

Menkul Kıymet Piyasaları ve Tüketici Duyarlılığı Öncül Ardıl İlişkisi: Türkiye Örneği

The lead-lag relationship between stock markets and consumer sensitivity: the Case of Turkey

Abdulkadir KAYA ^{1*}

¹ Erzurum Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, akadirkaya@erzurum.edu.tr.
<https://orcid.org/0000-0001-7789-5461>

* Yazışılan Yazar/Corresponding author

Makale Geliş/Received: 16.03.2020

Makale Kabul/Accepted: 02.06.2020

Öz

Reel ve finansal piyasalardaki hareketlilik yatırımcıların kararlarına bağlı olarak değişmektedir. Tüketici duyarlılığının belirlenmesi ile piyasadaki varlıkların fiyatlarının yönünü belirlemek mümkün olabilecektir. Bu çalışmada Ocak 2002-Nisan 2019 dönemi aylık verileri kullanarak, hisse senedi fiyatlarının, tüketici duyarlılığını temsil eden güven endekslerinin bir öncü göstergesi olup olmadığı incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda BIST değişkeninden TGE, TBE ve TEE değişkenlerine doğru tek yönlü nedenselliğin bulunduğu ve BIST değişkeninde meydana gelen ortalama % 1 oranındaki pozitif şokların TGE, TBE ve TEE değişkenleri üzerinde yaklaşık iki aylık bir etkiye sahip olduğu ve takip eden aylarda etkinin ortadan kalktığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar kelimeler: Tüketici Duyarlılığı, Tüketici Güven Endeksi, Tüketici Beklenti Endeksi, Tüketim Eğilimi Endeksi, Menkul Kıymet Piyasaları

JEL kodları: : D14, O16.

Abstract

Mobility in real and financial markets varies depending on the decisions of investors. By determining consumer sensitivity, it will be possible to determine the direction of prices of assets in the market. In this study, monthly data of January 2002-April 2019 period examined whether stock prices are a leading indicator of confidence indices representing consumer sentiment. As a result of the analysis, it is concluded that there is one-way causality from BIST variable to TGE, TBE and TEE variables, and the average 1% positive shocks occurring in the BIST variable have a two-month effect on the TGE, TBE and TEE variables and the effect disappears in the following months.

Keywords: Consumer Sensitivity, Consumer Confidence Index, Consumer Expectation Index, Consumption Tendency Index, Stock Markets

JEL codes: D14, O16.

1. GİRİŞ

Geleneksel iktisat teoreminde birey homo economicus yani her türlü ekonomik aktivitede beklediği fayda fonksiyonunu optimize edebileceği şeklinde tanımlanmıştır. Optimizasyonu sağlarken bireyin, yeterli bilgiye sahip olduğu veya eldeki verileri kullanarak doğru kararlar alacağı varsayılmıştır (Mermer, 2014;1). Finansın önemli teoremlerinden olan Etkin Piyasalar Hipotezinde Fama (1970) etkin piyasayı, menkul kıymet fiyatlarını etkileyen bilgilerin tamamının fiyatlara yansıdığı piyasaya olarak tanımlamış ve bu piyasalarda beklenen getiriden fazla bir getiri sağlanmasının imkansız olduğunu ifade etmiştir (Kandır vd.,2013; 56). Günümüz iktisat ve finans yazınlarında ise bireylerin rasyonel olmadıkları, bireysel davranış ve kararlar üzerinde sosyolojik ve psikolojik unsurların önemli etkilerinin olduğu ifade edilmektedir. Piyasalarda meydana gelen aktivitelerin bireylerin psikolojik durumları, bilişsel ve duygusal düzeyleri gibi unsurlarla açıklanabileceğini ortaya koyduğunu ifade eden davranışsal finans teorisi ortaya çıkmıştır.

Bireylerin ekonomik aktiviteleri üzerinde psikolojik ve sosyolojik faktörlerin etkili olduğunu ifade eden davranışsal iktisat konuları özellikle Michigan Üniversitesi tarafından araştırılmış ve çalışmalar sonucunda tüketici duyarlılık endeksi geliştirilmiştir. Endeks, sosyal ve politik faktörler yanında GSYH, döviz kurları, sanayi üretimi ve enflasyon gibi farklı göstergelerden etkilenebilecek olan ve tüketicilerin geleceği yönelik beklentilerini yansıtan bir göstergedir (Mermer, 2014;1).

Günümüzde tüketici ve üreticilerin ekonominin geleceği hakkındaki düşünceleri güven endeksleri ölçülmektedir. Türk Dil Kurum (TDK) Türkçe sözlüğüne göre güven, korku, çekinme ve kuşku duymadan inanma ve bağlanma duygusu olarak ifade edilmektedir. Ekonomik açıdan ise güveni bireylerin ekonomi hakkındaki korku, çekinme, kötümserlik veya inanma, iyimser olma duygusu olarak ifade edilebilir. Tüketici ve üreticilerin ekonomi hakkındaki beklentilerini yansıtan güven endeksi bireylerin harcama ve tasarruflarını etkilemektedir. Bu durum ise reel ve finansal piyasalardaki gelişmeleri etkilemekte ve bu güven endeksinin bir öncü göstergesi olma özelliği taşımaya sebep olmaktadır.

Son yıllarda reel ve finansal piyasa aktörleri tarafından takip edilen güven endeksleri aynı zamanda finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılar ve araştırmacıların ilgisini çekmektedir. Güven endeksi ve finansal piyasalar ile yapılan çalışmalarda, güven endeksinin hisse senedi fiyatlarını etkilediği veya hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin güven endeksi üzerinde etkili olduğu yönünde hipotezler araştırılmaktadır.

Bu çalışmada, Ocak 2002-Nisan 2019 dönemi aylık verileri kullanılarak, hisse senedi fiyatlarının, tüketici duyarlılığını temsil eden güven endekslerinin bir öncü göstergesi olup olmadığı incelenecektir. Çalışmada, güven endeksi olarak Bloomberght tarafından yayımlanan Tüketici Güven Endeksi (TGE), Tüketici Beklenti Endeksi (TBE) ve Tüketim Eğilimi Endeksi (TEE) ve hisse senedi fiyatlarını temsilen ise Borsa İstanbul 100 Endeksi büyüme oranı kullanılacaktır. Hisse senedi fiyatları ile tüketici duyarlılığını temsil eden TGE, TBE ve TEE değişkenleri arasındaki nedenselliği tespit etmek amacıyla Granger Nedensellik Testi yapılacak ve nedensellik edilen değişkenler arasındaki şokların etkisi ve süresinin belirlenmesi Etki-Tepki grafikleri ile ve son olarak değişkenlerde varyans değişkenliğine neden olan faktörlerin belirlenmesi süreci de Varyans Ayırıştırma Analizi aracılığıyla gerçekleştirilecektir.

Çalışmada öncelikli olarak güven endeksleri hakkında kısa bir bilgi verilecek, konuyla ilgili akademik yazım sunulduktan sonra veri, yöntem ve bulgulardan bahsedilecektir.

