ayarlandığı ve mevcut hisse senedi fiyatlarının da ilgili bütün bilgileri içerdiği piyasa şeklinde tanımlanabilir. Elde edilebilecek bilgilerin seviyesine göre etkin piyasaları alt gruplara ayırabiliriz.

i) Zayıf durumdaki piyasa etkinliği

Bu durumda piyasadaki cari hisse senedi fiyatı, geçmiş dönemlere ait fiyat gelişimlerini de içeren hisse senedi piyasası ile ilgili bütün bilgilere sahiptir. Gelecekte oluşacak fiyat değişikliklerinin geçmişteki fiyat değişiklikleri ile ilişkisi yoktur. Fiyat değişiklikleri bağımsızdır. Teknik Analizdeki gibi geçmiş dönemlere ait fiyat gelişimlerinin grafikler yoluyla analizi geçerli değildir. Bu analizler yatırımcının yüksek oranda getiri sağlamasına imkan vermez.

ii) Yarı kuvvetli durumdaki piyasa etkinliği

Yarı kuvvetli durumda etkin işleyen piyasada hisse senedi fiyatları kamuya açık bütün bilgileri içermektedir. Kamuya açık bütün bilgiler piyasa ile ilgili tam bir bilgiyi ve şirketlere ekonomik, sosyal ve politik duruma ilişkin piyasa dışı bilgileri içerir. Bu durumdaki piyasada birkaç profesyonel yatırımcı ve spekülâtör denge getirisinin (“satın al ve elde tut” stratejisiyle bir dönemde sağlanacak getiri) üzerinde bir getir sağlayabilmektedir.

iii) Kuvvetli durumdaki piyasa etkinliği

Bu piyasada hisse senedi fiyatları kamuya açık bilgilerin dışındaki bütün bilgileride içermekte ve yansıtmaktadır. Hiçbir yatırımcının elinde sadece kendisinin sahip olduğu bir bilgi yoktur. Ve hiçbir yatırımcı sürekli olarak denge getirisinin üzerinde bir getiri elde edememektedir. Kuvvetli durumdaki etkin piyasa önceki iki grup piyasayı da içine almaktadır.

Rassal Yürüyüş Teorisi, (Random-Walk Theory) etkin piyasalar varsayımının özel bir durumu olarak düşünülebilir. Rassal Yürüyüş Teorisinde hisse senedi fiyatları bağımsız bir şekilde önceki değerlerinden etkilenmeden yükselmekte veya düşmektedir. Rassal Yürüyüş Teorisi etkin bir piyasada birbirini izleyen fiyatlar ve getirilerdeki değişmelerin birbirinden bağımsız olduğunu ve aynı şekilde dağılım gösterdiğini kabul etmektedir. Böylece hisse senedinin birbirini izleyen fiyatları bağımsızca hareket etmekte ve buda belirli bir anda hisse senedinin piyasa fiyatının piyasadaki mevcut bilgilere göre belirlenen gerçek değerine (intrinsic value) eşit yada yakın olduğunu göstermektedir. Etkin piyasa varsayımına aykırı olarak hisse senedi fiyatlarının sistematik etkenler dolayısıyla gerçek değer etrafında dalgalandığı düşünülse bile bu durumda bazı yatırımcılar bundan yararlanmak isteyecekler ve yapacakları alım-satımlarla (arbitraj alım-satımlara) hisse senedi fiyatındaki tüm sistematik dalgalanmaları ortadan kaldıracaklardır. Bu durumda tekrar hisse senedi fiyatları

rassal dalgalanmalar gösterecektir. Yapılan uygulamalı çalışmalara göre hisse senedi piyasalarının genelde zayıf durumdaki etkin piyasalar olduğu sonucuna varılmıştır. Rassal Yürüyüş Modelini hisse senedi fiyatlarının geçmişe ait piyasayla ilgili tüm bilgileri yansıttığı varsayımına dayanan zayıf durumdaki etkin piyasalar hipotezinin özel bir durumu olarak almak mümkündür. Böylece Rassal Yürüyüş Modeli'ni doğru çıkaran bütün unsurlar, zayıf durumdaki etkin piyasalar hipotezinde doğruluğunu kanıtlayacaktır.³⁶

6. HİSSE SENETLERİNİN FİYATLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLER

Ekonominin genelinde meydana gelen gelişmeler çoğu kez firmaların topluca performans, üzerinde etkili olabilecek nitelikte olduğu için bu gelişmeler hisse senetleri fiyatlarının topluca artırma veya düşürme eğilimine girmesine neden olurlar. Bununla beraber her bir firmanın performansı ile ekonominin bütünlüğünde oluşan gelişmeler arasında farklılıkların bulunmasında doğaldır

6.1. Döviz Kuru

Türk ekonomisinin dışı açılmasıyla birlikte döviz, yurt içindeki spekülörleri için alternatif bir yatırım aracı durumuna gelmiştir.

Borsa açısından, tıpkı altın fiyatları ve faiz oranı gibi döviz kurlarındaki değişmelerde rakip durumundadır. Dördüncü bölümde değinilecektir.

³⁶ İ. Refik ÖZDAMAR, s. 155-156.

6.2. Altının Fiyatı

Özellikle Türk Halkı geleneksel yatırım aracı olan altına hâlâ büyük ölçüde yer vermektedir Cumhuriyet altını da tıpkı döviz kurları gibi, alternatif bir yatırım aracıdır ve hisse senetleri fiyatları ile negatif yönlü bir ilişkinin bulunması doğaldır. İnceleyeceğimiz dönemde İMKB indeksi ile ilişkisine son bölümde değinilecektir.

6.3. Kamu Menkul Kıymetlerinde Reel Faiz

Kamu menkul kıymetler faizleri, risksiz faiz oranının göstergesi olarak alınabilir. Geçmiş 12 aylık enflasyon oranı dikkate alınarak şu şekilde hesaplanmaktadır.

ERB = Kamu Menkul Kıymetlerinin Beklenen Reel Faizi

BR = Kamu menkul kıymetlerinde gerçekleşen 1 yıllık faizler

P = Geçmiş 12 aylık enflasyon oranı

$$ERB = \frac{1+BR}{1+P} - 1$$

Bu oranın artması hisse senetleri fiyatlarını, iki yönden olumsuz etkileyebilir. Birincisi, sabit gelirli kamu menkul kıymetlerine olan talep, hisse senetlerinin talebine rakip bir durumdadır. İkincisi, bir anlamda "temel faiz oranı" olarak değerlendirilebilecek bu parametrenin artması, işletmelerin finansman maliyetlerinin artması sonucu, kârlılıklarını olumsuz yönde etkileyebilir. Böyle bir durumda ise hisse senetleri fiyatlarını ters yönde etkiler.

6.4. Mevduatta Beklenen Reel Faiz

Bu değişkenin hesaplama yöntemi de kamu menkul kıymetlerinin beklenen reel faiz oranının hesaplanma yöntemiyle aynıdır. Mevduata

aldatmacası “money illussion” etkisi) bir takım tasarruf aracalarına olan talebi azaltır. Bu nedenle sözkonusu durum gerçekleşirse enflasyon, hisse senetleri fiyatlarını olumsuz yönde etkileyebilir.

6.7. Para Arzı

Para arzı, bir ekonomide nominal değişimleri etkileyen en önemli parametredir. Bu nedenle para arzındaki artış doğaldır, ekonominin likiditesini arttırdığından hisse senetleri piyasasında da fiyat artışı yönünde etkiler. Para arzı (M2) şu büyüklükleri kapsamaktadır: Dolaşımdaki para + Merkez Bankasındaki mevduat + bankalardaki vadeli ve vadesiz mevduat. Para arzının hisse senetleri üzerindeki beklenen etkisi çalışmamızın üzerinde durduğu konudur. Bu konu 4. Bölüm' de incelenecektir.

6.8. Siyasal Konjunktürde ve Yasal Düzenlemelerdeki Değişiklikler

Dünyanın hemen her yerinde menkul kıymetler borsalarının doğrudan ekonomik değişken olmamakla birlikte siyasal bir takım krizlerden ve yasal düzenlemelerden çarpıcı bir şekilde etkilendikleri görülmektedir.

Örneğin ülkemiz için hükümet değişiklikleri, Körfez Krizi ve Savaşı ile sermaye piyasasıyla ilgili yasal düzenlemelerdeki değişiklikleri içermektedir.³⁷

Şimdiye kadar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yani sermaye piyasasında hisse senedinin edinildiği yer belirlenmeye çalışıldı. Şimdi ise para arzının analizine geçilecektir. Ayrıca otomobil fiyatları, konut fiyatları vb. gibi diğer faktörler de etkilidir.

³⁷ Necat BERBEROĞLU, vd., İİBF Dergisi, Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye' de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi, cilt x, 1992, sayı 1-2, s. 24-27.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA ARZI ANALİZİ

1. PARA KAVRAMI

Günümüzde değişmeyen bir para tanımı vermek imkansızdır. İktisatçılar para tanımı üzerinde birlik sağlayamamışlardır. Bir tanıma göre para iş bölümü ve uzmanlaşmanın doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan, ortak bir ölçü birimidir.³⁸

Paranın Fonksiyonları a) Hesap birimi b) Değişim Aracı c) Tasarruf aracı olarak sayılabilir.

Modern İktisatçılar günümüzde üç para kavramı üzerinde durmaktadır. Bunlar M1, M2, M3 para tanımlarıdır.

M1 dar anlamda bir para tanımıdır. ve parayı Nakit+Vadesiz Mevduatlar olarak tanımlar.

M2 daha geniş bir tanımdır. M1 Para tanımına ilave olarak ticari bankalardaki vadeli Mevduatları da kapsar.

M3 para tanımı ise; M2+Para Benzeri Likiditeler girmektedir.

Bir ekonomide para arzının belirleyicileri: Merkez Bankası tarafından alınan kararlarla belirlenir. Bir ekonomide para arzının ne kadar olacağı ne kadar arttırılması gerektiği Merkez Bankası belirler (dışsal para arzı). Diğer bir durumda ise para arzı, iş hacmi, faiz oranları gibi tamamen Merkez Bankası dışında oluşan ekonomik olaylar tarafından belirlenir. Bu durumda içsel para arzı söz konusudur. Sonuç olarak para arzı kısmen endojen (içsel) kısmende egzogen (dışsal) dir.³⁹ Türkiye'de para arzı tanımları oldukça çeşitlenmiştir.

M1 (Eski): Bu tanım dolaşımdaki para ve mevduat bankalarındaki

³⁸ Erol MANİSALI, İktisada Giriş, İ.Ü.İktisat Fakültesi, 9980.s,193.

³⁹ İlker PARASIZ, İktisada Giriş,Ezgi Kitapevi Yayınları, 2. Baskı, 1993 s.226.

vadesiz ticari mevduatları içerir.

M1Y (Yeni): Bu tanım, eski M1'in yanı sıra Merkez Bankası'ndaki mevduatları ve Vadesiz Tasarruf Mevduatlarını da içermektedir.

M2A: M1Y (yeni) ve Vadeli Tasarruf Mevduatlarını içerir.

M2 : M2A ile Vadeli Ticari Mevduatlarını ve mevduat sertifikalarını kapsar.

M2Y: M2A ile yurtiçi kaynaklı Döviz Tevdiat Hesaplarını kapsar.

M3A: M1 ile Resmi Mevduatları içerir.

M3 : M3A ile Döviz Tevdiat Hesaplarını kapsar,

M4 : M3A ile Merkez Bankasındaki diğer mevduatları içerir.

Merkez Bankası Parası (MBP) ise şunlardan oluşur. Merkez Bankası Parası, emisyon, bankaların zorunlu karşılıkları, bankaların serbest olanığı (serbest mevduat+kullanılabilir kredi olanağı), fon hesapları, banka dışı kesimin mevduatı, açık piyasa işlemlerinden MB borçları ve kamu mevduatlarından oluşur⁴⁰

Daha önce para tanımını vermiştik, şimdi ise para arzının tanımını verirsek, Para Arzı, dolaşımdaki ödeme araçlarının nominal satın alma gücü toplamı veya bir ülkede belirli bir zamanda tüm şahıslar ve kuruluşlarca likid olarak tutulan mevcut para stokudur⁴¹

Merkez Bankası banknot çıkarmak (emisyon yapmak) hususunda tekele sahip olmakla beraber, serbestiye sahip değildir. Üç halde emisyon yapabilir.

A. Altın ve Döviz Karşılığı,

B. Piyasa Senetleri Karşılığı,

C. Hazine Gereksinimleri Karşılığı⁴²

⁴⁰ Hurşit GÜNEŞ, Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı, İTO Yanın No.:1992-18, s.35.

⁴¹ Feridun ERGİN, Para ve Faiz Teorileri, İstanbul 1983, s.73.

⁴² Sadun AREN, İstihdam Para ve İktisadi Politika, Bilgi Yayınevi, 5. Basım, Ankara, 1982, s.107-108.

Merkez Bankası varlıklarını ister mevduatla ister emisyon yaratarak finanse etsin, Merkez Bankası parası olarak adlandırılabilir bir yükümlülük altına girmek zorundadır. Bu yükümlülüğü temsilen kullanılan parasal gösterge Merkez Bankası parası, daha dar kapsamlı olan rezerv para yada parasal taban olabilir. Bunun Tablo 6.1'e baktığımızda daha iyi görebiliriz.

TCMB'NİN TOPLAM VARLIK VE İÇ YÜKÜMLÜLÜKLERİ

| | |
|---|--|
| I. NET DIŞ VARLIKLAR | Emisyon + |
| | Bankalar Zorunlu Karşılıklar + |
| | Bankalar Serbest İmkani (Serbest Mevduat + Kullanılabilir Kredi İmkani) + |
| II. TOPLAM İÇ KREDİLER (I+2) | Fon Hesapları + |
| 1.Kamu Kesimine Açılan Krediler (a+b+c+) | Banka Dışı Kesimin Mevduatı = |
| a. Nakit Oarak Açılan Krediler | REZERV PARA |
| b. Kullanılabilir İmkan | + |
| c. Değerleme Hesabı | Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlar = |
| 2.Bankalara Açılan Krediler (d+e) | PARASAL TABAN |
| d. Kullanılan | + |
| e. Kullanılabilir İmkan | Kamu Mevduatı (Serbest Mevduat+Kullanılabilir Kredi İmkani) = |
| III. DİĞER KALEMLER (Net) | MERKEZ BANKASI PARASI + |
| IV. NET İÇ VARLIKLAR (II) + (III) | Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat = |
| | TL YÜKÜMLÜLÜKLERİ + |
| | Bankaların Döviz Mevduatları = |
| V. TOPLAM VARLIKLAR (I) + (IV) | TOPLAM İÇ YÜKÜMLÜLÜKLER |

TABLO:5 TCMB'nin Toplam Varlık ve İç Yükümlükleri

(1) Rezerv Para; emisyon, M.B'nın bankacılık kesimine olan TL. yükümlüğünü (bu, bankalar zorunlu karşılıkları, bankaların MB'daki serbest mevduatı ve kullanılabilir kredi imkanından oluşmaktadır.

