

BÜTÇE AÇIKLARININ HİSSE SENEDİ FİYAT HAREKETLERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Recep TEKELİ*

Özet

Bu çalışmada bütçe açıklarının hisse senedi fiyat hareketlerine (İMKB 100) olan etkisi araştırılacaktır. Borsa etkinliği (stock market efficiency) hipotezine göre cari borsa performansı geçmiş tüm politika kararlarını içermektedir ve geçmiş bütçe açıklarının mevcut market fiyatına etkisinin önemsiz olacağını göstermektedir. Bu çalışmada geçmiş kamu açıkları ile ölçülen mali politika kararlarının hisse senedi fiyatlarının hareketliliğine önemli bir etkisinin olup olmadığı VAR modeli yardımı ile test edilmiştir. Analiz sonuçları hisse senedi fiyatları ile bütçe açıkları arasında uzun dönem bütünleşmenin olmadığını ayrıca bu değişkenler arasında Granger nedensellik ilişkisinin de bulunmadığını göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Bütçe açıkları, hisse senedi piyasası etkinliği, VAR modeli, Granger nedensellik

Abstract

This study investigates the impact of budget deficits on stock prices (ISE 100 index). According to stock market efficiency hypothesis, present performance of stock market involves all political decisions and past budget deficits have insignificant power in explaining market prices. In this study, whether fiscal policy represented by past budget deficits is an important factor in explaining stock prices will be tested employing the VAR model. Empirical findings of this study show that stock prices and budget deficits have no long-run cointegrating relationship and budget deficits do not Granger cause stock prices.

Keywords: Budget deficit, stock market efficiency, VAR model, Granger causality

* Yrd Doç Dr, Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi (rtekeli@adu.edu.tr).

GİRİŞ

Bütçe açıklarının faiz oranları üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmaya yönelik birçok çalışma yapılmış olup halen ortak bir sonuca ulaşılmamıştır. Örnek vermek gerekirse, Wachtel ve Young (1987) ve Cebula (1990, 1991) yüksek bütçe açıklarının yüksek faiz oranlarına yol açacağını bulurlarken, Mascaro ve Meltzer (1983), Darrat (1990) ve Findlay (1990) bütçe açıklarının faiz oranlarını etkilemediği sonucuna varmışlardır (bkz Ewing 1998, s.649). Bütçe açıklarının faiz oranları üzerine yukarı yönlü bir baskı kurduğu fikri uzun yıllar araştırma konusu olmuş ve artık yerleşmiştir. Dolaylı olarak, yüksek bütçe açıkları yüksek faiz oranlarına yol açacağı için hisse senedi fiyatlarını düşürecektir. Bu çalışmamızda Türkiye’de bütçe açıkları ile borsa arasındaki ilişkiyi araştıracağız. Daha ayrıntılı olarak geçmiş bütçe açıklarının cari hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediğini incelemeye çalışacağız.

Teorik olarak maliye politika kararları (bütçe açık yada fazlasında değişikliğe neden olan harcama veya vergilerdeki değişiklikler) hisse senedi değerlerinin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Örneğin kamu harcamaları değişmezken vergilerdeki artış yatırımcıları borsada daha fazla yatırım yapmaktan vazgeçireceği için beklenen hisse fiyatlarını yada getirilerini düşürür. Aynı şekilde, kamu borçlanmasındaki artış kısa dönemli faiz oranlarını yükselterek hisse senetleri gibi menkul kıymetlerin iskonto edilmiş nakit akışını azaltacağı için hisse senedi işlemlerinin azalacağını sinyali verir (tabi ekonomide ki diğer olumsuz etkiler haricinde). Bu son durumda faiz oranları gelecekteki ekonomik aktiviteleri azaltma anlamında tehdit edecektir. Dolayısıyla merkez bankaları bu olumsuz durumu önlemek için politika kararları alacak ve sonuçta para politikası maliye politikasıyla etkileşebilecektir (Laopodis, 2007, s.3-4)).