2. GÜVEN ENDEKSLERİ

Reel sektör ve finansal sektörün en önemli faktörleri olan bireylerin tutum, davranış, eğilim ve duyarlılıkları piyasaları etkileyen etkenlerdir. Tüketici veya yatırımcıların yapacakları harcama, tasarruf veya yatırım faaliyetleri bilişsel zekâ yanında, duygusal zekâ ile daha fazla ilişkilidir. Bu nedenle ekonomik durum ve finansal piyasalar hakkında bireylerin duyarlılıkları, bu piyasaların nasıl hareket edecekleri hakkında önemli öncü gösterge olma özelliği taşımaktadır. Bireylerin duyarlılıklarını ölçmede kullanılan önemli göstergelerden birisi güven endeksleridir. Bu özelliği ile güven endeksleri ekonomi ve finansal piyasalar ile ilişkili tüm paydaşlar tarafından yoğun şekilde takip edilen ve kullanılan bir endekstir. Güven endeksleri uluslararası ve ulusal birçok kurum tarafından hesaplanarak yayımlanmaktadır. Bu bölümde uluslararası ve ulusal güven endeksleri hakkında kısaca bilgi verilecektir.

2.1. Uluslararası Güven Endeksleri

Uluslararası güven endeksleri Michigan Tüketici Güven Endeksi (University of Michigan Consumer Sentiment Index), Conference Board Tüketici Güven Endeksi (The Conference Board Consumer Confidence Index), Amerikan Bireysel Yatırımcılar Birliği Duyarlılık Endeksi (AAII-American Association of Individual Investors Index), Gallup (UBS) Yatırımcı İyimserliği Endeksi, OECD Güven Endeksi ve Avrupa Birliği Güven Endeksidir.

Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi, George Katona tarafından 1946 yılında Michigan Üniversitesi Anket Araştırma Merkezinde oluşturulmuştur. Anketlerde finansal durum, harcama, tasarruf, işsizlikle ilgili sorular yer almakta ve bireylerin geçmiş, mevcut ve gelecek dönemlere ait değerlendirme ve beklentileri sorulmaktadır. Endeks 1978 yılından beri aylık olarak hesaplanmakta ve yayımlanmaktadır.

Conference Board Tüketici Güven Endeksi, 1967 yılında uygulamaya başlanmış ve hazırlanan anketler Amerika'da adrese dayalı veri sisteminden oluşturulan örnekleme uygulanmaktadır. Endeks uygulaması, 2011 yılından beri Nielsen şirketi tarafından yapılmakta ve aylık olarak yayımlanmaktadır.

Amerikan Bireysel Yatırımcılar Birliği endeksi, 1987 yılından beri Amerikan Bireysel Yatırımcılar Birliğinin üyelerine haftalık olarak gerçekleştirilen anketler üzerinden hesaplanan ve yayımlanan endekstir.

Gallup (UBS) Yatırımcı İyimserliği Endeksi, 1996 yılında ABD'de hesaplanmaya başlayan ve 2002 yılında Avrupa'nın beş büyük ekonomisi olan Fransa, Almanya, İtalya, İspanya ve Birleşik Krallık ülkelerini de kapsayan bir endekstir. Bireylerin yatırım ve tasarrufları, ekonomik büyüme, işsizlik, istihdam ile borsa getirilerini içeren anketler uygulanmaktadır. Endeks aylık ve üçer aylık dönemler halinde yayımlanmaktadır.

OECD Piyasa Güven Endeksi, İş Dünyası Güven Endeksi (BCI, Business confidence index) ve tüketici güven endeksi olarak iki formatta OECD üye ülkeleri kapsamında hazırlanmaktadır. Tüketici güven endeksinde, hanehalkının cari dönem ve gelecek dönemde, harcama ve tasarruf eğilimleri ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Avrupa Birliği Güven Endeksi, 1961 yılında Euro bölgesi ülkelerini kapsayacak şekilde hazırlanan endekstir. Oluşturulan anketler üye ülkeler tarafından uygulanmakta ve Anket Avrupa Komisyonu Ekonomik ve Mali İşler Genel Müdürlüğü (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) tarafından yürütülerek yayımlanmaktadır.

2.2. Ulusal Güven Endeksleri

Türkiye'de hesaplanarak yayımlanan güven endeksleri, TÜİK – TCMB Tüketici Güven Endeksi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Reel Kesim Güven Endeksi ve Bloomberg HT Tüketici Güven Endeksi (CNBC-e Tüketici Güven Endeksi) olarak üç başlıkta sıralamak mümkündür.

TÜİK – TCMB tüketici güven endeksi, geçmiş ve gelecekteki durumu ortaya koymak ve ekonominin genel durumunu ve tüketici davranışlarının finansal boyutunu tespit etmek amacıyla T.C. Merkez Bankası ve Türkiye İstatistik Kurumu tarafından Avrupa Birliği ile aynı yöntemi kullanarak, Tüketici Eğilim Anketleri ile hesaplanmaktadır. Endeks, 0 ile 200 aralığında değerler yer almakta, değer 100'den büyük olması tüketici güveninde iyimser durum, 100'den küçük olması ise kötümser durumu ve 100 olması ne iyimser ne de kötümser durum olduğunu ifade etmektedir.

T.C. Merkez Bankası reel kesim güven endeksi, tüketiciden ziyade yatırımcı duyarlılığını ölçmek amacıyla kullanılan ve 2013 yılından beri hesaplanmakta olan bir endekstir. Endeksin hesaplanması için kullanılan anket Conference Board'la benzerlik göstermekte ve yatırımcı eğilim ve beklentileri reel sektör temsilcilerine uygulanmaktadır.

Bloomberg HT tüketici güven endeksi, Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi'nden faydalanılarak hesaplanmaktadır. Anket telefon aracılığıyla, yaş, cinsiyet ve yaşanan şehir kriterleriyle belirlenen 720 kişilik örnekleme uygulanmaktadır. Beş sorudan oluşan anketin ilk iki sorusu, tüketicinin kişisel finansal durum ve beklentilerini, üç ve dördüncü sorular ekonomiye ilişkin beklentilerini ve son soru tüketicilerin mevcut harcama eğilimlerini ölçmeyi amaçlamaktadır. Endeks her ayın 10. gününde, saat 09:00'da Bloomberg HT tarafından ilan edilmektedir. Tüketici güven endeksi ile tüketim eğilimi ölçülmeye çalışılırken, alt endeks olarak anketin ikinci ve dördüncü soruları kullanılarak hesaplanan tüketici beklenti endeksi geleceğe yönelik beklentileri tespit etmeyi, tüketim eğilimi endeksi ise anket son sorusu kullanılarak tüketicilerin mevcut dönemde dayanıklı tüketim malları ile otomobil ve konut alımı eğilimleri ölçülmeye çalışılmaktadır. Tüketici güven ve alt endeksler olan tüketici beklenti ve tüketim eğilimi endeksleri, Türkiye'de başta finans piyasası çalışanları olmak üzere, yönetici ya da karar vericilerin geleceğe yönelik tahmin yapabilmelerine katkı sağlamaktadır (Mermer, 2014).