Ayrıca bunların yanında, toplam içinde nisbi önemi oldukça küçük olan fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatından mevdana gelmektedir. Banka dışı kesim mevduatı; belediye, özel idareler, serbest mevduat (elçilik, ortaklık, vakıf dernek, v.b. kuruluşlara ait), ithalat bedel ve teminatları gibi kalemleri içermektedir.

(2) Parasal Taban; Rezerv Para + Açık Piyasa İşlemleri sonucu M.B.'nin bankacılık kesimine yükümlülüğü MB'nin Açık Piyasa işlemleri sonucu bankacılık kesimine olan yükümlülüğü, 'repo' işlemleri ile ilgili olarak ortaya çıkmaktadır.

(3) Merkez Bankası Parası; Parasal Taban + M.B.'da Kamu Mevduatı (M.B.'nin Kamuya olan yükümlülüğü), MB'da kamu mevduatı, kamuya ait serbest mevduat ve kullanılabilir kredi imkanını içermektedir. Bu mebla, her an kullanılabileceği düşüncesinden hareket edilerek MBP'na dahil edilmiştir. Merkez Bankası Parası, M.B.'nin TL. cinsinden ekonomideki tüm diğer birimlere olan yükümlülüğünü vermektedir. Başka bir deyişle, döviz cinsinden olan yükümlülükler hariç tutulduğunda, Merkez Bankası Parası, bilanço toplamını verecektir.

Burada vurgulanması gereken iki nokta;

a) M.B.'nin dövizle ilişkin işlemlerinden sadece döviz alım ve satımı Merkez Bankası Parası'nı etkilemektedir.

b) Merkez Bankası Parası'nı oluşturan kalemlerin, mali sisteme giriş biçimi ve mekanizmaları farklı olmakla beraber, likidite yaratma etkileri aynıdır. Türkiye'de bu amaçla yaygın bir biçimde kullanılan emisyon, M.B.'nin likidite yaratma yeteneğinin sadece bir kısmını yansıtmakta, bu nedenle likiditedeki gerçek değişmeyi doğru olarak vermemektedir.

Bu nedenle TCMB. para politikası uygulamasının likidite üzerindeki etkisinin, en iyi Merkez Bankası Parası'nın izlenmesi ile görülebileceğini savunmaktadır.

(4) Toplam İç Yükümlülükler; Merkez Bankası Parası + Döviz olarak takip olunan mevduat + Bankaların döviz mevduatları. Diğer bir deyişle,

Toplam İç Yükümlülükler = Merkez Bankası Parası +M.B.'nin döviz cinsinden iç yükümlülükleri.

Bu büyüklük, M.B.'nin sadeleştirilmiş. bilanço toplamını vermektedir; ayrıca, bilançonun varlıklar yönünden bakıldığında, M.B.'nin net iç ve dış varlıkları toplamına eşittir.

Döviz Cinsinden İç Yükümlülükler

M.B.'nin döviz cinsinden ifade edilen iç yükümlülükleri şunlardır:

a) M.B.'nin kamu kesimine olan ve döviz cinsinden izlenen yükümlülükleri, Burada Hazine ve KİT'lerin döviz cinsinden sağladıkları krediyle açtıkları döviz mevduatı ve Toplu Konut Fonu'nun döviz endeksli mevduatı en önemli kalemleri oluşturmaktadır.

b) M.B.'nin Bankalara olan döviz yükümlülüğü, Bu, bankaların döviz cinsinden serbest mevduatı, swap (bankaların MB ile yaptıkları döviz üzerine repo; belirli bir süre için döviz bırakıp karşılığında TL. alınması) ve döviz mevduatı zorunlu karşılıklarından (döviz cinsinden tutulan) oluşmaktadır.

Bu kalemler bir yandan M.B.'nin döviz yükümlülüğü olduğundan "dış borçlanma"ya benzemekte, öte yandan da yurt içinde yerleşik kişilere karşı yükümlülük getirdiği için Merkez Bankası Parası'nı oluşturan kalemlere benzemektedir. Nitekim bu hesaplardan yapılan çakilişler, M.B. bilançosu açısından, bunların Merkez Bankası Parası'na dönüşmesi anlamına gelmektedir.

TCMB'nin bilançosunda yer alan bazı kalemler normal olarak merkez bankalarının bilançolarında ya hiç bulunmaz ya da toplam içinde ihmal edilebilecek bir pay taşırlar. Örneği ABD ve Federal Almanya gibi ülkelerin merkez bankası bilançolarında, Merkez Bankası

Parası ve Toplam İç Yükümlülükler birbirine eşittir. M.B.'nin yükümlülükleri karşılığında bilançosunda yer alan varlıklar, Tablo 6.1'in sol tarafında özetlenmiş, aşağıda ise detaylı biçimde açıklanmıştır.

B.M.B.'nin Varlıkları - Bu kalemde yer alan öğeler şunlardır:

(I) Net Dış Varlıklar = Toplam Dış Varlıklar eksi yerleşik olmayanlara olan dış yükümlülükler (Tablo 6.1'de Toplam Varlıklar ile Toplam İç Yükümlülükler arasındaki eşitlik, dış varlıkların "net" alınmasından dolayıdır.)

(II) Yurtiçi Kredileri = Yurtiçinde MB tarafından açılan TL. krediler.

(i) Kamu kesimine açılan krediler

i.a. Nakit olarak açılan krediler

-Hazine'ye açılan krediler; bunların amacı, devlet gelir ve giderleri arasındaki kısa dönemde ortaya çıkabilecek farklılıklardan doğan finansmanaçığını karşılamaktır.

-Toprak Mahsulleri Ofisi ve KİT'lere açılan krediler; bunlar, belirli bir iktisadi faaliyetin finansmanı için açılır.

i.b. Kullanılabilir İmkan = M.B.'nin kamu kesimine tanıdığı kredi limiti ile fiilen kullanılan arasındaki fark (bu fark, "her an kullanılabilen" şekilde düşünülmektedir). Açılan kredinin kullanılmayan kısmı kredi alanın M.B.'daki mevduatında görülmektedir.

i.c. Değerleme Hesabı = Bu kalemde, TL'nin yabancı paralar karşısında değerinin değişmesi nedeniyle M.B.'nin net dış varlık ve yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkan farklar yer almaktadır. M.B.'nin döviz yükümlülükleri, varlıklarından fazla olduklarından, bu hesap özünde Banka'nın döviz kuru değişimleri nedeniyle uğradığı zararı göstermektedir. Değerleme Hesabındaki hareketlerin en önemli belirleyicisi kur değişimleri olduğundan, son yıllarda bu hesap çok büyümüş, bilançonun denetimini güçleştirmiştir.

(ii) Bankalara Açılan Krediler = Bunlar ticari, sinai ve tarım

kredileridir. M.B. reeskonta kabul ettiği senetler karşılığında bankalara kredi açmaktadır. Bu krediler, 1989 yılı sonuna kadar genelde orta ve uzun vadeli olarak açılmaktaydı. 1990'dan itibaren reeskont aracının salt para politikasının yürütülmesinde öngörölmüş ve krediler kısa vadeli olarak sınırlandırılmıştır.⁴³

Şimdide kısaca para teorilerinden bahsedelim. Miktar teorisi para teorilerinin en eski olanıdır. Sonraları Bodin, Cassel ve özellikle Fischer tarafından geliştirilmiştir.

Çeşitli düşünürler arasında teoriyi anlayış bakımından, ince de olsa bazı farklılıklar bulunmakla birlikte, en saf biçimiyle Miktar teorisi, para miktarındaki değişmelerin, doğrudan doğruya ve aynı oranda olarak, fiyat değişmelerine neden olduğunu ifade eder.

Mikdar teorisi iki temel varsayıma dayanır; Varsayımlardan birincisi, paranın yalnızca değişimde bulunmak, yani mal ve hizmet alımlarında kullanılmak amacıyla talep edilmekte olmasıdır. Bununla birlikte elde tutulan toplam para miktarı ile milli hasıla arasındaki oranın değişmemesi koşuluyla, paranın biriktirmek amacıyla talep edilmesi de teorinin işleyişini bozmaz. İkinci varsayım, para miktarındaki değişmelerin üretim ve istihdam düzeyini etkilememesi, yani ekonominin her zaman tam istihdam düzeyinde bulunmasıdır.

Para değerini miktar teorisiyle açıklayan klasik iktisatçılar, paraya iktisadi faaliyetlerde aktif bir rol vermemişlerdir. Onlara göre para, deyim yerinde ise makinelerin çalışmasını kolaylaştıran yağın fonksiyonuna benzer bir rol oynar; para, iktisadi olayları örten bir tül gibidir; ekonominin reel büyüklüklerini etkilemez.

İşte para miktarı ile fiyatlar arasındaki ilişkileri, paraya aktif bir rol vererek inceleyen iktisatçıların görüşlerini gelir ve harcama teorisi adı altında ifade edebilir. Gelir ve harcama teorisini savunan iktisatçılar miktar teorisine çeşitli itirazlarda bulunmuşlardır. Bu itirazların başında, miktar teorisinin üretim, istihdam, tüketim ve gelir düzeylerini

⁴³ Nur KEYDER, Para Teorisi, ODTÜ, s.152-155.

kısa dönemler için sabit varsaydığını; bunun ise doğru olmadığı gelir. İkincisi, para miktarı ile fiyatlar arasında miktar teorisinin öne sürdüğü gibi kesin ve kendiliğinden işleyen matematiksel bir ilişki kurmanın mümkün olmadığı, bu bakımdan da miktar teorisinin hem yetersiz hemde yanlış olduğu ifade edilir. Çünkü, ekonomide kimi zaman para miktarı arttırıldığı halde, fiyatlarda hiçbir değişiklik olmayıp sadece gelir düzeyi ve üretim hacmi artabilir; kimi zaman da, yukarıda belirttiğimiz gibi, para miktarında hiçbir değişiklik yapılmadığı halde fiyatlarda değişme ortaya çıkabilir.

Gelir ve harcama teorisine göre, ekonomide parasal (nominal) gelir düzeyi ile reel gelir düzeyi arasında bir ayırım yapmak gerekir. Ekonomide para arzının artması herşeyden önce bireylerin nominal gelirini arttırır. Nominal geliri artan bireyler, tüketim ve tasarruf eğilimlerine göre bu gelir artışının bir kısmını yeni tüketim harcamalarına ayırırlar; geriye kalan kısmını ise, tasarruf ederler. Kaldı ki, geliri artan kesimlerin yüksek ya da düşük gelir grubunda olmalarına göre de tüketim ve tasarruf büyüklüklere farklı olur. Gelir ve harcama teorisinin özü, parasal gelirin oluşmuna ve kullanım biçimine bağlıdır.⁴⁴

2. PARA ARZININ EKONOMİYE ETKİLERİ

Kısa dönemde açıkların para basılarak finanse edilmesi fiyat oranlarını yükseltmediği için yatırımlar ve büyüme üzerinde daraltıcı bir etki yaratmamaktadır. Ancak uzun dönemde ekonomide atıl kaynaklar yoksa açıkların para basılarak finanse edilmesi enflasyonist etkisi nedeniyle reel para arzını düşürmektedir. Buda faizleri yükseltmekte yatırımları azaltmakta dolayısıyla toplam üretimi daratmaktadır. Dış denge açısından olaya baktığımızda ise değişken döviz kuru altında ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir

⁴⁴ Ergül HAN, İktisada Giriş 2, Eskişehir, 1994, s.43-47.

ekonomide bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi halinde gelir artışı söz konusu olmaktadır. Gelirdeki bu artış ödemeler dengesi açığına yol açacaktır. Ancak döviz kurunun değer kazanması veya TL.'nin değer kaybetmesi sonucu ülkenin uluslararası rekabet gücü artacağı için cari işlemler hesabı tekrar dengeye ulaşacaktır.

Emisyonun enflasyonist baskısı borçlanmaya göre daha fazladır. Bütçe açığı ile parasal büyüme arasında doğrudan bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla bütçe açıklarının tamamen para basılarak finanse edilmesi para arzının nominal milli gelire göre daha hızlı artmasına neden olarak birçok piyasada enflasyonist baskı yaratacaktır.

Bütçe açıklarının iç borçlanma yerine Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesi gevşek bir para politikası uygulaması anlamına geldiği için TL'nin reel anlamda değer kaybının hızlanmasına neden olabilir. Ayrıca borçlanma ve emisyonla finansman politikaların optimal bir şekilde yürütüldüğü bir uygulamanın benimsenmesi ekonomide istikrarın sağlanması açısından önem taşımaktadır.

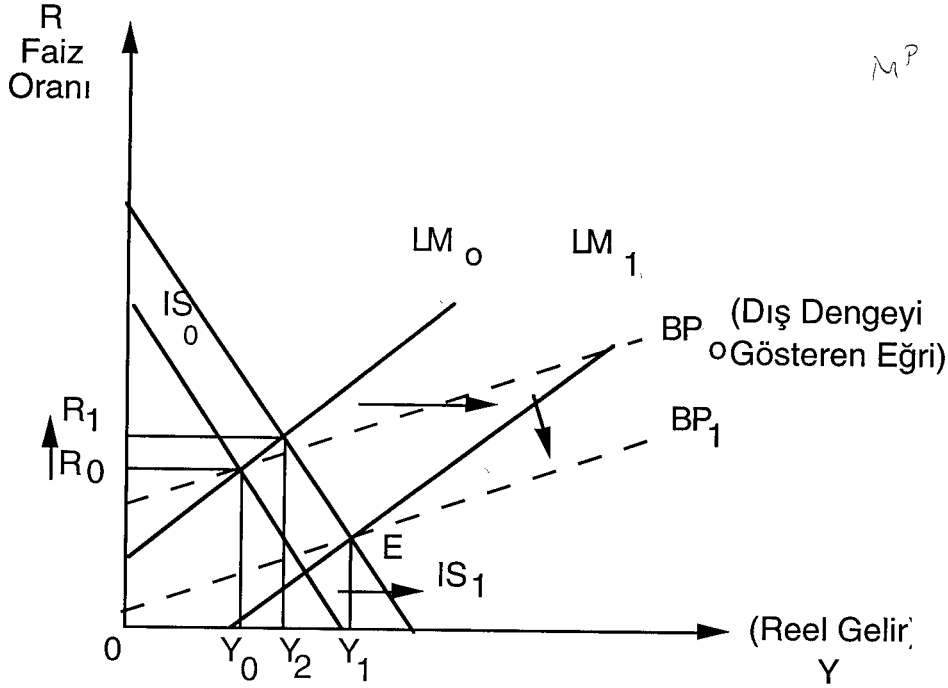
Ancak, iç borçlanmadan tamamen vazgeçilerek, bütçe açığının finansmanında emisyonu gidilmesi ekonomi üzerinde daha değişik etkiler yaratabilecektir. Aşağıda ana başlıklar halinde bu etkiler üzerinde durulacaktır.

- 1- Faiz oranları-Yatırımlar,
- 2- Fiyatlar,
- 3- Döviz kuru-ödemeler dengesi.