Eugene Fama tarafından ortaya atılan Etkin Piyasalar Hipotezine göre (The Efficient Market Hypothesis) sermaye piyasalarının “bilgi etkin” olması halinde, gelecekte hisse senedi fiyatını etkileyebilecek faktörlerle ilgili olarak halihazırda bilinen bütün bilginin hisse senedinin fiyatının içinde yansıtılmış olması anlamına gelmektedir (Wikipedia, 2007). Diğer bir ifadeyle menkul kıymet fiyatlarının hali hazırdaki tüm bilgileri tamamen içermesi durumunda etkin bir sermaye piyasasından söz edilebilecektir. Erbaykal ve Okuyan (2007, s.67) Fama(1970)’ya atıfta bulunarak etkin piyasa kuramında hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde geçmiş piyasa fiyatlarının kullanılamayacağını belirtmektedir.

Ewing (1998, s.649) belirttiği üzere bütçe açıkları ile borsa arasındaki ilişki gelecekteki kamu kararlarının belirsizliği ile birlikte açıklara eşlik eden merkez bankası politikasıdır. Bütçe açıklarıyla ilişkili riskleri çeşitlendirmedeki zorluklar tüm borsalar için açıkların etkileri bakımından ortaktır. Bununla birlikte, yukarıda belirttiğimiz hisse senedi piyasası etkinliği hipotezi, mevcut hisse senedi piyasası (yada borsa) performansının geçmiş politika kararları da dahil olmak üzere tüm ulaşılabilir enformasyonun fiyat determinasyonunda dahil etmeyi çabucak ve tamamen yansıttığını iddia eder. Bu nedenle, hisse senedi piyasası etkinliği geçmiş bütçe açıklarının cari hisse senedi fiyatlarındaki değişmeye önemsiz etkisi olduğuna işaret eder. (Ewing 1998, s.649)

Darrat ve Brocato’nun (1994) Amerikan borsasının geçmiş açıklarla ilgili olarak etkin olmadığı sonucunu bulmaları hisse senedi piyasası ve federal bütçe

açıkları arasındaki ilişkilerin diğer gelişmiş ülkelerde de araştırılmasına neden olmuştur. Ewing (1998) Avustralya ve Fransa için yaptığı uygulamada, bütçe açıklarının hisse senedi fiyatlarına etkisini test etmiş ve geçmiş bütçe açıklarının hisse senedi piyasasında gelecekte oluşacak hareketlilik hakkında bilgi içerdiği sonucunu bulmuştur.

Türkiye’de ise bu konuda yapılan çalışmalar bizim bilgimize henüz yeteri kadar ortaya koyulamamıştır. Bu yüzden bu makalenin amacı hisse senetleri fiyatının ne dereceye kadar bütçe açığı şeklinde ortaya çıkan maliye politika kararlarına dair bilgileri içerdiğini Türkiye örneğinde analiz etmeye çalışmaktır. 1994 yılından 2007 Mayıs ayına kadarki aylık veriler Granger nedensellik, VAR ve eş bütünleşme yöntemleri kullanılarak analiz edilecektir. Bu amaçla çalışmamız dört bölüme ayrılmıştır. İkinci bölümde Türkiye’de oluşan bütçe açıklarının gelişimi, nedenleri ve etkileri tartışılacak ve konuyla ilişkili literatür taraması yine bu bölümün sonunda verilecektir. Üçüncü bölümde model ve veri anlatılacaktır. Dördüncü bölümde ise ampirik sonuçlar sunularak çalışma sonucu elde edilen bulgular son bölümde özetlenecektir.