3. LİTERATÜR

Tüketici güveni ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişki ilk olarak Ottoo (1999) tarafından incelenmiştir. Tüketici güveni ve hisse senedi fiyatı arasında güçlü ve güncel bir ilişki olduğunu ifade ederek, hisse senedi fiyatlarındaki değişimin tüketici güveni üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığını varsa bunu nasıl başardığını açıklamaya çalışmıştır. Bu amaçla, çalışmada hisse senedi fiyatları için öncü bir göstere olarak kabul ettiği Michigan anketinden bireysel gözlemleri kullanmıştır. Araştırmada, hisse senedi

fiyatlarındaki değişimlerin tüketici güvenini etkilediği ve hisse senedi fiyatı değişikliklerinin öncü bir gösterge olarak kabul edilebileceği sonucuna varmıştır.

Fisher ve Statman (2003) tüketici güveninin ekonomik aktivitelerini tahmin edebiliyorken, hisse senedi getirilerini de tahmin edebilir mi, hisse senedi getirileri tüketici güvenini etkiler mi ve tüketici güveni ve yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişki nedir Sorularına cevap aramışlardır. Yapılan incelemeler sonucunda, genel olarak yüksek tüketici güvenini düşük getirilerin izlediğini, tüketici güveninin bazı bileşenleri ile Nasdaq ve düşük getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler olduğunu fakat tüketici güveni ile S&P 500 getirileri arasında bu ilişkinin bulunmadığını tespit etmişlerdir. Ayrıca tüketici güveninin S&P 500, Nasdaq hisse senedi getirilerindeki artışla yükseldiğini de ifade etmişlerdir.

Jansen ve Nahuis (2003) menkul kıymet piyasalarındaki gelişmeler ve tüketici güveni arasındaki kısa dönemli ilişkiyi, on bir Avrupa ülkesi için 1986-2001 yılları için incelemiştir. Yaptıkları analizler sonucunda, hisse senedi getirileri ve duygusal değişimlerin istisna olan Almanya ile dokuz ülkede pozitif bir ilişkiye sahip oldukları, genel olarak hisse senedi getirilerinin 2 hafta ile 1 aylık çok kısa dönemde tüketici güveninin tek yönlü Granger nedeni olduğunu, menkul kıymet piyasaları, güven ilişkisinin kişisel finanstan ziyade ekonomideki genel beklentilerine dayandığı, güven faktörünün geleneksel varlık etkisinin bir parçası olmadığı sonuçlarını ortaya koymuşlardır.

Afshar (2007) tüketicilerin, yatırımcıların, işletmelerin ve ekonomik dalgalanmaların üç tür tüketici güven ölçüsü arasındaki bağlantıyı incelemiştir. ABD'de 1980-2005 dönemi üçer aylık verileri kullanılarak yapılan araştırmalar sonucunda, kullanılan güven endekslerinin GSYH'nin Granger nedeni olmadığı, tüketici güveninin hisse senedi getirisinin ve satın alma müdürleri endeksinin GSYH'de önemli farklılıklar oluşturduğu tespit edilmiştir.

Tüketici güven endeksini yatırımcı duyarlılığı olarak ele alan Olgaç ve Temizel (2008) tüketici güven endeksi ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada tüketici güven endeksi ile İMKB 30 endeksi arasında uzun ve kısa dönemli ilişki incelenmiştir. Tüketici güven endeksi ile İMKB 30 endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu, tüketici güven endeksinin bir gecikmeli değerinin İMKB 30 endeksi üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Chen (2011) piyasa dalgalanmaları süreçlerinde, tüketici güvensizliği ve hisse senedi getiriler arasındaki ilişkiyi incelemek için yaptığı çalışmada, Markov-Switching metodolojisini kullanarak, öncelikli olarak tüketici güveninin hisse senedi getirisi üzerinde asimetrik bir etkiye sahip olup olmadığı konusuna odaklanmış, ayrıca duyurusu yapılan güvenin menkul kıymet borsalarının ayı piyasasına etkili olup olmadığını açıklamaya çalışmıştır. Tüketici güven eksikliğinin, menkul kıymet borsalarında ayı piyasasına geçme olasılığını daha da artırdığı çalışma sonucunda ortaya konulmuştur.

Birçok çalışma, piyasa performansı üzerinde işletme güveninin etkisini açıklamaktayken, Solanki ve Seetharam (2014), Johannesburg menkul kıymetler borsasında, Güney Afrika tüketici güven endeksi ile borsa arasındaki etkiyi incelemiştir. Tüketici güven endeksi ile piyasa performansı arasındaki nedensellik ilişki Granger nedensellik testi ile incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda, değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğu, fakat tüketici

güveninden, menkul kıymet piyasasına Granger nedenselliğinin bulunduğu, gecikmenin 9 ve 12 aylık bir gecikme ile var olduğu belirtilmiştir.

Mermer (2014) yüksek lisans tez çalışmasında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tüketici güven endeksi ile BIST 100, BIST Mali, BIST Sanayi ve BIST Teknoloji endekslerini kullanarak, tüketici güven endeksi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi, 2004:01-2012:12 dönemi için incelemiştir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre BIST 100, BIST Hizmet, BIST Mali, BIST Sanayi ve BIST Teknoloji endekslerinden tüketici güven endeksine doğru tek yönlü nedenselliğin bulunduğunu, EKK sonuçlarına göre endeks değerlerinin pozitif olarak tüketici güven endeksini etkilediğini ve tüketici güven endeksi ile endeks değerleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Karnizova ve Khan (2015) hisse senedi ve emeklilik fonlarına sahip hane halkının finansal varlığının ve tüketici güven anketlerinin tahmin ufku, Kanada'yı ABD ve Avrupa ülkelerine nazaran özellikle ilgi çekici bir durum haline getirdiğini belirten çalışmalarında, Kanada tüketici güven endeksi anket verilerini kullanarak, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini açıklamaya çalışmışlardır. Çalışmanın sonucunda, hisse senedi fiyatlarındaki değişim ve volatilitesi enflasyonun, işsizliğin ve faiz oranlarının kontrol edilmesinden sonra bile, gelecekteki kişisel finansal beklentileriyle ilgili olmayan sorulara verilen tüketici yanıtlarına önemli öngörü değişkeni olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca menkul kıymet piyasaları volatilitesindeki beklenmedik artışın kısa vadede tüketici kötümserliğinde artışa yol açtığını ve menkul kıymet borsalarının tüketici davranışları üzerindeki nicel etkilerin dikkate alınması gerektiğini ifade etmişlerdir.