2.1. Faiz Oranları - Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Bütçe açığı ile karşılaştığında fon talebi artma eğilimi göstermektedir. Harcama artışı, fon talebini yani para talebini arttırarak faiz oranını yükseltmektedir. Ancak, açığın finansman şekli bu noktada önem taşımaktadır. Eğer hazine bu açığı tamamen Merkez

Bankası kredileri ile yeni para basarak finanse ederse, faiz oranları tekrar düşme eğilimine girecektir. Bu bölümdeki analizler IS-LM eğrileri yani mal ve para piyasasındaki dengeler açısından ele alınacaktır.



Şekil:9 Emisyona Gidilmesinin Ekonomik Etkileri

Kamu Harcamalarındaki artış toplam talebi artırır.

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

T. Arz = T. Talep

Burda paraya olan talebi arttıracığı için faiz oranlarını yükseltecektir. R_0 'dan R_1 'e doğru Eğer açık para basılarak finanse edilirse para piyasasındaki dengeyi gösteren LM eğrisi sağa doğru hareket ederek LM'dan LM_1 olacaktır ve faiz oranları düşme eğilimine girecektir. (Şekil:9) Kamu finansman açığının monetize (para basılarak) edilmesinin, kısa dönemde, faiz oranları üzerinde bir baskı olmaktadır. Faiz oranlarının artmaması ve toplam talep artışı yatırımları özendirerek toplam üretiminin artmasını ve (Y_T) düzeyine ulaşmasını sağlar.

Ancak uzun dönemde, eğer ekonomide atıl kaynaklar yoksa fiyatlar artacağı için para arzının reel değeri azalacak ve böylece LM eğrisi döneceğinden bir süre sonra esas baskı faiz hadleri üzerinde

görülecektir. Ayrıca fiyat artışları kamu finansman açığında arttıracaktır. Sonuçta enflasyon yükselecek ve nominal faizler artacaktır. Tabii buna bağlı olarakta yatırımlar kısa dönem analizine göre daralmış ve toplam üretim artışıda daha düşük seviyede gerçekleşmiş olacaktır. Üretimin örneğin Y_Z seviyesine inmesi.

Dış dengeyi gösteren BP eğrisinde analize dahil edilmesi maliyet politikasının ödemeler dengesi etkilerinde incelenmesi açısından önem taşımaktadır. İktisat literatüründe Mondel-Fleming Modeli olarak bilinen bu model açık ekonomi modeline sermaye çıkışlarını da dahil etmiştir. Bu modele göre uluslararası sermaye akımları yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları farklılıkları nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

$$\text{Kamu Finansman Dengesi} = x(\text{Doviz kuru}) - f(\text{Doviz kuru})y + \text{Marjinal} \\ \text{(BOF)} \quad \quad \quad (e) \quad \quad \quad (e)$$

$$\text{İthal eğilimi (Yurtiçi faiz oranı - Yurt dışı faiz oranı)} \\ (y') \quad \quad \quad i \quad \quad \quad (if)$$

$$\text{yani; } BOF = x(e) - f(e)y + y(i-if)$$

Döviz kuru sabit alındığında kamu finansmanının dengede olması ($BOF=0$) 1- Faiz oranları ve 2- Gelir ile ilgilidir. Örneğin genişletici maliye politikası ile gelirden sağlanan bir artış cari işlemler dengesini bozacaktır. Kamu kesimi finansman dengesini korumak için cari işlemler hesabındaki bu bozulma sermaye hesabının iyileştirilmesi ile giderilir. Bu ise modele göre

Değişken döviz kuru ve sermaye hareketlerinin sınırlı olduğu bir ülkede genişletici para ve maliye politikalarının nasıl işlediğini IS-LM-BP eğrileri yanı sıra mal ve para piyasası ile dış denge açısından yeniden ele alalım.

Bütçe açıkların para basılarak finanse edilmesi para arzını artıracığı için LM eğrisi sağa doğru kayacaktır. LM_1) (Şekil:9)

$$L = L_t, p + L_s = k(Y) + L(r)$$

$$\text{Para Talebi} = L = k(y) + L(r)$$

$$\text{Para Arzı} = M + M_s$$

Denge Koşulu= $L=M$

IS_0 ve LM_1 eğrilerinin kesiştiği noktada kısa dönemde gelir arttığı için (Y_2) ödemeler dengesi açık vermektedir. Ancak değişken döviz kuru altında, döviz kuru değer kazancak veya ülkenin para birimi değer kaybedecektir. Bu durum ise hem IS_0 eğrisini hemde BP_0 eğrisini sağa doğru hareket ettirecektir. İç ve dış dengenin sağlandığı noktada (E) her üç eğride kesişecektir. Yeni denge noktasında döviz kuru değer kazanmış, gelir genişlemesi Y_1 düzeyine ulaşmış ve yurtiçi faiz oranları da yükselmemiştir. Döviz kurunun değer kazanması sonucu ülkenin uluslararası rekabet gücü artmış ve cari işlemler hesabı dengeye ulaşmıştır. Ancak döviz kurunun değer kazanması veya ülkenin para biriminin değer kaybetmesi çok kısa dönemde dış ticaret bilançosuna bozucu etki yapmaktadır. Olumlu etkileri belirli bir süre sonra görülmeye başlar Literatürde bu analiz J-EĞRİSİ ETKİSİ diye bilinmektedir.

Ulusal paranın değer kaybetmesinin ilk ve ani etkisi ihraç mallarını yabancı para cinsinden ucuzlatmasıdır. Bunun beklenen sonucuda dış talep esnekliğine bağlı olarak ihracat hacminin artması ve döviz gelirlerinin çoğalmasındır. Ancak ülkede ihraç mallarının dış talep esnekliği uygun olsa bile, ihraç hacminde istenilen değişikliğin ortaya çıkması için belirli bir zaman süresine gerek vardır. Bu etkiler ortaya çıkıncaya kadar ihraç malları daha düşük fiyattan yabancılara satılacağından döviz gelirlerinde bir düşme görülecektir. Diğer yandan daha önceden yapılan ithalat bağlantıları gibi nedenler dolayısıyla ithalat hacminin de düşmesi söz konusu olmaz. Buda bir süre ulusal paranın değer kaybetmesine rağmen döviz giderlerinin artması demektir.

O halde yukarıda analiz doğrultusunda döviz kurunun değer kazanması sonucu cari işlemler hesabının dengeye ulaşması ancak belli bir zaman süresine bağlı olacaktır.

Bütçe açıklarının emisyonla finansmanı sonucunda toplam gelirden gözlenen artışın vergi hasılatında artırması ve bir süre sonra bütçenin dengeye gelmesi sözkonusu olacaktır.

Ancak Türkiye'de durumun böyle olmadığını görüyoruz. 1980 öncesinde aşırı parasal finansmana rağmen bütçe açıklarında bu mekanizme nedeniyle bir azalma çıkmamakta tersine açıkları artırıcı etkiler doğmaktadır. Bunun anlamı sistemin kararlı bir dengeye yönelmediğidir. Bu çelişkili sonucun aslında gelişmekte olan birçok ülkede var olduğu görülmektedir. Bu durum vergi sistemleriyle ilgili yapısal sorunlardan kaynaklanmaktadır. Vergi gelirleri Milli gelire göre fazla esnek değildir. Ayrıca vergiyi doğuran olaya verginin tahsili arasında oldukça uzun bir süre bulunmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan bir çok ülkede ve Türkiye'de kamu harcamalarının fiyat artışlarından doğan nominal milli gelire uyumu ise daha uzun bir süreye yayılmaktadır. Uyum sürelerindeki farklılık giderek kamu açıklarının artmasına neden olmaktadır.

Dolayısı ile Türkiye'de vergi toplama sistemi etkin bir hale gelmedikçe kamu açıklarının kendini besleyen bir süreç yaratarak ekonomiyi istikrarsızlığa götüreceği söylenebilir. Türkiye'de 1984 yılından sonra bütçe açıkları kısmen monetize edilmiş, açıkların finansmanında daha çok iç borçlanmaya gidilmiştir.

Özetle uzun dönem için ele alırsak açıkların para basılarak finanse edilmesi enflasyonist etkisi, nedeniyle reel para arzını düşürecektir. Buda faizleri yükseltecek, yatırımları azaltacak dolayısı ile toplam üretim daralacaktır. Yani açıkların tamamen emisyonla finanse edilmesinin faiz oranları, yatırımlar ve büyümeyi üzerinde ancak kısa dönemde ekonomide atıl kapasite varsa olumlu etkileri olabilir. Tabii yatırımların faiz oranlarını ne denli duyarlı olduğunda önemli bir husustur. Türkiye gibi enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde yatırım kararlarının alınmasında faiz oranlarından ziyade ekonomideki belirsizlik

istikrarsızlık ve döviz kurlarındaki gelişme de çok önemli faktörler olmaktadır. (Döviz kuru ve ödemeler dengesi etkileri daha sonra ayrıca ele alınmıştır).⁴⁵

2.2. Fiyatlar Üzerindeki Etkileri

Bütçe açıkları parasallaşma ile finanse edilir ise yani parasal büyüme söz konusu ise buda enflasyona neden olmaktadır. Eğer para arzındaki artış hızı nominal milli gelir artış hızından fazla ise bu birçok piyasada enflasyonist baskı yaratacaktır. Dolayısıyla bütçe açığının para basılarak finanse edilmesi para arzının nominal milli gelire göre daha hızlı artmasına neden olacaktır.

Kamu kesimi açıklarının parasal genişleme yoluyla enflasyon oranına etkisi aşağıdaki denklem ele alınarak gösterilmiştir

$$d = m \left(\frac{\Delta M}{M} \right)$$

$$d = \frac{\text{Kamu Kesimi Açığı}}{\text{GSMH}}$$

$$m = \frac{\text{Rezerv Para}}{\text{GSMH}}$$

$$\frac{\Delta M}{M} = \text{Rezerv Paradaki Oransal Değişim}$$

Bu denklemde kamu kesimi açığının tümüyle likidite genişlemesi yoluyla finanse edildiği varsayılmıştır. Herhangi bir dönemde rezerv para talebi fiyat artışları ve ekonomideki reel büyümeye bağlı olmaktadır
Yani:

$$\frac{\Delta M}{M} = p + e g$$

P: Enflasyon oranı

e: Rezerv para talebinin gelir esnekliği

⁴⁵ Ayşenur GÖNÜL, Bütçe Açıklarının Borçlanma Yerine Para Basımı ile Finanse edilmesinin Ekonomik Etkileri, DPT, 1992, s.3-7.

g: Büyüme oranı

Yukarıdaki denklemi yeniden düzenlersek

$$d = m(p + e g) \quad \text{Buna göre}$$

Kamu kesimi açığı ile enflasyon oranı, ekonominin parasallaşma durumu ve büyüme oranı arasında bir ilişki söz konusudur. Bunu enflasyon oranı için çözersek.

$$p = \left(\frac{d}{m}\right) - e g$$

Bu denklemden çıkan sonuç enflasyon oranı, kamu kesimi açıklarının ekonominin parasallaşma derecesinin, rezerv para talebinin gelir esnekliğinin ve büyüme oranının fonksiyonu olmaktadır.

Bu denklem 1980-1989 dönemini ele alan bir regrasyon çalışması ile tahmin edilmiştir. Ancak 1990-1991 yıllarının da eklenmesiyle yapılan başka bir regrasyon analizi bu deklemin fiyat artışlarını açıklamakta yetersiz kaldığını göstermiştir. Bu durum ise 1989 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomide gözlenen yapısal gelişmelerle açıklanabilir.

Enflasyonun en önemli belirleyicilerinden birisinin ve uzun dönemde sürmesinin nedeninin parasal genişleme olduğunu açıklamak amacıyla Fisher denklemi ($M.V = P.Y$) kullanılarak başka bir analiz yapılmıştır.

$$M.V = P.Y$$

M: Para arzı (Mz olarak alındı)

V: Paranın dolaşım hızı

P: Fiyatlar genel düzeyi

Y: Reel milli gelir

1990 yılında $Mz = 71571$ milyon TL. olarak gerçekleşmiştir.

Aynı yılda 1987, 100 bazı, GSMH fiyat endeksi 4.66 olmuştur. Bir önceki yıla göre enflasyon oranı % 56 düzeyindedir. (1989 yılı fiyat endeksi 2.99 idi). Bu yılda bütçe açıklarının finansmanında 20.968 milyar TL'lık iç borçlanmaya gidilmiştir. (tahvil ve bono kullanım) Eğer

hiç iç borçlanmaya gidilmeyip bu miktar sadece emisyonla yani hazine kısa vadeli avans kullanımını ile karşılanırsa idi Mz. para arzı $71571 + 20,966 = 92537$ milyar TL. olurdu. (İlave hazine kısa vadeli avans kullanımının denkleme dahil edilmesi halinde para çoğaltanı (k) "1" varsayılmıştır). Bu durumda Fisher denkleminde elde edeceğimiz enflasyon oranı daha yüksek olacaktır.

$$92537 \times 5.6 = 86050 \text{ Vz } 5.6$$

$$Y: 86050$$

Buradan P'yi çözersek

P:6.02 yani % 101' ile bir fiyat artışı sözkonusu olacaktır.

Budurumda enflasyonla yüksek olacaktır. Kabaca yapılan bu hesaba görebütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi enflasyon oranı üzerinde doğrudan bir etki yaratmaktadır.

2. 3. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri

Türkiye örneğinde olduğu gibi ulusal ekonomilerin giderek artan ölçüde dünya ekonomisi ile entegrasyonu olgusu dikkate alındığında özellikle gelişmekte olan ülkelerde artan bütçe açıklarının finansman yöntemleri ve bunların ödemeler dengesine etkileri üzerinde önemle durulması gereken sorunlar olmaktadır. İstikrarlı büyüme için ekonomide iç ve dış dengenin birlikte sağlanması gerekmektedir.

Bütçe açığının üç önemli ekonomik etkisi finansal "crowding-out" yani finans piyasasında özel kesimin kullanabileceği fonların kamu tarafından kullanılması enflasyon ve ülkenin dış kredi itibarının olumsuz yönde etkilenmesidir. Bu etkilerin ölçülmesi açığın alternatif finansman yöntemlerine bağlıdır. Özel kesimden borçlanma bu kesimimn kredi bulma ve kullanma imkanını daraltır. Emisyon enflasyonist etki yaratır, net dış borçlanma ödemeler dengesinde

baskıda bulunur ve ülkenin dış kredi itbarını etkiler.

Uygulanan para politikasının sıklığı ve gevşekliği ülke parasının reel anlamda değer kazanmasına veya değer kaybetmesine yol açabilmektedir. Bütçe açıklarının iç borçlanma yerine Merkez Bankası kaynaklarından finansa edilmesi gevşek bir para politikası uygulaması anlamına gelecektir. Bu durumda TL' nin reel anlamda değer kaybının hızlanması söz konusu olacaktır.

TL' nin reel anlamda daha fazla değer kaybetmesi Türkiye' nin ihracat mallarının ucuzlaması ve ithal mallarında pahalılaşıma anlamına gelmektedir. Bu durumun ihracatı artırması ancak yurt içi üretiminde bir genişlemenin yaratılması ile mümkün olabilecektir. Aynı şekilde ithalatımızın yaklaşık % 85 'nin yatırım ve ara malları ithalatı olması açısından ithalattaki kısıtlayıcı etkisi de sınırlı kalacaktır. Ayrıca yatırım malları ithalatının daha da pahalılaşması ithal maliyetlerini artırarak özel kesim yatırımlarını ve üretimini bozucu etki yaratacaktır. Buda nihayi olarak büyüme oranını etkileyecektir.