TÜRKİYE’DE BÜTÇE AÇIKLARI

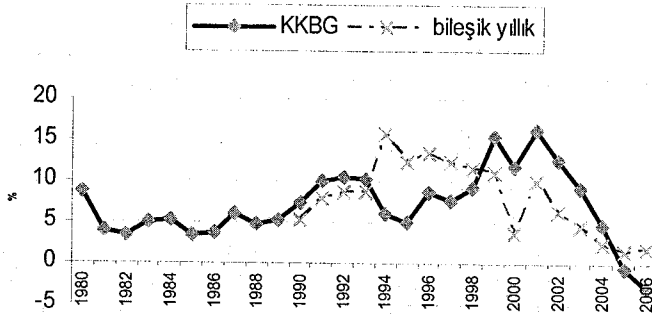
Bütçe kavram olarak bir mali yıl için tahmini kamu gelirlerinin ve giderlerinin gösterildiği bir belgedir. Bütçe, parlamentonun elinde bulundurduğu bütçe hakkının, yani kamu harcamaları ile kamu gelirlerini toplanması hakkında karar verme yetkisinin, hükümete devredildiği önemli bir tasarruf olmasının yanı sıra bütçe içinde yer alan harcamaların dağılımı ve gelirlerin bileşimi açısından da önemli bir müessesedir. Bütçe ile hükümet, mali ve iktisadi politikalarını gerçekleştirmeye çalışmakta ve ülke ekonomisini ve kişileri doğrudan ve dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Bütçe ile hükümetler amaçlarını gerçekleştirmeye çalışırken aynı zamanda oluşabilecek bir bütçe açığı ile toplum ve ekonomi üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedirler.

Genel anlamda bütçe açıklarının ölçüm yöntemlerinden bir tanesi de kamu kesimi borçlanma gereğidir (KKBG)². KKBG ile kamu kesimini oluşturan merkezi hükümet, yerel yönetimler kamu iktisadi teşebbüsleri, sosyal güvenlik kurumları, döner sermayeli kuruluşlar ile fonların ve özelleştirme kapsamındaki kuruluşların açıkları toplanarak en geniş anlamıyla kamu açığı ölçümü yapılmaktadır³. Türkiye’de bütçe açıklarının nedenleri üzerinde durulurken, dolaylı olarak, kamu kesimini oluşturan bu birimlerin bütçelerinde meydana gelen açıkların nedenleri üzerinde de durulmalıdır.

Aşağıdaki Grafik 1’de Türkiye’de yıllar itibarıyla KKBG’nde meydana gelen gelişme gösterilmiştir.

² Diğer bütçe açığı ölçüm yöntemleri için Blejer ve Cheasty (1991)’ e bakılabilir.

³ DPT’nin <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> adresinde yayımladığı istatistikte bu şekilde hesaplanmaktadır.



Grafik 1.
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği /GSMH (1980-2006 Bin YTL) ve Faiz Oranları

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> ve <http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm> adresinden elde edilen verilerle hazırlanmıştır. Grafikte, 12 aylık Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik faiz oranları ile KKBG karşılaştırmasını yapabilmek için faiz oranları 10 ile bölünerek ölçeklendirilmiştir.

Grafikte görüldüğü üzere tüm kamunun açığı 1980'li yıllardan itibaren artış içerisine girmiş, 1992 yılında bir pik yaptıktan sonra 1995 yılında azalmış, daha sonra ise tekrar artışa geçerek Türkiye'nin en ağır ekonomik krizini yaşadığı 2001 yılında tarihi zirvesine ulaşmış, bu tarihten sonra ise devamlı bir azalışa geçerek 2005 ve 2006 yıllarında kamu kesimi açık değil fazla vermiştir. Bu gelişmeye paralel olarak, hazinenin bütçe açığını kapatmak üzere başvurduğu iç borçlanmada uygulanan faiz oranları 1990 ve 1994 yılları arasında artarak en yüksek seviyesine ulaşmış, daha sonra ise KKBG'ndeki yükselişe karşın faiz oranlarında 1999 yılına kadar fazla bir artış olmamış (burada dış borç kaynaklarına başvurmanın etkisinin önemli olduğu söylenebilir), sonra ki yıllarda ise KKBG'ne paralel bir gelişme göstermiştir.