Menkul kıymet piyasalarının bir göstergesi olarak, ülkelerin ekonomik durumlarını yansıtmada önemli bir barometre ve bilgilendirici bir tahmin aracı olan tüketici güven endeksinin, son dönemlerde yaşanan menkul kıymet piyasalarındaki erimeler üzerindeki etkisi tartışmasına katkı sağlayan çalışmalarında Ferrer vd. (2016), Avrupa ve ABD verileri kullanılarak bir olay incelemesi yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, literatürün aksine tüketici güven endeksi ile menkul kıymet borsası arasında olumlu bir ilişki bulunmadığı fakat gelecekteki hane halkı finansmanı ile borsa dalgalanmaları arasındaki tüketici beklentileri arasında zayıf bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Menkul kıymet piyasalarına katılım, borsa araçları, ticari faaliyetlerini geliştirmek için fona ihtiyaç duyan şirketler gibi yatırım endüstrilerine destek sağlayan bireylerin ilgisini çekmediğini ifade eden DeWitt (2017), menkul kıymet piyasalarına yatırıma neyin sebep olduğunu anlamak ve borsa yatırımı ve tüketici güveni ile kişi başına gelir arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada değişkenler arasında bir ilişki olması durumunda, New York Menkul Kıymet Borsası hisse senedi işlem hacmi, tüketici güven endeksi ve kişi başına gelir arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlanmaktadır. 1999-2015 dönemi için yapılan incelemede, tüketici güveni ile menkul kıymet borsası hisse senedi hacmi arasında ve 54-65 yaş grubunda yer alan bireylerin kişi başına gelirleri ile menkul kıymet borsası hisse senedi hacmi arasında bir ilişkinin var olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca menkul kıymet borsalarına katılımı, tüketici güveni ve kişi başına gelirin etkilediği de belirtilmiştir.

Hisse senedi fiyatları ile tüketici güven endeksi arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin varsayımına dayanarak Topuz (2017), tüketici güveni ile hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisini 2004:01-2009:09 dönemi için Granger Nedensellik testi ile incelemiştir.

Granger nedensellik testi sonucunda, farklı gecikme uzunlukları dikkate alarak, hisse senedi fiyatlarından tüketici güvenine tek yönlü bir nedensellik olduğu tespit edilmiştir.

Eyüboğlu ve Eyüboğlu (2018) tüketici davranışları ile makroekonomik değişkenler arasında var olan yakın ilişkiye dayanarak, çalışmalarında, tüketici güven endeksi ile Borsa İstanbul bünyesinde oluşturulan 18 endeks arasındaki ilişkiyi Sınır Testi analizi ile incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, tüketici güven endeksi ile tüm endeksler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu, kısa dönemde tüketici güven endeksinde meydana gelen artışın 9 endeks getirisini olumlu etkilediğini ve pay senedi endekslerinden tüketici güvenine doğru nedenselliğin varlığını ortaya koymuşlardır.

Canöz (2018) geleneksel finans teorilerinde yatırımcı duyarlılığı ve psikolojisinin göz ardı edilmesinden yola çıkarak, çalışmada, duyarlılık ve psikolojiyi yansıttığı kabul edilen tüketici güven endeksi ile Borsa İstanbul 100 endeksi arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada, ilgili değişkenlerin 2004-2017 yılları aylık verileri ile Toda-Yamamoto Nedensellik testi ile değişkenler arasındaki nedenselliği tespit etmeye çalışılmıştır. Analizler sonucunda, hisse senedi getirilerinden tüketici güven endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu ve tüketicilerin ekonomiye duydukları güvenin menkul kıymet borsalarındaki dalgalanmalardan etkilendiğini ifade edilmiştir.

Vurur ve Diler (2018) Ocak 2012-Ağustos 2017 dönemi aylık verileri ile, tüketici ve reel kesim güven endekslerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Değişkenler arasındaki etkileşimi belirlemek amacıyla ARDL koentegrasyon ve Toda-Yamamoto nedensellik testlerini kullanmışlardır. Yapılan analizlerde, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin ve hisse senedi getirilerinden reel kesim güven endeksine doğru tek yönlü bir nedenselliğin var olduğu sonucuna varmışlardır.

4. VERİLER, YÖNTEM VE BULGULAR

Bu çalışmanın amacı, hisse senedi fiyatları ile tüketici duyarlılığı arasındaki ilişkiyi tespit ederek, değişkenlerin birbirleri için öncü gösterge olarak kullanılıp kullanılmayacağını araştırmaktır. Analizlerde, tüketici güven endeksi olarak Bloomberg tarafından yayımlanan, Tüketici Güven Endeksi (TGE), Tüketici Beklenti Endeksi (TBE) ve Tüketim Eğilimi Endeksi (TEE) değişkenleri, menkul kıymet piyasaları temsilen Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST100) kullanılacaktır. Analizlerde, Ocak 2002-Nisan 2019 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Çalışmaya dâhil edilen değişkenler ve kısaltmaları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Çalışmada öncelikli olarak değişkenlerin durağanlık düzeyleri belirlenecek ve oluşturulacak Vector Auto Regressif Model (VAR) ile değişkenler arasındaki nedensel ilişki Granger Nedensellik Testi ile, nedensellik tespit edilen değişkenler arasındaki şokların etkisi ve süresinin belirlenmesi Etki-Tepki grafikleri ile ve son olarak değişkenlerde varyans değişkenliğine neden olan faktörlerin belirlenmesi süreci de Vector Auto Regressif Analizi aracılığıyla gerçekleştirilecektir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişken Kısaltma ve Endeks İsimleri

Kısaltma	Endeks İsmi	
BIST	BIST100 Pay Piyasası Endeksi Logaritması	Investing.com
TGE	Tüketici Güven Endeksi Logaritması	Bloomberght.com
TBE	Tüketici Beklenti Endeksi Logaritması	
TEE	Tüketim Eğilimi Endeksi Logaritması	

Tüketici güven endeksi ve menkul kıymet piyasaları arasındaki nedensel ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan ekonometrik analizlerde zaman serisi verileri kullanılmaktadır. Oluşturulabilecek bir VAR modeli için en temel kısıt, var modeline dâhil edilen değişkenlerin durağanlığının sağlanmış olması gerekliliğidir. bu bakımdan ilk etapta serilerin zamanla stokastik bağıntısını ortaya koyan durağanlık analizlerinin yapılması gerekmektedir. Durağanlık analizleri Dickey-Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile gerçekleştirilecektir (Yılmaz ve Akıncı, 2011: 369). Değişkenlere ait ADF birim kök testi sonuçları Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. Değişkenlere Ait ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Seviye Değerleri		I. Fark Değerleri	
	Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli
BIST	-1,549	-2,105	-15,602 ^a	-15,649 ^a
TGE	-2,155	-4,012	-11,328 ^a	-11,307 ^a
TBE	-3,323 ^b	-5,298 ^a		
TEE	-1,875	-3,887	-10,999 ^a	-10,994 ^a
Kritik Değerler				
a = % 1	-3,462	-4,003	-3,462	-4,003
b = % 5	-2,875	-3,431	-2,875	-3,431
c = % 10	-2,574	-3,139	-2,574	-3,139

Not: a ve b sırasıyla % 1 ve % 5 önem düzeyini, parantez içindeki değerler ise SIC Kriterine göre belirlenmiş uygun gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 2 incelendiğinde, TBE değişkeninin seviye değerinde istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde, BIST, TGE ve TEE TGE değişkenlerinin ise I. dereceden fark değerlerinde istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde durağan oldukları görülmektedir. Yapılacak zaman serisi analizlerinde, değişkenler durağan değerleri ile analize dâhil edilecektir. Serilerin durağanlıkları sağlandıktan sonra yapılacak olan Granger Nedensellik testi, etki-tepki grafiklerinin oluşturulması ve varyans ayrıştırma sonuçlarının tespit edilebilmesi için BIST değişkeni ve TGE, TBE ve TEE değişkenleri ile ayrı ayrı oluşturulacak VAR modelleri için uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Ayrıca modelin otokorelasyon ve değişen varyans problemi içermemesi ve istikrar koşullarını da sağlaması gerekmektedir.