Ekim 1988 yılından itibaren TL reel olarak değer kazanmaya başlamıştır. 1989 yılında ise yüksek faiz haddi ve TL' nin reel olarak değer kazanma eğilimini sürdürmesi sermaye girişlerini hızlandırmış ve bunu bağlı olarak rezervler artmıştır. Bu durum yılın ikinci yarısında parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmiştir. Bununla beraber 1989 yılında para arzını azaltıcı bir girişim olarak Merkez Bankası ile Hazine arasında yapılan bir protokolle hazine kısa vadeli avansında 3.3 trilyon liralık bir üst sınır getirilmiştir. Bundan dolayı aynı yıl monetizasyon oranı düşük gerçekleşmiştir.

Ancak eğer hazine finansmanında iç borçlanma yerine tamamen kısa vadeli avans kullanımları (para basımı) söz konusu olsa idi. Bu emisyonu dolayısıyla da para arzını önemli ölçüde artıracaktı. Bu durum iç piyasada faiz oranlarını yükselmesini önlemek açısından olumlu bir gelişme sağlayabilirdi. Ancak aynı yılda Merkez Bankası'nın rezerv biriktirme politikasına ters düşerek TL'nin reel olarak değer kaybetmesine neden olabilirdi. Bu durumda sermaye hareketlerine

getirilen serbestliğe rağmen kısa vadeli sermaye girişi bu denli hızlanmıyabilirdi. 1990 yılında kısa vadeli sermaye girişlerinin özel kesim imalat sanayi yatırımları üzerinde yarattığı olumlu etki göz önüne alındığında öyle bir finansman kaynağının sağlanmaması üretim açısından önem taşımaktadır.⁴⁶

3. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

3.1. 1923-1930 Dönemi

1923 yılında banka ve kredi sistemimiz yabancı sermayenin kontrolü altındaydı. Merkez Bankası fonksiyonunu, Fransız ve İngiliz sermayesi ile kurulmuş olan Osmanlı Bankası yapıyordu.

II.Dünya Savaşı' dan önceki yıllardan yani altın paranın tedavülde bulunduğu dönemlerde para hacminin esnekliğini ticari işlemler sonucunda artan ve azalan madeni paralar ve Osmanlı bankaları sağlıyordu. Ancak İstiklal Savaşı,' dan sonraki bu nispi esneklik ortadan kalktı. Çünkü devralınan kağıt para ülke ihtiyaçlarını karşılayacak esnekliğe sahip değildi. Dolayısıyla hasat zamanlarında para sıkıntısı, ticari işlerin yavaşladığı dönemlerde de parasal rahatlık görülüyordu Bu dönemde devletin para mekanizmasıyla fazla oynamaması paranın saygınlığını artırmıştır.

1925-1929 yılları arasında yıllık ortalama olarak fiyatlar % 3.3, 65= mlt % 6.6, para arzında ufaklık para şeklinde %1.2 oranında artmıştır. Ayrıca 1923-1930 yılları arasında ülke nüfusu 12.475.000' den 14.448.000' e yükseldiğinde göz önüne alınırsa, kişi başına reel para arzında düşüşün olduğu ve para arzının ekonominin ihtiyaçlarını karşılamadığı sonucuna varılabilir. Bu sırada paramızın dış değeri büyük bir istikrar göstermiştir. Türk parasında görülen nispi istikrar,

⁴⁶ Ayşenur GÖNÜL, s.12-17.

dünya ekonomik krizine bağlı olarak 1929 yılında birdenbire bozuldu. Bunun üzerine Cumhuriyet Hükümeti 25 Şubat 1923 tarih ve 1567 sayılı yasayı çıkararak döviz, nukut, esham ve tahvilat alımını ve memlekette ihracının düzenleme ve kısıtlama ve Türk parasının korunması hakkında esaslı önlemler aldı ve bir Merkez Bankası kurulması fikri olgunlaştırıldı.⁴⁷

| Dönem | Toptan Eşya Fiyat İndeksi % | Dolaşımdaki Paranın Büyüme Oranı | GSMH Büyüme Oranı |
|-----------|-----------------------------|----------------------------------|-------------------|
| 1925-1929 | 3.1 | 3.2 | 6.6 |
| 1930-1934 | 12.6 | 0 | -4.5 |
| 1935-1938 | 4.6 | 7.0 | 8.0 |
| 1939-1946 | 19.9 | 20.5 | -1.9 |
| 1947-1953 | 2.2 | 4.6 | 8.9 |

Tablo:6 1925-1953 Döneminde Fiyatlar, Para Arzı ve GSMH

3.2 1930-1938 Dönemi

Bu dönemde hükümet 1929-1930 ekonomik krizinin derinleştirdiği ekonomik sorunların çözümüyle ilgili olarak para politikası alanında o zamana kadar sürdürdüğü pasif tutumunu bıraktı. Ülke ekonomisinin gelişmesi ve endüstriyel faaliyetlerin finansmanı, istikrarlı bir para ve rasyonel bir kredi sistemine olan gereksinmeyi açıkça ortaya koymaktaydı.

Ülkemizde devletin ekonomiye etkin bir biçimde girdiği 1933-1938 yılları arasında para arzında devlete düşen payın daha da artırılması gerekmiştir. Nitekim Haziran bonoları için öngörülen sınırlamalar 1936 yılında gevşetilmiş 1938 yılında da Merkez Bankasına kamu kesimi

⁴⁷ İlker PARASIZ, Para Politikası, Ezgi Yayınevi, 3. Baskı, 1991, s.217-218.

taşebbüs ve kurumlarının Hazine kefaletine haiz bonolarını iskonte etme veya karşılığında avans verme yetkisi tanınmıştır.

Emisyon miktarı 1932' de 148.5 milyon liraya, 1933'de de 146.8 milyon liraya düştükten sonra 1939 yılına kadar artış eğilimi göstermemiş ve altı yıllık süre içinde % 31.1 lik bir artış göstererek 194 milyon liraya ulaşmıştır.

| Dönem | Kredi Faiz Oranı | Mevduat Faiz Oranı | Reeskont Oranı |
|-----------|------------------|--------------------|----------------|
| 1933-1939 | % 12 | % 6.5 | % 5.5 |
| 1939-1950 | % 8.5 | % 6.5 | % 4 |

Tablo:7 1933-1953 Döneminde Faiz Oranları

Bu dönemin en belirgin özelliği, Cumhuriyet Hükümetlerinin bütçe açıklarından para arzını genişletmekten titizlikle kaçınmalarıdır. Özellikle 1929 ekonomik krizinden sonra GSMH' nin artışında önemli gerilemelerin olmaması ve 1934-1938 yılları arasında % 8'e varan kalkınma hızına ulaşılması ve bu arada fiyatlar genel düzeyinin 1929-1934 yılları arasında -% 12.6 gerilemi göstermesi daha sonraki 1934-1938 yılları arasında da % 4.6 artış göstermesi bir yandan dünya ekonomik krizine bağlı olarak ithal edilen enflasyon, öte yandan da izlenen sıkı para politikasıyla ilgilidir.

3.3. 1939-1950 Dönemi

Bu dönem savaş yıllarının yarattığı olağan üstü ekonomik ve sosyal koşullardan büyük ölçüde etkilenmiş, savaşa girilmemesine rağmen hükümetin ağır savunma masraflarına giriştiği ithalat olanaklarının geniş oranda daraldığı, özel sektör yatırımlarının

yavaşladığı, bankacılık alanında hemen hemen hiç bir gelişmenin olmadığı bir dönemdir. Savaş yıllarını oluşturan 1938-1945 döneminde emisyon hacmi sekiz yılda % 41.7 oranında artmıştır. 1938' de 219.5 milyon lira olan emisyon miktarı (kağıt para, ufaklık para) 1945' de 918.6 milyona yükselmiştir. 7 Eylül 1946 tarihinde Türk Hükümeti bir devalüasyon yaparak 1 dolar 127 krş. paritesinden, 1 dolar = 281.40 krş. paritesine geçilmiştir.

3.4. 1950-1958 Dönemi

1950 yılında siyasal iktidarında değişmesiyle para politikası uygulamasında önemli değişiklikler olmuştur.

1950-1953 döneminde moneter unsurların arttığına tanık olunmuştur. 1951 yılın da reeskont oranı % 4'den % 3'e, bankaların ödünç verme işlerinde uyguladıkları faiz oranı % 8.5'den % 7'ye, mevduata ödeyecekleri en fazla faiz oranı % 4.5' den % 2.5'a (vadesiz veya üç ay vadeli) düşürülmüş, üç aydan fazla vadeli mevduatlar için % 2.75 ile 4 arasında değişen faiz oranları saptanmıştır.

1950' den başlayarak emisyonu etkileyen en önemli etmen Merkez Bankası kredileri olmuş, kredilerin emisyon üzerindeki baskısı emisyonu kısıcıcı diğer etmenlerle kısmen giderilmiştir.

Bu dönemde özellikle 1954 yılı özel bir nitelik taşımaktadır. Bu özellik iklimin kötü gitmesi nedeniyle tarım üretiminde büyük bir azalış olması ve dış ticarete rejim değişikliği nedeniyle ithalatın yavaşlaması sonucunda reel gelirden önemli azalışın meydana gelmiş olmasıdır. 1953-1959 arasında özel sektöre verilen krediler 3044 milyon liradan 6925 milyon liraya yükselmiş, kamu sektörünün Merkez Bankası'na borçları 1.19 milyar liradan 3.38 milyar liraya yükselmiştir.

4 Ağustos 1958 de hükümet, bir istikrar programını yürürlüğe koymak zorunda kalmıştır. Böylece dış borçlar ertelenebilmiş ve yabancı

mali kuruluşlardan acil ihtiyaçlar için kullanmak üzere kredi alınmıştır.

İstikrar önlemleri arasında en önemli karar, doların 281 krş' dan 900 krş'a çıkarılarak fiili bir devalüasyon yapılmış olmasıdır. Çoklu döviz kurları şeklinde gerçekleştirilen bu fiili devalüasyonun oranı % 236 idi. Ayrıca yatırımların kısılması, devletin Merkez Bankası'ndan alabileceği kredilerin sınırlandırılması, TMO, Şeker F.A.Ş. ve Sümerbank dışındaki KİT'lerden, eski borçları konsile edilmek yoluyla bonolarını Merkez Bankası'na kırdırma yetkisinin alınması vardır. 4 Ağustos 1958 istikrar önlemleri sonucu bir yandan kamu harcamalarıyla ilgili önlemler yeterince uygulanamadığı, ayrıca para arzını daraltıcı diğer önlemlerin sonucunun da gecikmelerle alınabildiği için ekonomide fiyat artışları sürmüştür.

3.5. 1960-1970 Dönemi

1960'da ekonomiyi dengeye getirmek için yeniden önlemler alınmıştır. Örneğin mevduat dışında kalan bankalar mevduatının vadesiz bölümünün karşılık oranlarının en az % 20 en çok % 45, vadeli mevduatta ise en az % 10 en çok % 35 sınırları içinde olması öngörülmüştür. Öte yandan faiz oranlarında yükseltilmiştir.

Alınan bu önlemlerle para arzı kısılmış, emisyonun ve mevduatın kredi yaratma etkisi azaltılmış, bu durum 1961'de daha da belirginleşmiştir.

1963-1967 döneminde para politikasını amaçlarının plan hedeflerine uygun olarak saptanmasına çalışılmıştır. 1963-1964 yıllarında para arzı artışı milli gelir artışıyla ekonominin monetizasyonunu karşılayacak oranda, oldukça ölçülü bir düzeyde tutulmuştur. 1955-1960 yılları arasında bütçe ödeneğinin % 15'i olan ve

1964' de % 5'e indirilen Hazine Merkez Bankasınca avans limiti 1965'de % 10'a yükselmiştir. Bu arada 1964'de de deflasyonist baskıların belirlenmesi ekonominin parasal önlemlerle canlandırılmasına çalışılmıştır. Bu amaçla mevduat karşılık oranları düşürülmüştür. Bu önlemlerin etkisi 1965'de ortaya çıkmıştır. 1965 yılında ise yeniden para arzını kısıtlayıcı önlemler alınmıştır.

1963-1967 yılları arasında emisyon hacminin yıllık ortalama artış oranı % 13.7, reel GSMH'nin yıllık ortalama artış oranı % 6.5 ve toplam eşya fiyatlarında yıllık ortalama artış oranı % 5.2 hedefiyle fiyat istikrarının sağlanması olmuş ve bu amaçlar gerçekleştirilmiştir.

Bu dönemde İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı yürürlüğe konmuştur. Plana göre para politikasının makro ekonomik amacı fiyat istikrarıyla birlikte ekonomik gelişmeyi sağlamaktır. Birinci plandan farklı olarak ikinci planda para arz ve talebi için hedefler yer almıştır.

3.6. 1970-1980 Dönemi

Türk ekonomisi 1970'li yıllara yüksek bir talep baskısı, özellikle kamu sektöründe görülen belli bir tasarruf açığı iyiden iyiye bozulmuş ödemeler bilançosu ve bunun sonucu sanayide hammadde sıkıntısıyla girmiştir. Artan talep baskısını azaltmak ve toplam üretimi artırmak için 10 Ağustos 1970 istikrar önlemleri alınmıştır. Bu önlemler 1970 kararlarından sonra ödemeler bilançosunda önemli gelişmeler sağlanmıştır. Ancak kamu sektörünün iç finansman dengesinde beklenen iyileşme sağlanamamış parlamentodan bazı yeni vergi kanunları geçirildiği halde 1971 yılından başlayarak hızlanan sosyal karakterli cari transfer harcamalarındaki artışlar, sağlam finansman kaynaklarına dayandırılmıştır. Kamu harcamalarının sağlam kaynaklara dayandırılması konusu 1970 yılını izleyen kamu açıklarının giderek artmasına neden olmuş kamu sektörünün finansman sorunu

Merkez Bankası'nın rolü giderek artırmıştır.

Para operasyonu ve kısa vadeli Dövize Çevrilebilir Mevduat (DÇM) girişimleriyle ödemeler dengesinde sağlanan olumlu gelişmeler 1973 sonunda dünya petrol fiyatlarındaki dört katına varan ani artışlar sonucu tersine dönmeye başlamıştır. Ancak kısa vadeli borçlanma ile ekonominin gerektirdiği dış alım yapılabilmiş. 1975 ve 1976 yıllarında üretim genişlemesi ve fiyat istikrarı bakımından olumlu sonuçlar alınmıştır. 1977 yılında yüksek derecedeki enflasyon ve ödemeler dengesi açıklarıyla ekonominin makro dengeleri bozulmuş, iktisadi büyüme oldukça yavaşlamıştır. 1977, 1978 ve 1979 yıllarında birbiri ardınca yapılan devalüasyonlar ve kamu teşebbüslerince üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki ayarlamalar, ağırlaşan iç ve dış finansman sorunlarını çözememiş ve Türk ekonomisi hızlı bir enflasyon sürecine girmiştir.