KKBG'nin gelişimini özele inip inemediğimizde tarihsel gelişim şu şekilde analiz edilebilir. 24 Ocak Kararlarının etkisiyle KKBG 1980'li yıllara düşüşle başlayıp daha sonraki 10 yıllık bir dönemde inişli çıkışlı bir seyir izlemiş ve bu dönemin sonunda hızla artmaya başlamıştır. 24 Ocak kararlarıyla gelir artırıcı önlemler alınmış ve KİT ürünlerinin fiyatlarına zam yapılarak KİT açıkları küçültülmeye çalışılmıştır. Grafik 1'den görüldüğü üzere, Milletvekilliği Genel seçimlerinin olduğu 1983 yılında ve sonrasında açıkların tekrar arttığı gözlemlenmektedir. Seçimler etrafında kamu harcamalarındaki artış 'politik konjonktür hareketlerinin' Türkiye'de olduğu olgusuna yönelik yapılan çalışmalarını destekler niteliktedir⁴. Ayrıca diğer seçim yılları olan 1987, 1991, 1995, 1999 ve 2002 yılları içinde benzer politik devresel hareketlerin olduğu söylenebilir.

⁴ Bu konuda ulusal seviyede yapılan çalışmalar için Eren (1993), Eren ve Bildirici (1999), Onur (2001), Telatar (1998), Telatar (2000), Yamak ve Yamak (1999) ve Tutar ve Tansel (2000) çalışmaları, yerel seviyede yapılmış çalışmalar için Dursun ve Savaşan (2006) ve Tekeli ve Akdede (yayın aşamasında) örnek olarak gösterilebilir.

1980'li yıllarda bütçe açıklarının büyümesinde önemli olan etmenler olarak Şen, Sağbaşı ve Keskin (2007, s.187) büyük ölçekli altyapı yatırımları (GAP, telekomünikasyon, baraj, köprü, otopan gibi), artan nüfusun kamusal mal ve hizmet talebini artırmasını, hızlanan köyden kente göçün beraberinde getirdiği harcama baskısı gibi başlıca nedenlerle kamu harcamalarının hızla artmasına rağmen vergi gelirlerinin buna eşlik edememesini göstermektedirler.

1990'lı yıllarda artan bütçe açıkları neticesinde hükümetler çok sık olarak borçlanma kaynağına başvurmuşlar ancak vadesi gelen borçların geri ödemesinde yaşanan sıkışıklıklar ve borcun borçla çevrilmeye başlanması sonucu aynı zamanda bir borç sorununu gündeme getirmiştir. Borçların vadesi kısalmış ve faiz oranları artmış, merkez bankasından borçlanma yoluna gidilerek de banka kaynakları yoğun olarak kullanılmıştır. Artan faiz oranları neticesinde Türkiye'ye sıcak para girişi artmış ve sıcak para girişi Türk lirasını reel olarak değerlendirmiştir. Aşırı değerli TL beraberinde dış açık sorununu da gündeme getirmiş ve bilinen 5 Nisan 1994 tedbirlerinin alınması gerekli olmuştur. Ekonomide iyileştirmeye yönelik tedbirlerin alındığı ve 5 Nisan Kararları olarak bilinen bu önlemler içerisinde alışlagelmiş KİT ürünlerine zam yapmak, TL'nin devalüasyonu, ek vergiler konulması ve bazı vergilerin artırılması yer almıştır. Bütçe içerisinde yer alan personel giderleri ile faiz giderlerinin zaten büyük boyutlarda olması bu önlemler paketini kalıcı kılmamıştır. 1995 genel seçimlerinin de etkisiyle olsa gerek mali disiplin sonraki yıllarda da sağlanamamıştır (Şen ve diğerleri, 2007).

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren imzalanan protokol gereği ve 1211 sayılı merkez Bankası yasasında yapılan değişiklik neticesinde Hazine merkez bankasından kısa vadeli avans yoluyla borçlanma imkanını kaybetmiş ve yoğun olarak bankaları borçlanma kaynağı olarak kullanmıştır. Artan kamu harcamalarını kontrol etmek için iktidarda bulunan koalisyon hükümeti IMF ile yapılan anlaşma doğrultusunda faiz dışı fazlayı artırmak için kamu çalışanlarının maaş ve ücretleriyle tarımsal destekleme fiyatlarını enflasyon oranında artıracaklarını vaat etmiştir (Şen ve diğerleri, 2007).