BİST değişkeni ile TGE, TBE ve TEE değişkenlerinden oluşturulacak modeller için uygun gecikme değerinin tespiti için bağımlı değişken birim kök testlerinden elde edilen gecikme uzunluğuyla, bağımsız değişken ise tüm olası gecikmeli değerleri ile modele dâhil edilir. Yapılan her regresyon modeline ait bilgi kriteri tespit edilerek, en düşük bilgi kriteri değerinin tespit edildiği modeldeki bağımsız değişkenin gecikme değeri uygun gecikme değeri olarak kabul edilir.

BIST ve TGE, TBE ve TEE değişkenleri arasında oluşturulan üç adet VAR modelleri için uygun gecikme değerleri Final Prediction Error, Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri incelenerek tespit edilmiş ve değerler Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3. Bilgi Kriterlerine Göre Uygun Gecikme Uzunluklarını

Gecikme Sayısı	TGE		TBE		TEE	
	Bilgi Kriterleri		Bilgi Kriterleri		Bilgi Kriterleri	
	FPE	AIC	FPE	AIC	FPE	AIC
1	2.03e-	-7.4315	1.71e-*	-7.6037*	4.96e-	-6.5389
2	1.79e-	-7.5593	1.75e-	-7.5824	4.73e-	-6.5863
3	1.76e-*	-7.5728*	1.75e-	-7.5792	4.72e-*	-6.5874*
4	1.80e-	-7.5525	1.78e-	-7.5658	4.81e-	-6.5688
5	1.86e-	-7.5202	1.82e-	-7.5385	4.98e-	-6.5345
6	1.88e-	-7.5088	1.86e-	-7.5191	5.12e-	-6.5069
7	1.89e-	-7.5034	1.92e-	-7.4899	5.28e-	-6.4757
8	1.91e-	-7.4921	1.92e-	-7.4878	5.27e-	-6.4793

TGE, TBE ve TEE değişkenleri oluşturulan VAR modelleri için gerekli olan uygun gecikme uzunluklarını gösteren Tablo 3 incelendiğinde, uygun gecikme uzunluklarının BIST-TGE ve BIST-TEE VAR modellerinde 3, BIST-TEE VAR modelinde ise 1 olarak tespit edilmiştir. Uygun gecikme uzunlukları tespit edildikten sonra, modellerin otokorelasyon ve değişen varyans problemleri LM ve White testleri ile incelenmiştir. İlgili test sonuçları Tablo 4'de sunulmuştur.

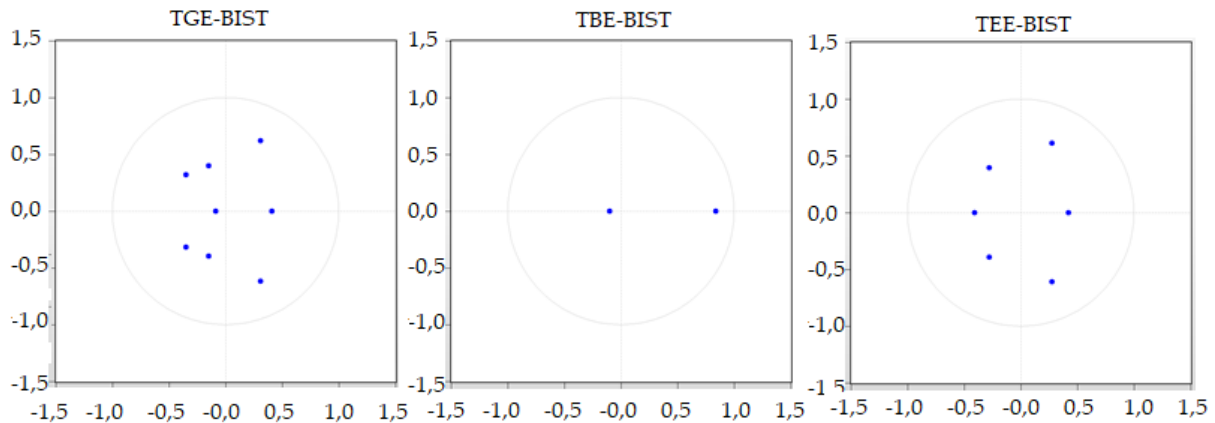
Tablo 4. LM ve White Testi Sonuçları

LM Testi								
TGE-BİST			TBE-BİST			TEE-BİST		
Gecikme Uzunluğu	LM İstatistik Değeri	Olasılık	Gecikme Uzunluğu	LM İstatistik Değeri	Olasılık	Gecikme Uzunluğu	LM İstatistik Değeri	Olasılık
1	9.137917	0.0577	1	4.155865	0.3853	1	4.826581	0.3056
2	24.48889	0.0001	2	6.423493	0.1697	2	2.136031	0.7108
3	20.73250	0.0004	3	6.408094	0.1707	3	0.719691	0.9489
4	3.243584	0.5179	4	0.650771	0.9573	4	4.615689	0.3290
5	5.450570	0.2441	5	9.552996	0.0487	5	1.538029	0.8199
6	0.659631	0.9562	6	1.828139	0.7673	6	3.346887	0.5015
White Testi								
Ki-Kare Değeri	Serbestlik Dereceği	Olasılık	Ki-Kare Değeri	Serbestlik Dereceği	Olasılık	Ki-Kare Değeri	Serbestlik Dereceği	Olasılık
64.35313	48	0.0575	25.33497	12	0.0133	57.91364	36	0.0117

Tablo 4 incelendiğinde TGE-BİST VAR modelinin 3 uygun gecikmeli değerinde H0: Otokorelasyon problemi vardır hipotezi kabul edildiğinden yani modelde otokorelasyon

problemi olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle TGE-BIST modeli için yapılacak analizlerde otokorelasyon probleminin olmadığı bir sonraki gecikme uzunluğu olan 4 gecikmenin kullanılmasına karar verilmiştir. TBE-BIST ve TEE-BIST modellerinin ise tespit edilen sırasıyla 1 ve 3 uygun gecikme değerlerinde H_0 : Otokorelasyon problemi vardır hipotezi reddedilerek, otokorelasyon problemi olmadığı tespit edilmiştir. Tüm modeller için yapılan White testi sonuçlarında H_0 : Model sabit varyanslıdır hipotezi kabul edilmiştir, diğer bir ifadeyle oluşturulan modeller değişen varyans sorunu içermemektedir.

Son olarak modelin temel istikrar koşulları incelenmiştir. Bu amaçla her üç modele ait AR polinom ters köklerine ait grafikler Şekil 1'de sunulmuştur.