24 Ocak 1980 tarihinde yeni bir istikrar politikası yürürlüğe konmuştur. Politikanın temel aracı, para kambiyo piyasalarında yıllarca süren çift fiyat uygulamalarına son vermek ve fiyatların serbest piyasa koşullarına göre oluşmasını sağlamaktır. Para ve kredi politikasıyla ilgili olarak alınan en önemli karar, 29 Mayıs 1980 tarih ve 8/909 sayılı kararnamenin eki olarak 4 Haziran 1980 tarihli Resmi gazetede yayınlanan ve 1 Temmuz 1980 tarihinde yürürlüğe giren faiz oranlarının serbest bırakılmasıdır.

Bu kararla bankalara, açacakları kredilere uygulayacakları faiz oranlarını vadelerine göre ve vadeli tasarruf mevduatına verecekleri faiz oranını serbestce belirleme ve ilan etme olanağı sağlanmıştır.

Bu kararla Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'ndan beri faiz politikasında arzu edilen gerçekçi faiz yada ekonomik faiz politikası yaklaşımı gerçekleştirilmiş ve yıllarca süren narhlı faiz rejimine son verilmiştir.

24 Ocak kararlarının diğerlerini şöyle özetleyebiliriz.

1. Türk lirası dolara göre devalüe edilerek, 1 Dolar 47.1 TL' dan 1 Dolar = 70 TL olmuştur.
2. İhracatın özendirilmesi amacıyla ithalat teminatlarının % 50'lerden Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu'ndan yapılan aktarmalarla, T.C. merkez bankası nezdinde ihracat teşvik fonu kurulmuştur.
3. Yeni yatırımlardan çok, kurulu kapasitenin tam kullanımı amaçlanmıştır.
4. Yatırımların yabancı sermaye ile gerçekleştirilmesi düşünülmüştür. Ayrıca yabancı sermaye ihracatı da artırabilirdi. Bunun için Yabancı Sermayeyi Teşvik Dairesi kurulmuştur.
5. KİT açıklarının ortadan kaldırılması, böylece kamu kesimine yönelik açık finansman uygulamalarına son vermek için temel malların kapsamı daraltılmıştır.
6. Fiyat Denetim Komisyonu kaldırılmıştır.

1980'li yıllar ülkemizde parasal yenilikler dönemidir. Bu yenilikler gerek para arzını gerekse para talebini dolayısıyla da faiz oranlarını etkilemiştir.

1980-1982 döneminde, kamu finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Diğer taraftan, 1981 ve 1982 yıllarında reel faiz oranlarının yüksek pozitif değerlere ulaşması ve buna ek olarak Türk lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak hızlı değer kaybı, para talebinin artırılması (reel ankeslerin eski düzeyine ulaşması) şeklinde uygulanan para politikası, 1981 ve 1982 yıllarında fiyat artışlarının yavaşlamasına büyük katkıda bulunmuştur.

1984 yılında ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla yürürlüğe ekonomik program uyarınca, sıkı para politikası uygulanmaya çalışılmış ve nominal faiz oranlar önemli ölçüde yükseltilmiştir.

1984 yılının ikinci yarısında para arzının genişlemesini yavaşlatmak üzere bir dizi tedbir alınmıştır. Gerek bütçe açığını finanse etmek gerek ekonomideki likiditeleri azaltmak amacıyla bankalara ve halka Hazine bonusu satılmaya başlanmıştır; bankanın reeskont kredileri durdurulmuş dispo­nibilite oranı yüzde 10'dan yüzde 15'e yükseltilmiş; zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faiz oranı artırılmış ve bankaların bankaya döviz satışlarını caydıran tedbirler alınmıştır.

Para arzının kontrolü amacıyla alınan yukarıda açıklanan önlemlerin yanısıra para talebini artırabilmek için de nominal faiz oranları yükseltilmiştir. Ancak reel faiz oranları hızlı enflasyon nedeniyle yılın büyük bölümünde çok düşük düzeylerde kalmış ayrıca reel kur değer kazanmıştır.

Bilindiği gibi bankanın para arzını kontrolü, doğrudan rezerv paranın dolaylı olarak rezerv para çarpanının etkileşmesine dayanmaktadır.

1985'te gerek rezerv paranın yılın son çeyreğine kadar hızlı artmasına gerek çarpanın yılın ikinci yarısında yükselmesine bağlı olarak geniş para arzı (M2), yıl boyunca büyük oranda artış göstermiştir. Ayrıca, mevduat bankalarında açılan döviz tevdiat hesaplarının hızla artarak büyük miktarlara ulaşmasında ekonomideki likiditeyi artırıcı bir faktör olmuştur. Bu nedenle döviz tevdiat hesaplarının aşırı büyümesini kontrol edebilmek amacıyla, 1986 Ocak ayından itibaren bu hesaplar karşılığa tabi tutulmuştur.

1986 yılından itibaren iki farklı ekonomik durum dikkati çekmektedir ilki, 1988 yılının ilk üç ayına kadar olan ve ekonominin uzun dönemli büyüme eğrisinin çok üzerine çıktığı büyüme dönemdir. İkincisi ise 1988 yılının ikinci üç ayında büyüme hızındaki yavaşlama ile başlayan, daha sonra özellikle 1988'in ikinci yarısında daralmaya dönüşen dönemdir.

1990 yılında Merkez Bankası kendi bilançosuna ilişkin parasal büyüklükleri denetlemeyi hedeflemiş, böylece geniş tanımlı parasal büyüklüklerin denetimine katkı sağlamış ve parasal büyüklüklerin 1990

yılında büyüme hızında bir yavaşlama görülmüştü. 1991 yılında ise belirsizlikler ve şartların elverişli olmaması nedeniyle parasal program yapılmadığından, geniş tanımlı parasal büyüklüklerin artış hızında 1990 yılına göre bir yükselme gözlenmektedir.

Dar anlamda parasal büyüklük olan M1'in kümülatif değişmesi yüzde 43 civarında kalmış M2 ise yüzde 60 civarında büyümüştür. M2 deki artış 1990 yılındaki artıştan büyük olmakla beraber 1989 yılı artışlarından daha küçük gerçekleşmiştir. Bu büyüklüklere döviz tevdiat hesabı dahil edildiğinde ise M2Y ve M3Y'nin yüzde 78 civarında büyüdüğü görülmektedir.(Tablo:8)

| | 1989 | 1990 | 1991 |
|-------------------------|------|------|---------------------|
| Rezerv Para | 67.9 | 40.7 | 50.5 |
| Merkez Bankası Parası | 56.3 | 26.6 | 82.6 |
| Toplam iç Yükümlülükler | 41.6 | 21.6 | 66.6 |
| Bilanço | 27.7 | 24.1 | 58.9 |
| M1 | 81.1 | 44.1 | 43.6 |
| M2 | 80.7 | 43.8 | 60.6 |
| M2Y | 74.4 | 47.8 | 77.68 |
| M3Y | 69.5 | 48.5 | 77.64 |
| Mevduat | 73.1 | 39.8 | 63.13 |
| Krediler | 63.9 | 69.1 | 53.08 ⁴⁸ |

**Tablo:8 Temel Parasal Göstergeler
(Yüzde Değişim)**

3.8. 1990 Yılı Parasal Programı

Bu program temel olarak MB'nin bilançosunun küçültülmesini ve bir ölçüde bilançonun iç yapısının değişmesini amaçlamaktadır. Örneğin, pasif tablosu içinde emisyon payı yükseltilmeye çalışılmakta aktif tablosu içinde de MB'nin Hazineye kısa vadeli avansları küçültülmeye çalışılmaktadır.

1990 yılında yürürlüğe konulan parasal program 4 temel hedefi ele

⁴⁸ İlker PARASIZ, Para Politikası, s.249.

almıştır.

1. MB'nin bilançosu % 12-22 arasında büyüyecektir.
2. MB'nin toplam iç yükümlülükleri % 15-25 büyüyecektir
3. MB'nın toplam iç varlıkları % 6-16 genişleyecektir.
4. MB'parasının % 35-48 büyümesi hedeflenmiştir.

Bu dört hedefin temel makro büyüklüklerle güçlü ilişkisinin saptandığı açıklanmış ve MB parasının emisyon ve açık piyasa işlemleriyle denetlenebileceği savunulmuştur. Aktif yönden ise MB kısa vadeli Hazine avansların yanı sıra orta ve uzun vadeli reeskont penceresini sanayi ve ticareti teşvik tedbiri olarak kapatarak parasal kontrolü ele almıştır.

1991 para politikasının temel hedeflerini MB kurum belirlemesine rağmen dönemin siyasal özellikleri nedeniyle uygulamaya konulmamıştır. 1991 yılındaki körfez savaşı gerek TL, gerekse döviz tevdiat hesapların da çok büyük çekilişlere yol açmıştır. Öte yandan yurt dışındaki Türk vatandaşlarının kredili mektuplu Döviz Tevdiat hesaplarında da 1 milyar dolarlık bir azalma olmuştur. Bu dönemde MB bu çekilişleri karşılamak için yurt dışından sıcak para (döviz) getirerek, mali krizlerin doğmasını önlemiştir. 1991 yılı başında döviz rezervlerimiz düşerken MB'nın iç kredi hacmide yasal limitler içinde bir hayli artmıştır. 1989 ve 1990 yıllarında konsolide edilmiş Hazine borçlarının anlaşma yoluyla kağıda çevrilmiş olması MB'na 1991 yılında büyük bir olanak vermiştir. Yani senkrizasyon daha ilerde MB'na açık piyasa işlemi yapabilme olanağını yaratmış, böylece strelizasyon gerçekleştirilmiştir.

1990 yılında MB'nın koyduğu hedefler çerçevesinde başarılı olmuştur. Öngördüğü hedef aralığı % 35-48'lik MB'nin parasının genişlemesini başarmıştır. Hatta 1990 yılı sonunda MB parası % 25 olarak saptanan hedefin alt sınırının da altında kalmıştır. 1991 yılında

MB parası % 84.62'lik bir gelişme göstermiş, 1992 yılı içinde % 40-50'lik bir hedef aralığı belirlenmiştir.

1990 yılında MB, ikinci hedef olarak toplam iç yükümlülüklerin %15-20 aralığında gelişmesini öngörmüştü. Bu hedef de tutturulmuş ancak toplam iç yükümlülükler 1991 yılında % 67,7'lik bir oranda artmıştır. 1992 yılında bu hedef % 38-48 aralığında saptanmıştır. MB'nin üçüncü hedefi olan net iç varlıklar 1990 yılında % 6-16'lık öngörülen aralığı aşmamış ancak 1991 yılında çok büyük elden çıkmış % 64'lük bir artış kaydetmiştir. Bu yıl bu hedef için % 27-39'luk bir aralık belirlenmiştir.

1990 yılında emisyon % 68, rezerv para % 43, parasal taban % 31 ve MB parası da % 25 artmıştır. 1991 yılında parasal programın uygulanması elden kaçınca emisyon % 54, rezerv para % 54, parasal taban % 79 ve MB parası % 82 artmıştır. M1 para arzı ilk yıl % 50, sonra % 48 artmıştır. Oysa M2Y 1990 da % 53 1991 de % 77 artmıştır. Dolayısıyla MB sıkı para politikası uyguladığında para talebi yükseliyor ve dar anlamli para arzları (örneğin emisyon veya M1) artıyor, denilebilir.⁴⁹

3.9. 1992 Yılı Para Programı

MB 1990 yılında kendi koyduğu amaçlar çerçevesinde başarılı olmuştur. Çünkü MB sadece bilançosunu küçültmek değil aynı zamanda da bilançosunun yapısını değiştirmek istemiştir. Çoğu batı ülkesinde MB bilançosunun büyük bir kısmını emisyon oluşturur. Ancak, MB pasiflerinin önemli bir parçası tedavüldeki para, yani emisyon değil döviz yükümlülükleri ile zorunlu ve serbest bankalar mevduatlarıdır. İşte 1990 yılı için konulan hedeflerden biri de MB pasifleri içinde

⁴⁹ Hurşit GÜNEŞ, Türkiye'de Para Arzını Artıran Nedenler, DPT, Yayın No: 1990-8, s.36-38.

emisyon payının artmasıydı. Ne yazık ki bu böyle olmadı. Döviz yükümlülükleri payı arttı. MB 1990 yılında aktifleri içinde nakit işlemlerini yoğunlaştırmak, dış varlıkların da payını da düşürmek istiyordu. Ancak bu da başarısız oldu. Çünkü devalüasyon oranının enflasyonun gerisine düşmesi, döviz girişlerindeki hızı 1990 yılında yavaşlatmıştır.

Gerek 1990, gerekse 1992 yılları para programları Türkiye'de amaçları tam olarak belirlenememiş para politikalarını oluşturmuşlardır. Para politikalarının temel amaçları arasında sayılan fiyat istikrarı, ödemeler dengesi veya büyüme konusunda somut hiç bir öngörü taşımamıştır. Türkiye'nin son yıllardaki deneyimi, iç dengelerle dış dengeler arasında ters bir ilişkinin sürdüğüdür. MB'in izlediği politika ise ödemeler dengesi sorumluluğunu yüklenmeden yani dış dengenin bozulmasına aldırmadan iç dengeye yönelik politika izlemesidir. Gerek 1990 gerekse 1992 yılları para programları açıklanırken ödemeler dengesinin sağlanmasının MB'nin amaçları arasında yer almadığı açıklanmıştır. Oysa ödemeler dengesinin gerek cari, gerekse sermaye hesaplarının tümünü MB tutar, yani sorumluluk kendisine bırakılmıştır.

Gerek 1990, gerekse 1992 yılları para programlarında, parasal kontrolün hangi araçlarla gerçekleştirileceği somut olarak belirtilmemiştir. Görülebildiği kadarıyla iki temel amaç yeğlenmektedir. Bunlardan ilki açık piyasa işlemleridir, ikincisinde döviz piyasasında döviz satmaktır. Kanımızca her iki yöntemde Türkiye'nin bugünkü ekonomik ve mali yapısı bakımından sakıncalıdır. Türk ekonomisinde zaman zaman rezervler artmaktadır ama bu hiç bir zaman para politikasını gerçekleştirebilecek kadar yüksek düzeye erişmemektedir. Zaman zaman yurt içi reel faizlerin yurt dışı reel faizlerin üzerine çıkması dolayısıyla artan yabancı mali sermaye girişi rezervlerimizi artırmaktadır. Ancak bu düzey, hiç bir zaman para arzının yarısına bile

artırmaktadır. Ancak bu düzey, hiç bir zaman para arzının yarısına bile yaklaşmamıştır. İkinci yöntem olan açık piyasa işlemlerinde sakıncalı hale gelmiştir. Piyasalarda kamu senetleri bir hayli fazlalaşmış, kamu iç borç stoku da ciddi bir sorun olma düzeyine gelmiştir.