Şekil 1. AR Polinom Ters Kökleri Grafikleri

Modellere ait AR Polinomters köklerin birim çember üzerindeki dağılımlarını gösteren Grafik 1 incelendiğinde üç modelin de ters köklerinin birim çemberin içinde yer aldığı ve modellerin istikrar koşulunu sağladığı görülmektedir.

İlgili varsayımlar test edildikten sonra TGE-BIST (1,4) , TBE-BIST (1,1) ve TEE-BIST (1,3) değişken çiftleri ile oluşturulan VAR modelleri ile öncelikle olarak, değişkenler arasındaki nedensellikler test edilecektir. Değişkenler arasındaki nedensellik testi için Granger (1969) tarafından geliştirilmiş Granger Nedensellik Testi kullanılacaktır.

Granger nedensellik analizinde X ve Y gibi iki değişken arasındaki ilişkinin yönü tespit edilirken. Y değişkininin değeri, X değişkeninin mevcut değerinden ziyade, değişkenin geçmişte almış olduğu değerleri ile daha iyi tahmin edilmesi durumunda, X değişkeninden Y değişkenine doğru Granger nedenselliğinin olduğu ifade edilmektedir (Charemza ve Deadman 1993:190).

Granger Nedensellik analizi (2) ve (3) numaralı denklemler ile test edilmektedir.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (3)$$

Değişkenler arasındaki nedensellik, (2) ve (3) numaralı modellerde yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığının sınanması ile belirlenmektedir. (2) nolu denklemdeki ϕ_i katsayısı anlamlı iken, sıfırdan farklı bir değere sahip olduğu tespit edilir ise X değişkininin Y değişkeninin nedeni olduğu ifade edilir. (3) nolu modelde de ϕ_i katsayısı anlamlı iken, sıfırdan farklı bir değere sahip olduğu tespit edilir ise Y değişkininin X değişkeninin nedeni olduğu ifade edilir. Sadece (2) numaralı denklemde yer alan ϕ_i katsayısının sıfırdan farklı olması X değişkininden Y değişkenine doğru tek yönlü nedeni olduğu, sadece (3) numaralı denklemde yer alan ϕ_i katsayısının sıfırdan farklı olması Y değişkininden X değişkenine doğru tek yönlü nedeni olduğu, (2) ve (3) numaralı denklemlerde yer alan ϕ_i ve ϕ_i katsayılarının birlikte sıfırdan farklı olması durumunda ise değişkenler arasında karşılıklı nedensellik ilişkisinin var olduğu ifade edilir.

TGE-BIST (1,4) , TBE-BIST (1,1) ve TEE-BIST (1,3) değişken çiftleri ile yapılan Granger Nedensellik Testi sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

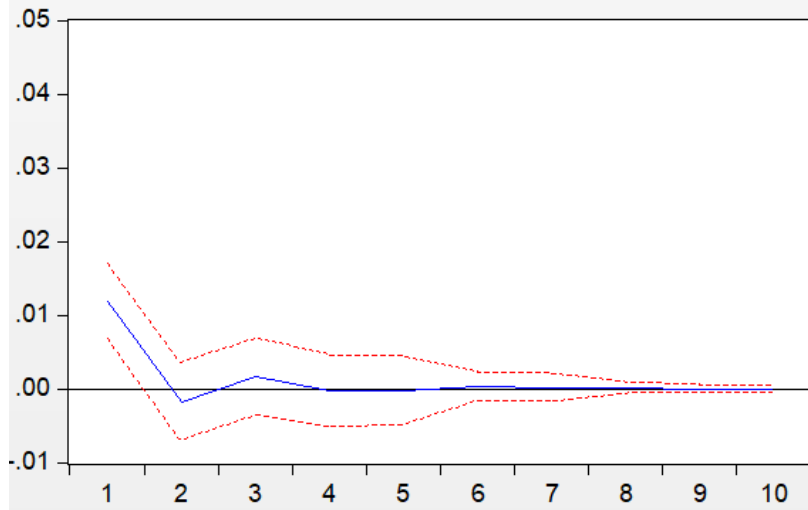
Değişkenler	Nedenselliğin Yönü	χ^2 İstatistiği	Serbestlik Derecesi
BIST – TGE	→	36,478 ^a	4
TGE – BIST	←	0,557	4
BIST – TBE	→	36,962 ^a	1
TBE - BIST	←	0,844	1
BIST – TEE	→	18,393 ^a	3
TEE - BIST	←	0,600	3

a ve c sırasıyla istatistiksel olarak %1 ve % 10 önem düzeyini göstermektedir.

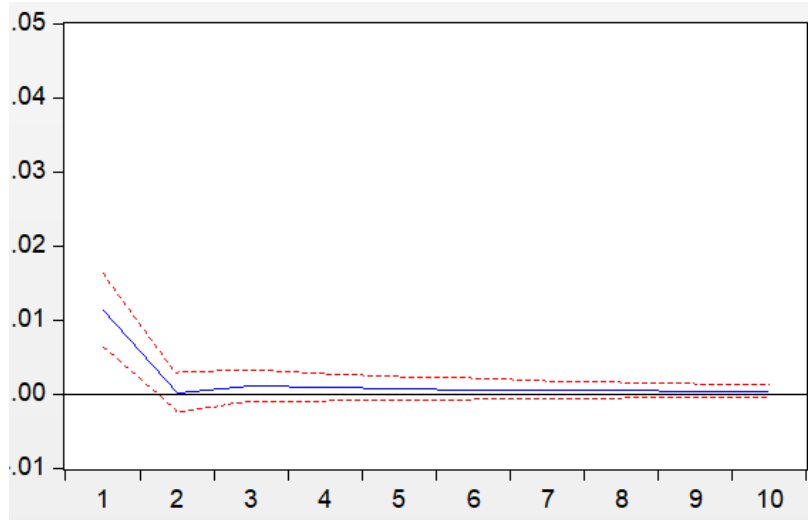
Serbestlik Derecesi

Değişkenler arasındaki Granger nedensellik analizi sonuçlarını gösteren Tablo 5 incelendiğinde, BIST değişkeninden TGE, TBE ve TEE değişkenlerine doğru istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde tek yönlü bir nedenselliğin olduğu görülmektedir. Ayrıca TGE, TBE ve TEE değişkenlerinden BIST değişkenine doğru ise her hangi bir nedenselliğin olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum, Borsa İstanbul pay piyasasındaki gelişmelerin Tüketici Güven Endeksi, Tüketici Beklentileri Endeksi ve Tüketim Eğilim Endeksini etkilediğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, tüketici güveni, tüketici beklentileri ve tüketicilerin eğilimleri üzerinde menkul kıymetler borsasının etkili olduğu ifade edilebilir. Granger nedensellik verileri ile elde edilen analiz sonuçları literatürde Fisher ve Statman (2003), Jansen ve Nahuis (2003), Mermer (2014), DeWitt (2017), Topuz (2017), Eyüboğlu ve Eyüboğlu (2018), Canöz (2018) ve Vurur ve Diler (2018)' in çalışmaları ile benzerlik göstermektedir.