Bugün uygulanan para programlarında MB kendisine dar kapsamlı bir hedef belirlemiştir. Bu da paranın iç ve dış değerlerindeki istikrarın sağlanmasıdır. Ancak böylesi bir hedef belirlenen amaç doğrultusunda (örneğin fiyat istikrarı) somutlaşmış olarak (örneğin M2Y) saptanmıştır. Ayrıca para politikasının doğrultusunu, özellikle yarısını öngörecektir göstergeler belirlenmemiştir. Bir para programının en önemli parçalarından biride termometre niteliğindeki göstergelin belirlenmesidir. MB bugün belirlediği hedefleri gösterge olarak kullanmaktadır. Oysa, hedef değişkenlerin başka etmenlerle değişmesi veya MB'nin tamamiyle güdününde olmayan bir hedefin belirlenmesi durumunda böylesi bir yöntem son derece sakıncalı hale gelir. MB'nin bilançosu içinde emisyon hacmi payını artırmaya çalışması aslında para arzının kontrolünü kolaylaştırmak içindir. Bilindiği gibi bir para arzının parçalarından biri olan para çarpanı parasal kontrol araçlarının belirlediği bir parametredir. Diğer parçası olan parasal taban ise eksojen olan yani MB tarafından belirlenir. Ve bunların her ikisi de MB'nin pasifinin temel kalemleridir. Dolayısıyla, MB paranın dışsalık ögesini artırmak için önlemler almaktadır. Ancak emisyon hacmini MB son iki yılda hiç de sanıldığı oranda yükseltememiştir.

MB toplam bilançosu içinde dış varlıkları ve nakit işlemlerini yükseltemeyi amaçlamakta, değerlendirme hesabını ise düşürmeyi amaçlamaktadır. Öte yandan pasif tarafında ise dış yükümlülüklerin ve iç döviz yükümlülerin payını küçültmeyi MB parasının payını ise büyütmeyi arzulamaktadır. Özetle, MB döviz varlıklarını artırıp parasal kontrol için kullanmayı amaçlamaktadır. Bu politikanın temelinde

yatan sakınca döviz rezervlerinin kısa vadeli finansal istikrar için kullanılmasıdır. MB parasını tüm bilanço içinde küçük bir paya sahip olduğu durumlarda genellikle para çarpanı da büyük bir değerdedir. Ve parasal kontrolün doğrudan yöntemlerle gerçekleştiremeyeceğini gösterir. Türkiye'de para çarpanı çok yüksek bir değerdedir. Geniş tanımının 1970-1990 arası 1.5-2.75 arası dalgalandığını ve dar tanımının ise 0.75-1.5 arası dalgalandığını gözlemliyoruz. Dolayısıyla para çarpanları hem çok istikrarlı değil, hemde çok yüksek bir değerdedir.

4. PARA ARZINI ARTIRAN FAKTÖRLER

4.1. Para Arzını Artıran Faktörler

Para arzının genel olarak artış nedenleri ise şöyle sıralanabilir.

1) Para talebi, gelirlerdeki (ücretler, diğer maliyetler kârlar veya rantlar) artış veya faizlerdeki düşüş dolayısıyla artabilir. Para arzı kredileri dolayısıyla para talebine bağlı olduğundan artabilir.

2) Kamu harcamaları çeşitli nedenlerle artırılır ve eğer bunu karşılayacak kamu geliri sağlanamazsa, açıklar doğar. Bu açıklarsa iç borçlanma yada MB avansları ile karşılanabilir. Hazine'ye olan avansların para arzı üzerinde yakın bir etkisi vardır. İç borçlanma kısa vadede para arzını azaltabileceği gibi Hazine'nin iç istikrar tahvillerinin vadeleri dolduğu zaman anapara ve faizlerle birlikte doğan yükümlülük ya yeni vergilerle yada daha yüksek dozda bir emisyon aracılığıyla karşılanacaktır.

Kamu harcamalarının da artışında çeşitli nedenler olabilir:

- 1) Kamu doğrudan yaptığı sabit sermaye yatırımlarını artırabilir.
- 2) Memur maaşlarını artırmak isteyebilir. Buda bütçenin cari harcamalarını artırır.
- 3) Daha önceki yıllardan kalmış iç borçlarını kapatmak veya

bunların faiz ödemelerini gerçekleştirmek isteyebilir.

4) Daha önceki yıllardan kalmış iç borçlarını azaltılmak için veya faiz ödeyebilmek için kamu harcamalarını artırabilir.

5) Ülkede fiyatlar sürekli artıyorsa kamu harcamaları da sürekli artar. Ancak kamu gelirlerinin bir kısmı belli bir nominal meblağ olduğundan (genellikle harç ve resimler) enflasyon ile aynı düzeyde artmaz ve gerekli önlem alınmazsa bütçe açıkları doğar.

Para arzının temel olarak artış nedeni sadece bütçe açıkları değildir. Özel sektörün kredi talebindeki artış bankaların kredi arzını artırır. Bu da doğal olarak para arzını artırır. Para arzının bu mekanizma ile artışı bankaların topladıkları mevduat hacmine bağlıdır. Mevduatlar yükseldikçe bankalar daha fazla kredi verebilecek ve böylece de para arzı artacaktır. Verilen kredinin bir kısmı mevduat halinde tutulduğundan, bir mevduattandan bir kaç kredi (her seferde azaldığından) marjinal artışlar ile para arzını artırmaktadır ve bu ilişkiye mevduat çarpanı denilmektedir.

Para arzının para talebi dolayısıyla artması ücretlere ve diğer maliyetlere bağlıdır. Ancak para arzının nispeten daha bağımlı veya içsel kısmı parasal tabandır. Para arzı parasal tabanın para çarpanı diye adlandırılan bir katsayı ile çarpımına eşittir.

4.2. Genel Olarak Türkiye'de Para Arzını Artıran Faktörler

4.2.1 1970'li Yılların İlk Yarısı

29 Ocak 1970'de MB'nin yetkilerini artıran yeni bir kanun çıkmıştı. Bu kanun ile MB orta vadeli kredileri piyasaya sağlayabilir hale geldi. İkinci olarak, çeşikli mali kurumların yatırımları ve özel sektöre tahvil satışları, taksitle satış anlaşmalarının düzenlenmesi yetkisi MB'na verildi. Ayrıca ticari bankalar tarafından çıkarılan beş yıldan az vadesi

kalan senetleri kırma yetkisi MB'na verildi.

1970'lerin ilk yarısının temel özelliği sermaye ithalatının çok yüksek bir düzeyde oluşudur. Nominal faiz hadleri genellikle istikrarlı geçmiş ancak enflasyon oranının yükselmeye başlaması sonucu nominal kredi arzı ve MB doğrudan kredileri artmıştır. Elde edilen çok yüksek büyüme hızları dolayısıyla sermaye ithalatı gereksinimini de çok yüksek bir düzeye çıkmiştir.

10 Ağustos 1970 'de gerçekleştirilen devalüasyonda 1970'lerin ilk yarısının temel özellikleri arasındadır. Bu devalüasyon ihracat gelirlerini işçi döviz girişlerini ve diğer döviz gelirlerini artırmıştır. Ayrıca Döviz Çevrilebilir Mevduatların ortaya çıkması dolayısıyla ticari bankaların mevduatları hızla yükselmiştir.

1970'lerin ilk yarısında MB'nin tedavüle soktuğu para yılda ortalama % 25 civarında artmıştır. Ayrıca tedavüldeki paranın bileşimi de bu dönemde değişmiştir. 1973'e kadar emisyon % 25-30'u MB doğrudan kredilerden dolayı artmıştır. Bu oran 1973 itibarı ile birden bire % 44'e, 1974'de % 75'e ve 1975 de % 84'e kadar çıkmıştır.

MB doğrudan kredilerin böyle birden bire ve hızla artmasındaki temel neden bütçe açıklarının MB'nin hazineye olan kısa vadeli avansları ile kapanmasıydı. Bu yıllarda, bütçe açıkları gerek artan kamu yatırımları ferekse KİT'lere sağlanan bütçe transferleri sonucu sürekli artıyordu.⁵⁰

4.2.2. 1970'lerin İkinci Yarısı

Bu dönemde olumsuz dış şokların daha da kötüleşmesi ve ciddi bir parasal kontrol politikasının olmaması sonucu ne mali durumda ne de parasal akımlarda bir değişiklik olmadı. İthalat maliyetlerindeki

⁵⁰ Hurşit GÜNEŞ, Türkiye'de Para Arzını Artıran Nedenler, s.15-17.

(özellikle petrol fiyatlarındaki) olağan üstü artışlar iç piyasaya bir süre yansıtılmamış ve ortaya çıkan KİT cari açığı ise bütçe finansmanını, hatta MB doğrudan kredileri ile karşılanmıştır. Yine aynı dönemde kamu yatırımlarının ve böylece kamu sektörü açığının artması sonucu MB kaynaklarının kaçınılmaz olarak kullanılması gerekmiştir.

Bu dönemde kamu sektörü borçlanma gereksinimini (KSBG) sürekli artınca, MB doğrudan kredileri de bu gereksinimini karşılamak için sürekli geliştirmiştir. 1976-1979 arası MB kredileri yılda % 70.4 kadar artmıştır. MB kredilerindeki artış bu dönemde üç temel faktöre bağlanabilir.

1) İlk önce bu artış KİT'lere, özellikle Toprak Mahsülleri Ofisi'ne, olan krediler dolayısıyla gerçekleşmiştir. Toprak Mahsülleri Ofisi'nin kendi mali kaynakları yerine MB doğrudan kredileri kullanması kuşkusuz para arzını artırmıştır.

2) Bu dönemde KİT mamüllerine getirilen fiyat sınırlaması daha yüksek talep doğurduklarından dolayı, KİT'ler yeni yatırım gereği duydular ve dolayısıyla finans gereksinimleri içine düştüler. Böylece de gerek Devlet Yatırım Bankası kanalıyla Hazine kefaletine haiz tahvillerin karşılığındaki reeskontlar, gerek bunlar karşılığında avanslar ve MB kredileriyle karşılanan çiftçi kredileri hep bu dönemde artmıştır.

3) Hazine kısa vadeli avanslar ile MB'nın doğrudan kredilerine aşırı derecede yüklenmişti. Bu da yukarıda belirtildiği gibi KSBG dolayısıyla ortaya çıkıyordu.

4.2.3. 1980'li Yıllar

Bu dönemin başlangıç noktası 24 Ocak 1980'de alınan kararlardır. 1980 öncesi dönemin temel özelliği enflasyonist bir ortam olmasıydı. Dış şoklar sonucu bir maliyet enflasyonu oluşacak iken, kamu mallarını fiyatlarına yapılan baskılar sonucu bu potansiyel

bastırılmıştır. Bununla beraber subvansiyon ve kredi talepleri artışı talep enflasyonuna bir dönüşüm yaratmıştır. Ancak 1980 sonrası dönemi dikkatlice incelersek ciddi bir parasal kontrol politikasının da olmadığını görebiliriz. 1977-1980 yılları reel para arzı (M1, hem de M2) düşmüş, daha sonra yükselmeye başlamamış ve özellikle 1983-1988 yılları arası reel M1 para arzı iki yıl için azalmış fakat diğer yıllar hep artmıştır. Mamafih, dönemin ilginç özelliği geniş anlamdaki M2 para arzının reel olarak sürekli artması olmuştur.

1970'li yılların ilk yarısında kamu bütçe açığı GSMH'nin ortalama olarak % 0.83'ü iken bu yılların ikinci yarısında ortalama % 2.64'e çıkmıştır. Yine KSBG'yi 1970'li yılların ilk yarısında GSMH içinde % 2.02 iken, ikinci yarısında % 5.32'ye çıkmıştır. 1980'li yıllara girer girmez bütçe açıklarının GSMH içindeki payı hemen düşürülmüş, 1981'de % 1.46'ya ve 1982'de de % 1.59'a indirilmiştir. Ancak bu iki yıldan sonra belkide kısmen demokrasiye geçilmesi dolayısıyla 1983 itibari ile ortalama % 3.75 civarında seyretmiştir. KSBG'nin GSMH içindeki payı ise yine 1980'deki düzeyi olan % 6.21'den, 1982'de % 3.02'ye kadar düşmüştür. Ancak 1984 itibari ile yine % 5.14'e çıkmış ve son dört yıldır da bu oran % 3 civarında gezmiştir.

MB kredileri incelendiğinde benzer bir eğilim ortaya çıkmaktadır. 1980-1984 yılları arası MB doğrudan kredileri, dolayısıyla da MB'nın tüm kredileri çok ciddi bir biçimde kısıtlanmış, ancak 1984 de tekrar artmaya başlamıştır. 1976-1979 döneminde MB doğrudan kredileri yılda ortalama % 70.4 artarken ve 1980 yılında % 71.1 artmışken, 1981 yılında bu artış hızı % 34.9'a, 1982 yılında ise % 5.6'ya düşürüldü. Bu düşüşler temel olarak tarıma ve Devlet Yatırım Bankası aracılığıyla KİT'ne verilen kredilerin kısıtlanabilmesi ile gerçekleştirilmiştir. 1980-1984 yılları arası MB doğrudan kredilerinin kısıtlanması sonucu 1982'den başlayarak toplam kredileri reel olarak düşmeye başlamıştır.

1980 yılında toplam krediler % 66.6 artarken, 1982 yılında bu artış % 29.6'ya düşmüştür. Ancak 1984 yılı içinde MB doğrudan kredileri % 96 arttıktan sonra, diğer yıllar % 60'a yakın bir ortalama artış hızı göstermiştir. Aynı biçimde, MB toplam kredilerindeki artışlara getirilen kısıtlamalar 1984 yılına kadar başarıyla sürdürülmüş, ancak bu yıldan sonra yılda ortalama % 60 kadar bir artış gösterilmiştir. ekonomideki toplam krediler 1985 den itibaren tekrar artmaya başlayınca ve yılda ortalama % 54.4 kadar artınca para arzı da dolayısıyla artmaya başlamıştır.

1988 yılında MB'nın kredilerindeki artış enflasyon düzeyindeki artışın altında kalmış, ancak bu kez ticari bankaların mevduatları 4 Şubat kararları dolayısıyla çok ciddi olarak yükseldiğinden, kredi arzlarında artmıştır. Böylece hem M2 artmıştır, hemde mevduat bankaları kredileri hemde enflasyon.

Özetlemek gerekirse, 24 Ocak kararlarını izleyen ilk üç yılda sıkı bir bütçe ve dolayısıyla para politikasını gözlemek mümkündür. Ancak 1983, ve özellikle 1984 yılından itibaren hemen hemen her yıl daha kötüleşen bir parasal gelişme gözlenmektedir. Temel olarak, bu gelişme bütçe açıklarından kaynaklanmaktadır. Bütçe gelirleri, özellikle vergiler, ciddi olarak artırılmayınca kamu harcamaları özellikle hızlı bir kalkınma hızı için kamu sabit sermaye yatırımları, artırılınca kamu sektörü borçlanma gereksinimini artmakta ve bu da MB doğrudan kredileri yoluyla para arzını artırmaktadır⁵¹.

⁵¹ Hurşit GÜNEŞ, Türkiye' de Para Arzını Artıran Nedenler, s. 18-19.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE 1989-1993 DÖNEMİNDE İMKB İNDEKSİ, PARA ARZI VE DİĞER MAKRO EKONOMİK FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

1. MODELDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

İkinci bölümde incelendiği gibi, İMKB indeksini etkileyen faktörler şunlardan oluşmaktaydı.