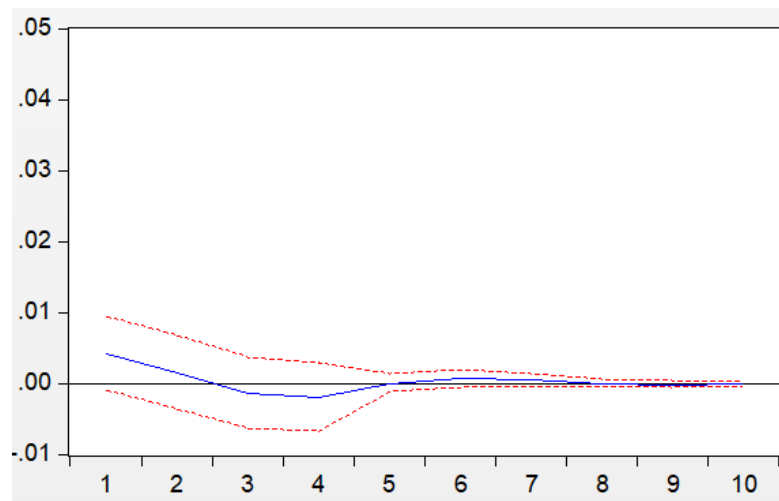
Granger nedensellik testi sonucunda ortaya konulan BIST değişkeninden TGE, TBE ve TEE değişkenlerine doğru tek yönlü nedenselliğe istinaden, bu nedenselliklere ait dinamik ilişkileri tespit amacıyla etki tepki grafikleri oluşturulmuş ve Şekil 2, 3 ve 4'de sunulmuştur.



Şekil 2. BIST-TGE Etki Tepki Grafiği



Şekil 3. BIST-TBE Etki Tepki Grafiği



Şekil 4. BIST-TEE Etki Tepki Grafiği

BIST değişkeninin TGE değişkeni ve TBE değişkeni üzerindeki etkilerini gösteren Şekil 2 ve Şekil 3 incelendiğinde, BIST değişkeninde meydana gelen yaklaşık % 1 oranındaki pozitif

bir şokun TGE ve TBE endeksleri üzerinde yaklaşık 2 aylık bir etkisinin olduğu, daha sonra etkinin düzelerek takip eden dönemlerde kaybolduğunu görülmektedir. Şekil 4 incelendiğinde ise BİST değişkeninden TEE değişkenine doğru bir etki-tepki ilişkisine ulaşılamadığı görülmektedir.

Tüketici duyarlılığını temsil eden TGE, TBE ve TEE değişkenlerinin, BIST değişkeninde meydana gelen yaklaşık % 1 oranındaki pozitif şoklardan yaklaşık iki aylık süreçte etkilendiği ve takip eden süreçte etkinin azalarak ortadan kalktığı görülmektedir. Bu durum Borsa İstanbul BIST 100 endeksinde meydana gelen değişimlerin tüketici duyarlılığını etkilediğini diğer bir ifadeyle tüketici duyarlılığını ölçmek için yapılan anketlere verilen cevaplarda bireylerin BIST'te meydana gelen değişimlerden etkinin olduğu ifade edilebilir. Etki tepki grafiklerinde ortaya çıkan sonuçlar Granger nedensellik testini de desteklemektedir.

BIST değişkeninin yüzdesel olarak, kendi değerleri ve TGE, TBE ve TEE değişkenleri üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla, oluşturulan ikili VAR modeller kullanılarak varyans ayrıştırma analizi yapılmıştır. Varyans ayrıştırması, oluşturulan VAR modelinde yer alan değişkenlerin her birinin öngörülen hata terimlerinin, modeldeki diğer değişkenlere ayrıştırma oranı olarak ifade edilebilir. Ayrıca varyans ayrıştırma sonuçları, her bir değişkenin diğer değişkenler üzerindeki şoklarını oransal olarak ölçmektedir (Akıncı vd., 2014; 11) Varyans ayrıştırma bir değişkenin yüzdesel olarak tepkileri incelenerek içsel ve dışsal değişkeni tespit etmeye de olanak sağlamaktadır (Kök ve Uygur; 2014). Yapılan varyans ayrıştırma analizi sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6. TEE - BIST Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Dönem (Ay)	BIST		BIST		BIST	
	TGE	BIST	TBE	BIST	TEE	BIST
1	0.000000	100.0000	0.000000	100.0000	0.000000	100.0000
2	0.070732	99.92927	0.084971	99.91503	0.210668	99.78933
3	0.237774	99.76223	0.131450	99.86855	0.404207	99.59579
4	0.315175	99.68482	0.165332	99.83467	0.767423	99.23258
5	0.318443	99.68156	0.189157	99.81084	0.767157	99.23284
6	0.323236	99.67676	0.205986	99.79401	0.791134	99.20887
7	0.323245	99.67676	0.217870	99.78213	0.799920	99.20008
8	0.323510	99.67649	0.226263	99.77374	0.800034	99.19997
9	0.323548	99.67645	0.232192	99.76781	0.803581	99.19642
10	0.323709	99.67629	0.236381	99.76362	0.804264	99.19574

BIST değişkeninin kendi değerleri ve TGE, TBE ve TEE değişkenleriyle olan şoklarının yer aldığı Varyans ayrıştırma sonuçlarını gösteren Tablo 6 incelendiğinde, BIST değişkeninde meydana gelen şokların birinci ayda kendi değişkeninde meydana gelen değişimleri % 100 oranında açıklamakta takip eden aylarda ise açıklama gücünün % 99'un üzerinde olduğu fakat birinci ayda bu şokların TGE, TBE ve TEE değişkenlerini açıklayamadığı görülmektedir. BIST'de meydana gelen değişim, TGE değişkenini ikinci aydı % 0,07, üçüncü ayda % 0,23 ve takip eden aylarda ise ortalama % 0,32 oranında etkilemektedir.

BIST değişkeninin TBE değişkenini üzerindeki etkileri incelendiğinde ikinci ayda % 0,84, üçüncü ayda % 0,13 ve takip eden aylarda ise yaklaşık % 0,21 oranında açıkladığı tespit edilmiştir. Son olarak BIST değişkeninin şoklarının TEE değişkenini ise ikinci ayda % 0,21, üçüncü ayda % 0,40 ve takip eden aylarda ortalama % 0,79 oranında etkilediği belirlenmiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde BIST değişkeninde meydana gelen şokların sırasıyla TEE (0,80), TGE (0,32) ve TBE (0,23) üzerinde etkisinin olduğu, diğer bir ifadeyle BIST değişkenindeki pozitif gelişmelerin tüketici duyarlılığı üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

5. SONUÇ

Bu çalışmada, Ocak 2002-Nisan 2019 dönemi aylık verileri kullanılarak, hisse senedi fiyatlarının, tüketici duyarlılığını temsil eden güven endekslerinin bir öncü göstergesi olup olmadığı incelenecektir. Çalışmada, güven endeksi olarak Bloomberght tarafından yayımlanan Tüketici Güven Endeksi (TGE), Tüketici Beklenti Endeksi (TBE) ve Tüketim Eğilimi Endeksi (TEE) ve hisse senedi fiyatlarını temsilen ise Borsa İstanbul 100 Endeksi verilerinin logaritmaları alınarak kullanılmıştır. Değişkenler ile oluşturulacak Vector Auto Regressif Model (VAR) ile değişkenler arasındaki nedensellik, Granger Nedensellik Testi ile tespit edilmiş ve son olarak nedensellik tespit edilen değişkenler arasındaki şokları belirlemek amacıyla Etki-Tepki grafikleri oluşturularak, varyans ayrıştırma analizi yapılmıştır.