- Para Arzı
- Enflasyon Oranı
- Ağırlıklı Mevduat Faiz Oranları
- Döviz Kurları

Yanında Cumhuriyet Altını'nın fiyat, Kamu Menkul Kıymetlerinde Beklenen Reel Faiz, Siyasal Konjüktürde, Yasal düzenlemelerdeki değişiklikler ve diğer faktörler etki etmektedir. Modelimizde ise ilk dört değişken ele alınmıştır.

1.1 Bağımlı Değişken

Modelde bağımlı değişken olarak, 1989-1993 yıllarına ait ay sonu kapanış değerleri itibariyle İMKB indeksi alınmıştır.

1.2 Bağımsız Değişkenler

Modelde bağımsız değişkenler olarak 1989-1993 yıllarına ait para arzı enflasyon oranı , ağırlıklı mevduat faiz oranları ve döviz satışları alınmıştır.

1.2.1 Para Arzı

Bağımsız değişken olarak ele alınan para arzı tanımı burada, emisyon olarak, 1989-1993 dönemine ait aylık seyri ele alınmıştır.

1.2.2 Enflasyon Oranı

İkinci bağımsız değişkenimiz enflasyon oranıdır. Enflasyon oranı, 1989-1993 dönemi, 12 aylık ortalamalara göre % değişim olarak, Tüketici Fiyat İndeksleri alınmıştır.

1.2.3 Ağırlıklı Mevduat Faiz Oranları

Üçüncü bağımsız değişkenimiz olan, Ağırlıklı Mevduat Faiz Oranları, ilgili dönemin her ayın altı aylık vadeli mevduatı ele alınmıştır.

1.2.4 Döviz Kurları

Dördüncü bağımsız değişkenimiz, Döviz Kurları, 1989-1993 yılları arasındaki, aylık, ABD Doları, döviz satış kurları ele alınmıştır.

Analizimizde yer alan değişkenlere ilişkin veriler aşağıdaki tablo da yer almaktadır. Burada her bir değişken sayımız toplam altmış tanedir. Toplam değişken sayısı ise üçyüz tanedir.

| Tarih | Y1 Bağımlı Değişken | X1 Bağımsız Değişken | X2 Bağımsız Değişken | X3 Bağımsız Değişken | X4 Bağımsız Değişken |
|---------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | İMKB | Emisyon | Enflasyon Oranı | Döviz Kurları | Faiz Oranı |
| 1989.01 | 379.740 | 4330.00 | 75.200 | 1851.810 | 65.450 |
| 1989.02 | 487.090 | 4676.00 | 76.300 | 1913.000 | 64.020 |
| 1989.03 | 465.900 | 4995.00 | 76.300 | 1982.080 | 60.000 |
| 1989.04 | 533.610 | 5285.00 | 75.500 | 2058.670 | 58.100 |
| 1989.05 | 453.050 | 5541.00 | 74.200 | 2071.500 | 54.400 |
| 1989.06 | 795.880 | 6097.00 | 73.100 | 2120.180 | 53.290 |

| | | | | | |
|---------|----------|----------|--------|----------|--------|
| 1989.07 | 801.690 | 6987.00 | 72.200 | 2143.740 | 53.930 |
| 1989.08 | 875.980 | 7507.00 | 71.300 | 2189.970 | 54.100 |
| 1989.09 | 1475.26 | 8240.00 | 69.800 | 2245.030 | 54.160 |
| 1989.10 | 1664.01 | 8475.00 | 68.000 | 2280.260 | 54.800 |
| 1989.11 | 1507.54 | 8362.00 | 65.600 | 2316.970 | 53.460 |
| 1989.12 | 2217.66 | 8297.00 | 63.300 | 2314.290 | 51.820 |
| 1990.01 | 3641.25 | 8538.00 | 63.000 | 2333.190 | 48.800 |
| 1990.02 | 3516.12 | 8692.00 | 62.500 | 2382.360 | 49.140 |
| 1990.03 | 3294.310 | 9116.00 | 62.700 | 2457.650 | 49.180 |
| 1990.04 | 3308.230 | 10281.0 | 63.000 | 2507.700 | 49.170 |
| 1990.05 | 3852.580 | 10281.00 | 63.300 | 2552.580 | 49.270 |
| 1990.06 | 4132.980 | 11411.00 | 63.300 | 2631.700 | 49.220 |
| 1990.07 | 5384.480 | 12280.00 | 62.600 | 2667.520 | 49.290 |
| 1990.08 | 4939.230 | 13661.00 | 61.600 | 2682.710 | 49.210 |
| 1990.09 | 5085.150 | 13682.00 | 61.100 | 2721.230 | 49.260 |
| 1990.10 | 4570.440 | 13502.00 | 60.700 | 2745.160 | 49.470 |
| 1990.11 | 3256.960 | 13361.00 | 57.700 | 2779.330 | 51.060 |
| 1990.12 | 3255.750 | 14265.00 | 60.300 | 2876.810 | 51.930 |
| 1991.01 | 4213.480 | 16243.00 | 60.500 | 2993.710 | 53.260 |
| 1991.02 | 5102.570 | 16871.00 | 60.900 | 3137.710 | 56.710 |
| 1991.03 | 4529.950 | 15763.00 | 60.900 | 3534.030 | 59.220 |
| 1991.04 | 3554.250 | 17089.00 | 60.900 | 3802.100 | 60.460 |
| 1991.05 | 3626.360 | 15971.00 | 60.900 | 3984.810 | 61.560 |
| 1991.06 | 3587.360 | 18240.00 | 61.200 | 4235.500 | 60.340 |
| 1991.07 | 3041.440 | 18307.00 | 62.200 | 4381.900 | 60.590 |
| 1991.08 | 3301.290 | 19428.00 | 63.500 | 4516.810 | 61.030 |
| 1991.09 | 2937.640 | 21161.00 | 64.100 | 4656.700 | 64.080 |
| 1991.10 | 2746.840 | 22147.00 | 64.600 | 4852.900 | 64.790 |
| 1991.11 | 4058.470 | 20326.00 | 65.000 | 4956.300 | 64.940 |
| 1991.12 | 4369.150 | 20707.00 | 66.000 | 5059.450 | 64.820 |
| 1992.01 | 4926.190 | 20836.00 | 67.500 | 5318.220 | 64.150 |
| 1992.02 | 3664.000 | 22680.00 | 68.800 | 5671.520 | 62.960 |
| 1992.03 | 4076.620 | 23706.00 | 70.300 | 6104.450 | 62.970 |
| 1992.04 | 3686.370 | 23656.00 | 71.200 | 6426.930 | 61.980 |
| 1992.05 | 3297.360 | 25351.00 | 71.700 | 6720.420 | 60.010 |
| 1992.06 | 4407.230 | 27584.00 | 71.500 | 6892.270 | 59.650 |
| 1992.07 | 4264.130 | 29448.00 | 71.100 | 6953.100 | 69.370 |
| 1992.08 | 4157.830 | 31643.00 | 70.500 | 7102.030 | 68.470 |
| 1992.09 | 3976.400 | 32462.00 | 70.500 | 7288.870 | 68.260 |
| 1992.10 | 3642.700 | 33887.00 | 70.600 | 7585.810 | 68.860 |
| 1992.11 | 3786.240 | 35867.00 | 70.600 | 8126.300 | 69.380 |
| 1992.12 | 4004.180 | 36838.00 | 70.100 | 8361.830 | 69.490 |
| 1993.01 | 4383.010 | 36581.00 | 68.400 | 8716.450 | 69.320 |
| 1993.02 | 5923.610 | 39719.00 | 66.700 | 9065.710 | 69.400 |
| 1993.03 | 5864.170 | 43257.00 | 65.000 | 9399.940 | 69.290 |
| 1993.04 | 7807.640 | 42381.00 | 63.800 | 9566.700 | 69.380 |
| 1993.05 | 8375.750 | 56280.00 | 63.600 | 9976.510 | 69.570 |
| 1993.06 | 10778.64 | 48790.00 | 63.800 | 10488.47 | 69.570 |
| 1993.07 | 10077.62 | 53718.00 | 64.600 | 11196.35 | 69.540 |
| 1993.08 | 12357.02 | 56778.00 | 65.200 | 11655.74 | 68.450 |
| 1993.09 | 15079.87 | 59152.00 | 65.300 | 11881.96 | 69.210 |
| 1993.10 | 14500.69 | 62098.00 | 65.300 | 12544.93 | 69.230 |
| 1993.11 | 18977.16 | 60559.00 | 65.500 | 13402.80 | 69.120 |
| 1993.12 | 20682.89 | 61423.00 | 66.100 | 14054.48 | 68.860 |

Tablo:9 Analizde Yer Alan Değişkenlere İlişkin Veriler

Kaynak: HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler, İlgili Yıllar

MODEL:1 Analizimizde ilk olarak, bağımlı değişkeni etkileyen

bağımsız değişkenler arasındaki, 1989-1993 verilerine göre, ilişki tek tek ele alınacaktır. Analizimizde yer alan değişkenlere ilişkin verilerden önce belirtilmesi gereken bir hususda, ilk önce verilerin dönem farklarıyla (C) çalışılmış olmasıdır. Daha sonra analizimiz genişletilerek logaritmik farklarıyla (D) çalışılmıştır.

Şimdi para arzı ile İMKB üzerindeki etkisini görelim.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | -1.9372997 | 0.7742921 | -2.5020270 | 0.015 |
| LEMİSYON | 1.0284846 | 0.0787726 | 13.056368 | 0.000 |
| R-squared | 0.746136 | Mean of dependent var | | 8.143476 |
| Adjusted R-squared | 0.741759 | S.D. of dependent var | | 0.888183 |
| S.E. of reyrsson | 0.451352 | Sum of squared resid | | 11.81567 |
| Durbin-Watson stat | 0.209197 | F-statistic | | 170.4687 |
| Log likelihood | -36.38877 | | | |

Tablo:10 Para Arzı İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tablo:10'a baktığımızda, 1989-1993 dönemi için yapılan analizde emisyon ile İMKB endeksi arasında pozitif yönde bir ilişki vardır. Modelde İMKB endeksi, emisyonda ortaya çıkan değişmelerin % 74'ünü açıklamaktadır ($R^2=0.746$). Başka bir değişle emisyon bağımlı değişkenimizi, %74.61 oranında belirlemektedir.

$$s.d = n-k = 60-2= 58 \quad k = 2 \text{ (değişken sayısı)}$$

$$s.d = 58$$

$$t_{0.05,55} = 1.671$$

$H_0: \beta_1 = 0$ (ilişki vardır)

$H_1: \beta_1 \neq 0$ (ilişki yoktur)

t değerimiz, 13.05 olduğundan $13.05 > -1.671$ çıkmaktadır.

H_0 red bölgesi dahilindedir.

Burada Durbin-Watson testine kısaca değinelim, klasik regresyon modeli $Y_t - Y_{t-1} = e_t$ hata terimlerinin birbirlerinden bağımsız olduğu varsayımına dayanır. Birbirini izleyen hata terimleri bağımsız olmadığından, diğer bir deyişle aralarında otokorelasyon var olduğunda regresyon denkleminde dayanılarak yapılacak tahminlere güvenilemez.

Bu sebele, Tahminlerden önce et ler serisinin bağımsızlığını test etmek gerekir. Söz konusu test için başvurulacak yöntemlerden biri “Durbin-Watson testi”dir. Bu testin yapılabilmesi için öncelikle “d istatistiği” aşağıdaki formüle göre hesaplanır.

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n (e_t)^2}$$

Formülde

$$e_t = Y_t - Y'_t$$

$$e_{t-1} = Y_{t-1} - Y'_{t-1}$$

Bu ifademizi şu şekilde şematize edebiliriz.⁵²

Pozitif otokorelasyon testinde ($d < 2$):

| | | |
|---------------------------------|--------------------|---------------------------------|
| Pozitif Otokorelasyon Var | Karar Verilemez | Negatif Otokorelasyon Var |
| d_L | d_U | |

Negatif otokorelasyon testinde ($d > 2$):

| | | |
|---------------------------------|--------------------|---------------------------------|
| Pozitif Otokorelasyon Var | Karar Verilemez | Negatif Otokorelasyon Var |
| $4-d_U$ | $4-d_L$ | |

Modelimize geçerse yukardaki işlemde t değerleri aranmıştır. Fakat daha önce Durbin-Watson stat. baktığımızda çok küçük bir değerle karşılaşırız (0.209197). Bu nedenle tablodaki diğer değerlerin analizine giremiyoruz. Çünkü Durbin-Watson stat. değerimiz 2 değerine yakın çıkması lazımki F-statistic ve diğer tablo değerleri incelenebilsin.

⁵² Özer SERPER, Uygulamalı İstatistik 2, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1986, s.317-320.

Bu yazden tablo değerimiz 2'den uzak bir rakam çıktığından (0.290197) ilişkimiz anlamsız çıkmaktadır. İlerde logaritmik farklarıyla ilişki tekrar incelenecektir.

MODEL:2 İkinici modelimiz bağımsız değişkenimiz dvız ile İMKB arasında olacaktır.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | -1.1162063 | 1.0038314 | -1.1119460 | 0.271 |
| LDVİZ | 1.1031388 | 0.1192689 | 9.2491738 | 0.000 |
| R-squared | 0.595952 | Mean of dependent var | | 8.143476 |
| Adjusted R-squared | 0.588985 | S.D. of dependent var | | 0.888183 |
| S.E. of reyression | 0.569418 | Sum of squared resid | | 18.80574 |
| Durbin-Watson stat | 0.124039 | F-statistic | | 85.54722 |
| Log likelihood | -50.33084 | | | |

Tablo:11 Dvız Kurları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tablo:11'e baktığımızda, Durbin-Watson stat. değerimiz 0.124039 gibi çok küçük bir rakam çıkmıştır. Bu nedenle tablodaki diğer sonuçları incelememizin bir anlamı kalmamaktadır. Dvız kurunun İMKB indeksini etkilemesi oldukça düşük kalmaktadır.

MODEL:3 nc olarak faiz oranlarının İMKB indeksini etkileme durumuna bakalım.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | -1.8503142 | 3.5069154 | -0.5276187 | 0.600 |
| LFAİZ | 2.4419727 | 0.8565026 | 2.8510980 | 0.006 |
| R-squared | 0.122923 | Mean of dependent var | | 8.143476 |
| Adjusted R-squared | 0.107801 | S.D. of dependent var | | 0.888183 |
| S.E. of reyression | 0.838945 | Sum of squared resid | | 4.82205 |
| Durbin-Watson stat | 0.071055 | F-statistic | | 8.128760 |

Tablo:12 Faiz Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Modelemizde görüldüğü gibi burada da incelenen dönemde Durbin-Watson stat. 0.071055 gibi çok küçük bir rakam çıkmıştır. Bu yüzden ilişki anlamsızdır. Diğer tablodaki değerleri incelemenin bir anlamı yoktur.