Araştırmada zaman serisi analizleri kullanılacağı için değişkenlerin durağan olmaları gerekmektedir. Yapılan durağan testi sonucunda, TBE değişkeninin seviye değerinde, BIST, TGE ve TEE değişkenlerin ise birinci dereceden fark değerlerinde durağan oldukları görülmektedir.

BIST ile TGE, TBE ve TEE değişkenleri ile oluşturulan ikili VAR modelleri için uygun gecikme uzunlukları tespit edildikten sonra yapılan Granger nedensellik testleri sonucunda BIST değişkeninden TGE, TBE ve TEE değişkenlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle BIST değişkeninde meydana gelen bir değişim, TGE, TBE ve TEE değişkenlerini etkilemektedir.

Granger nedensellik testi sonucunda belirlenen tek yönlü nedenselliğe dayanarak, tüketici duyarlılığını temsil eden TGE, TBE ve TEE değişkenlerinin, BIST değişkeninde meydana gelen yaklaşık % 1 oranındaki pozitif şoklardan yaklaşık iki aylık süreçte etkilendiği ve takip eden süreçte etkinin azalarak ortadan kalktığı yapılan etki tepki grafiklerinde görülmektedir. Varyans ayrıştırma sonuçları incelendiğinde ise BIST değişkeninde meydana gelen şokların birinci ayda kendi değerlerini % 100 oranında açıkladığı, TGE, TBE ve TEE değişkenlerini ise açıklayamadığı belirlenmiş, ayrıca BIST değişkeninde meydana gelen şokların takip eden aylarda sırasıyla TEE (0,80), TGE (0,32) ve TBE (0,23) üzerinde etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, çalışmada tüketici duyarlılığını temsil eden tüketici güven endeksi, tüketici beklenti endeksi ve tüketici eğilimi endeksleri üzerinde Borsa İstanbul pay piyasasının etkili olduğu, tüketici duyarlılığını ölçmek için kullanılan anketlere verilen cevaplar üzerinde katılımcıların düşünceleri üzerinde Borsa İstanbul verilerinin etkili olduğu ifade edilebilir. Ülkelerin ekonomik durum ve finansal piyasalar hakkında bireylerin duyarlılıkları, bu piyasaların nasıl hareket edecekleri hakkında önemli

öncü gösterge olma özelliği taşımakta olan tüketici duyarlılığının yükseltilmesinde pay piyasalarının gelişimi düşük oranlarda olsa da etkili olduklarından, bu piyasaların geliştirilmesine yönelik yapılacak gelişmeler ile tüketici duyarlılığının yükseltilmesine katkı sağlanacaktır.

KAYNAKÇA

- Afshar, T. (2007). Stock Return, Consumer Confidence, Purchasing Manager's Index And Economic Fluctuations. *Journal of Business & Economics Research*. 8, 97-106.
- Akıncı, G.Y., Akınca, M. ve Yılmaz, Ö. (2014). Finansal Gelişmişliğin Makroekonomik Belirleyicileri: Türkiye İçin Bir VAR Modeli. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*. 6 (1), 1-15.
- Cangöz İ. (2018). Borsa İstanbul 100 Endeksi ile Tüketici Güven Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Fiscaeconomia*. 2(1), 136-153.
- Charemza, W.W. & Deadman, D.F. (1993). *New Directions in Econometric Practice*. UK: Edward Elgar Publishing
- Chen, S. S. (2011). Lack of Consumer Confidence and Stock Returns. *Journal of Empirical Finance*. 18, 225-236.
- DeWitt, B. L. (2017). *Effect Of Consumer Confidence and Income on Stock Market Participation in The United States*. Capella University, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Eyüboğlu, S. ve Eyüboğlu, K. (2018). Tüketici Güven Endeksi İle Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Arasındaki İlişkinin Araştırılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 33 (1), 235-259.
- Ferrer, E. vd. (2016). Consumer Confidence Indices And Stock Markets' Meltdowns. *The European Journal of Finance*. 22 (3), 195-220.
- Fisher, K.L. & Statman, M. (2002). Consumer Confidence And Stock Returns. *SSRN Electronic Journal*. 30(1), 1-21.
- Granger, C.W.J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models ve Cross-Spectral Methods. *Econometrica*. 37 (3), 424-438.
- Gujarati, D. N. (1999). *Temel Ekonometri* (Çev. Ümit Şenesen, Gülay G. Şenesen), Literatür Yayıncılık.
- Güngör, B. ve Yılmaz, Ö. (2008). Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye İçin Bir VAR Modeli. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 173-193.
- Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003). The Stock Market and Consumer Confidence: European evidence. *Economics Letter*. 79, 89-98.
- Johansen, S. & Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.

- Kandır, S.Y. vd. (2013). Yatırımcı Duyarlılığı Temsilcileri: Yatırım Ortaklıkları İskontosu ve Tüketici Güven Endeksi Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 7 (2), 55-75.
- Karnizova, L. & Khan, Hashmat (2015). *The Stock Market and The Consumer Confidence Channel: Evidence from Canada*. *Empir Econ*. 49, 551-573.
- Kök, D. ve Uyğur, M. E. (2014). Finansal Piyasalarda Fiyat Etkileşimi: BİST 100 ve Seçilmiş Finansal Göstergeler İçin VAR Analizi. *Pamukkale İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi*. 1 (1), 1-23.
- Mermer, İ. (2014). *Tüketici Güven Endeksi ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Olgaç, S. ve Temizel, F. (2008). Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: Türkiye Örneği. *TİSK Akademi*. 2, 224-240.
- Otto, M. W. (1999). Consumer Sentiment and Stock Market. Finance and Economics Discussion Series from Board of Governors of Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1999/199960/199960pap.pdf>. Erişim Tarihi: 25.07.2019.
- Solanki, K. & Seetharam, Y. (2014). Is Consumer Confidence an Indicator of JSE Performance?. *Vizja Press & IT*. 8 (3), 257-274.
- TDK (2019). Türk Dil Kurumu. www.tdk.gov.tr, (Erişim: 19.02.2020).
- Topuz, Y. V. (2017). Tüketici Güveni ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 7(1), 53-65.
- Vurur, N.S. ve Diler, H. G. (2018). Türkiye Ekonomisinde Güven-Hisse Senedi Getiri İlişkisi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*. 10(1), 581-596.
- Yılmaz, Ö. ve Akıncı, M. (2011). İktisadi Büyüme İle Cari İşlemler Bilançosu Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15(2), 363-377.
- <https://www.bloomberght.com/bloomberg-ht-guven-endeksi-hesaplama-methodu-2224483>. (Erişim: 12.01.2020)
- <https://tr.investing.com/indices/ise-100>, (Erişim: 12.01.2020)