MODEL:4 Dördüncü değişkenimiz enflasyon oranıyla İMKB arasındaki ilişki tablo:13 de görülmektedir.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 37.896051 | 5.8531846 | 6.4744329 | 0.000 |
| LENFLASYON | -7.0965326 | 1.3959029 | -5.0838297 | 0.000 |
| R-squared | 0.308250 | Mean of dependent var | | 8.143476 |
| Adjusted R-squared | 0.296323 | S.D. of dependent var | | 0.888183 |
| S.E. of reyrsson | 0.745056 | Sum of squared resid | | 32.19633 |
| Durbin-Watson stat | 0.087200 | F-statistic | | 25.84532 |
| Log likelihood | -66.46154 | | | |

Tablo:13 Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tablodaki Durbin-Watson stat. 0.087200 gibi düşük bir rakam çıkmıştır. Bu yüzden incelenen dönemde enflasyon oranı ile İMKB indeksi arasında bir ilişki saptanamamıştır.

Bundan sonraki analizlerde logaritmik farklarıyla (D) çalışılacaktır. Böylece değişkenler arasındaki anlamlılık düzeyi daha hassas incelenecektir.

MODEL:5 Yukarıda bağımsız değişkenlerin her birinin İMKB indeksini etkileme derecesi incelenmiştir. Şimdi ise ikili olarak İMKB indeksi üzerindeki etkileri incelenecektir.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 0.1324491 | 0.0467869 | 2.8308993 | 0.006 |
| DFAİZ | -0.7294394 | 0.8416902 | -0.8666365 | 0.390 |
| DDÖVİZ | -1.8649678 | 1.1598299 | -1.6079667 | 0.113 |
| R-squared | 0.060581 | Mean of dependent var | | 0.067756 |
| Adjusted R-squared | 0.027030 | S.D. of dependent var | | 0.191721 |
| S.E. of reyrsson | 0.189112 | Sum of squared resid | | 2.002756 |
| Durbin-Watson stat | 2.196077 | F-statistic | | 1.805653 |
| Log likelihood | 16.08151 | | | |

Tablo:14 Faiz Oranları, Döviz Kurları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Emisyonun ve enflasyon oranlarının İMKB indeksi ile ilişkisi incelendiğinde Durbin-Watson stat. 2 ye yakın bir değer olan 2.196077 değeri çıkmaktadır. Bu yüzden ilişki anlamlıdır. Fakat Tablo:14 deki diğer verileri incelediğimizde ilişki anlamsız çıkmaktadır. t değerleri

istenen düzeyde değildir.

MODEL:6 Döviz kurları ve enflasyon oranlarının, İMKB indeksini etkileme düzeyini Tablo:15 de görülmektedir.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 0.1341739 | 0.0523289 | 2.5640480 | 0.013 |
| DDÖVİZ | -1.9367784 | 1.2907446 | -1.5005125 | 0.139 |
| DENFLASYON | -0.0522171 | 1.7124070 | -0.0304934 | 0.976 |
| R-squared | 0.047997 | Mean of dependent var | | 0.067756 |
| Adjusted R-squared | 0.013997 | S.D. of dependent var | | 0.191721 |
| S.E. of regression | 0.190375 | Sum of squared resid | | 2.029583 |
| Durbin-Watson stat | 2.171374 | F-statistic | | 1.411685 |
| Log likelihood | 15.68899 | | | |

Tablo:15 Döviz Kurları, Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tabloda görüldüğü gibi Durbin-Watson stat. 2.171374 gibi bir rakam çıkmaktadır. Bu değer otokorelasyon bulunmadığını ifade eder. Test istatistikleri istatistik olarak geçerli değildir.

MODEL:7 Bağımsız değişkenlerden emisyon, enflasyon oranlarının İMKB indeksini incelenen dönemde etkisini inceleyelim.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 0.0711813 | 0.0314300 | 2.2647578 | 0.027 |
| DEMİSYON | -0.1316598 | 0.4051626 | -0.3249554 | 0.746 |
| DENFLASYON | -1.1402174 | 1.5742782 | -0.7242795 | 0.472 |
| R-squared | 0.011585 | Mean of dependent var | | 0.067756 |
| Adjusted R-squared | -0.023716 | S.D. of dependent var | | 0.191721 |
| S.E. of regression | 0.193981 | Sum of squared resid | | 2.107211 |
| Durbin-Watson stat | 2.103878 | F-statistic | | 0.328181 |
| Log likelihood | 14.58171 | | | |

Tablo:16 Emisyon, Enflasyon Oranları İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tablo:16 daki değere baktığımızda emisyon, enflasyonun İMKB indeksini etkileme derecesine göre zayıf çıkmaktadır. Durbin-Watson stat. 2.103878 değeri otokorelasyonun bulunmadığını göstermesine karşın, diğer test istatistikleri geçerli değildir.

MODEL:8 Toplu halde farklarının (C) ve logaritmik farklarının (D) incelenecek olursa şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 25.779697 | 3.4029036 | 7.5757941 | 0.000 |
| LFAİZ | -3.2307976 | 0.5262715 | -6.1390320 | 0.000 |
| LEMİSYON | 0.2939447 | 0.3430384 | 0.8568857 | 0.395 |
| LDÖVİZ | 1.2967587 | 0.4351285 | 2.9801744 | 0.004 |
| LENFLASYON | -4.3363094 | 0.7946334 | -5.4364694 | 0.000 |
| R-squared | 0.939524 | Mean of dependent var | | 8.143476 |
| Adjusted R-squared | 0.935126 | S.D. of dependent var | | 0.888183 |
| S.E. of reyression | 0.226224 | Sum of squared resid | | 2.8144745 |
| Durbin-Watson stat | 0.942502 | F-statistic | | 213.6135 |
| Log likelihood | 6.647875 | | | |

Tablo:17 Bağımsız Değişkenler İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Tabloya baktığımız zaman Durbin-Watson stat. 0.942502 görünmektedir. Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmadığını gösterir. Modelde bağımsız değişkenler bağımlı değişkenimizi, %93.9 oranında açıklamaktadır.

MODEL:9 Tablo:18'de toplu olarak değişkenlerin logaritmik farkları görülmektedir.

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| C | 0.1436542 | 0.0576392 | 2.4922996 | 0.016 |
| DFAİZ | -0.7361640 | 0.8556490 | -0.8603575 | 0.393 |
| DENFLASYON | 0.0669556 | 1.7362398 | 0.0385635 | 0.969 |
| DEMİSYON | -0.1993718 | 0.4034396 | -0.4941802 | 0.623 |
| DDÖVİZ | -1.9258254 | 1.3122755 | -1.4675465 | 0.148 |
| R-squared | 0.064811 | Mean of dependent var | | 0.167756 |
| Adjusted R-squared | -0.004462 | S.D. of dependent var | | 0.191721 |
| S.E. of reyression | 0.192149 | Sum of squared resid | | 1.993738 |
| Durbin-Watson stat | 2.152322 | F-statistic | | 0.935584 |
| Log likelihood | 16.21465 | | | |

Tablo:18 Bağımsız Değişkenler İle İMKB İndeksi Arasındaki Regresyon Sonuçları

Değişkenler arasındaki ilişki Durbin-Watson stat. 2'ye yakın çıktığı için (2.152322) anlamlıdır. Fakat F testi ve diğer tablo değerleri yeterince anlamlı değildir. Değerler oldukça küçük çıkmıştır. Modelde bağımsız değişkenler bağımlı değişkenimizi $R^2 = 0.06$ değerinde açıklamaktadır. Yani bağımsız değişkenimiz bağımlı değişkenimizin, %6 oranında açıklamaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada önce piyasalar sonra Menkul Kıymetler Borsası incelendi. Üçüncü Bölüm'de para arzı analizine girildi. Dördüncü ve son bölümde ise, İMKB İndeksi'nin, başta para arzı olmak üzere diğer makroekonomik faktörler ile olan ilişkisi incelendi.

Bu çalışmadan çıkarılan sonuç şudur: Türkiye'de 1989-1993 yılları arasında İMKB indeksi ile ele alınan bağımsız değişkenler arasında istatistiksel bir ilişkiye rastlanmamıştır. İncelenen dönemde yeterince değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. En anlamlı ilişki döviz kurları ile İMKB indeksi arasında çıkmıştır. Döviz kurlarının diğer bağımsız değişkenlere göre, İMKB indeksini daha fazla etkilediği ortaya çıkmıştır.

Günümüzde, kurulan bir modelde, bağımlı değişkeni etkileyen binlerce bağımsız değişkenler vardır. Bunların tümünü modele katmamız imkansızdır. Bunun en önemli nedenlerinden biri, bazı değişkenlerin bilinemezliği, yani, veri elde etmenin zor olduğudur. Bu nedenle bazı iktisatçılar örneğin enflasyonu şu şekilde belirtirler: "Enflasyon, iktisatçıların modellerine katmadıkları değişkenlerin toplamıdır".

Bu çalışmadan çıkarılan diğer bir sonuçta: İMKB indeksini sadece para arzı, enflasyon oranı, döviz kuru, faiz oranları gibi değişkenler belirlememektedir. Bunun yanında diğer değişkenler de önemli rol oynamaktadır. Örneğin, konut fiyatları otomobil fiyatları, altının fiyatı, ülkenin sosyoekonomik özellikleri, yapısal özellikleri, tercihler, gelenekler ve benzeri çok daha farklı değişkenler de göz önünde tutulması gerekir.

Modelde kullanılan değişkenler, farklı ülkeler için o ülkenin verileriyle incelenseydi sonuçlar da farklı çıkabilirdi. Bu nedenle

çalışmadan çıkarılan sonuçlar sadece Türkiye’de incelenen dönem için ortaya çıkmıştır.

Diğer önemli bir sonuç, tanımlarda meydana gelen sürekli değişimlerdir. Dünya ekonomisinde gözlenen serbestleşme ve küreselleşme eğilimlerinin artmasına paralel olarak, beraberinde pekçok sorun ortaya çıkarmıştır. Bunlardan birisi de para arzı tanımı sorunudur.

Son yıllarda Merkez Bankası, değişen ekonomik koşullar karşısında, dengeleri sağlamak, izleyici politikaları uygulayabilmek için, para arzının kontrolündeki güçlüğüne açık piyasa işlemlerine yönelme yoluyla gidermektedir.

Bir ülkede, modelde tanımlanan değişkenlerden enflasyon oranı, faiz oranı ve döviz kurları birbiriyle oldukça sıkı bir bağlantı içindedir. Diğer yandan Menkul Kıymetler Borsası’nın varlığı yatırımcıları özellikle az gelişmiş ülkelerde spekülâtif yatırımlara zorlamaktadır. Bu da işletmelerin uzun dönem fon kaynağı olarak baktığı borsalardan yeterince kaynak sağlayamamasına yol açmaktadır.

İşletmelerin yeterince kaynak sağlayamaması, reel yatırımlara yeterince yönelememesini geriktirmekte ülke gerçek büyüme hızına ulaşamamaktadır. Az gelişmiş ülke açısından düşünürsek aşırı nüfus artışı buna paralel artmayan reel yatırımlar sonuçta işsizliği gündeme getirmektedir. Yapısal uyumsuzluk, işletmelerin, ekonomik konjoktüre uyum sağlamasını zorlaştırmaktadır.

Bir hisse senedi piyasası yeterince derinleştiyse şirketlerin istikrar içinde olması veya hükümetlerin bunu sağlaması borsayı da istikrara ve güçlenmeye doğru yönlendirir.

Türkiye’de kısa bir geçmişi olmasına rağmen İMKB istenen konuma gelmektedir. Kurumların yerleşmesi ve tecrübesiyle hukuksal önlemler, coğrafi ve mekansal önlemler, teknolojik donanımla ilgili önlemler, makroekonomik önlemler ve siyasal önlemlerle, kısa sürede, İstanbul uluslararası finans merkezi haline gelecektir.

Çalışmadan çıkarılacak sonuç, Türkiye’de, 1989-1993 yılları arasında İMKB indeksi ile para arzı (emisyon) arasında istatistiki bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKGÜÇ Öztin "Finansal Yönetim", İstanbul, 1982.
- AREN Sadun İstihdam Para ve İktisadi Politika, Bilgi Yayınevi, 5. Basım, Ankara, 1972.
- BERBEROĞLU Necat Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye' de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi, cilt x, 1992.
- BOLAK Mehmet Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, 1991.
- BÜKER Semih Hisse Senetlerinin Değerleme Yöntemleri, Eskişehir İTİA yayını, no: 156/98, 1976, Eskişehir.
- CİVAN Mehmet Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, TBB, Ankara, 1994.
- DOĞANCALI Kemal Menkul Kıymetler Alım Satımı ve Borsa, İMKB yayınları, Haziran 1993.
- ERGİN Feridun Para ve Faiz Teorileri, İstanbul, 1983.
- EYÜPGİLLER Servet Banka ve Mali Kuruluşlar, Yargı yayınları, 1988.
- FERTEKLİGİL Azmi Türkiye' de Borsanın Tarihçesi, İMKB yayınları, No: 3, Mart 1993.
- GÖNENLİ Atilla İşletmelerde Finansal Yönetim, Servet Matbaası, İstanbul, 1976.
- GÖNÜL Ayşenur Bütçe Açıklarının Borçlanma Yerine Para Basımı

ile Finanse edilmesinin Ekonomik Etkileri, DPT, 1992.

GÜCENME Ümüt,

Türkiyede Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, TBB, Ankara, 1994.

GÜNEŞ Hurşit

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Sorunları ve Gelişmesi İçin Önlemler, İstanbul Ticaret Odası, yayın No: 1993-23.

GÜNEŞ Hurşit

Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı, İstanbul Ticaret Odası
Yayın No.:1992-18.

GÜNEŞ Hurşit

Türkiye'de Para Arzını Artıran Nedenler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1990-8.

HAN Ergül

İktisada Giriş 2, Eskişehir, 1994.

HDTM

Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Aylık Ekonomik Göstergeler, Ocak 1994.

İMKB yayınları

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, Araştırma, Yayın ve Eğitim Müdürlüğü, 1993.

İMREGÜN Oğuz

"Kara Ticareti Hukuk Dersleri", İstanbul, 1981.

KARSLI Muharrem

Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, 3. Baskı, İstanbul, 1989.

KEYDER Nur

Para Teorisi, ODTÜ Yayınları, Ankara, 1991.

MANİSALI Erol

İktisada Giriş, İ.Ü.İktisat Fakültesi, 9980.

ÖZDAMAR İ. Refik

Hisse Senedi Değerleme ve Analizi, DESİYAP, Ankara, 1988.

PARASIZ İlker

İktisada Giriş,Ezgi Kitapevi Yayınları, 2. Baskı, 1993.

PARASIZ İlker

Para Politikası, Ezgi Yayınevi, 3. Baskı, 1991.

- RITTER J.R. (1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance, 46,3-28. Aktaran, Kürşat AYDOĞAN, Julide YILDIRIM, İlkkez Halka Arz Edilen Hisselerin Fiyat Performansı, DPT, 3. İktisat Kongresi, 1992.
- SARIKAMIŞ Cevat "Sermaye Pazarları", İstanbul, 1980.
- SALTOĞLU B. Güneş İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Sorunları ve Gelişmesi İçin Öneriler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1993-23, İstanbul, 1993.
- SERPER Özer Uygulamalı İstatistik 2, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1986.
- TUNCER Selahattin, Türkiyede Sermaye Piyasası, İstanbul, 1985.
3794 sayılı kanun; Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Nisan 1992.