Hükümet IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması çerçevesinde vergi kanunlarında düzenleme yaparak, gelir vergisi dilim sayısını azaltmış, tarife dilimlerini genişletmiş, kurumlar vergisi oranını azaltarak kurumların dağıtılmayan kârları üzerinden %30 oranında stopaj kesilmesini öngörmüştür (Yıldırım ve Yıldırım, 2002, s.15 den aktaran Şen ve diğerleri 2007, s. 191). Bu gelişmeler sonrasında ise vergi gelirlerinde azalma meydana gelmiş, diğer taraftan mali disiplin için yapılan vaatlere karşın 1999 erken seçimi mali disiplinden uzaklaşılmasına neden olmuş ve Tablo 1 ve Grafik 1'den de görüleceği gibi bu yılda KKBG'nin GSMH'ya oranı %15.5 olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos 1999 depreminin de etkisiyle hükümet bütçede bir takım gelir artırıcı tedbirler almış ve aynı zamanda IMF ile imzalanacak standby anlaşması için hazırladığı niyet mektubunda faiz dışı fazlanın artırılacağı sözünü vermiştir (Şen ve diğerleri 2007, s. 191). Bu gelişmeler sonucu bütçede harcamalarda kesintiye gidilmiş ve ek vergilerin ihdasının da etkisiyle KKBG'nin GSMG'ya oranı Tablo 1

ve Grafik 1’de görüldüğü üzere 2000 yılında 3.7 puan azalarak %11.8 olarak gerçekleşmiştir.

Kasım 2000’den itibaren yaşanan likitide krizi neticesinde Türkiye tarihinin en büyük ekonomi krizi olan Şubat 2001 Krizi meydana gelmiş, KKBG/GSMH oranı %16.4 ile tarihi zirve yapmıştır. Bu oranın bu denli yüksek çıkmasının bir nedeni de 2001 yılından itibaren görev zararlarının iç borç stokuna dahil edilmesidir (Şen ve diğerleri 2007). Artan kamu borç stoku ve azalan dış kredibilite nedeniyle 2001 yılında IMF ile imzalan standby neticesinde bankacılık sektörüne ve kamu maliyesine yönelik yapısal önlemler alınmış, Tablo 1 ve Grafik 1’de görüldüğü üzere 2002 yılında kamu açıklarında azalma görülmüştür. 3 Kasım 2002 seçimleri sonrasında iş başına gelen hükümet IMF ile yapılan anlaşmanın devam edeceğini bildiren 3 yıllık bir anlaşma daha yapılmıştır.

Bunların neticesinde faiz dışı fazla hedefi tutturulmaya çalışılarak kamunun ağır borç yükünden kurtarılması ve böylece de borçların çevrilebilirliğine olanak sağlamak öncelikli maliye politikası olmuştur. Kamu harcamaları içerisinde yer alan faiz giderlerinde yaşanan kademeli düşüş kendisini hissettirmiş ve kamu daha az borçlanma gereği duyduğu için de yurt içi tasarruflar üzerindeki kamu baskısı nispeten azalmış ve kamunun borçlanma kağıtlarına ödediği faiz de azalmaya devam etmiştir. 2001 yılında %99,6 olan hazine iskontolu ihalelerin yıllık bileşik faiz oranları 2002 yılında %62,7’ye 2005 yılında ise %16,3’e düşmüş, ancak 2006 yılında artarak %18,1 olarak gerçekleşmiştir (bkz <http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>). Bu yıldaki artışta ise Merkez bankasının enflasyonu kontrol etmek için uyguladığı yüksek faiz politikasının etkili olduğu söylenebilir.

Ancak bu dönemde kamu açığını besleyen etmenlerden faiz giderlerindeki azalmaya karşın, açık nedenlerinden birisi olan Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının (SGK) açıklarında bir iyileşme olamamış bunun tersine durum daha da kötüye giderek SGK’na yapılan transferler, 2000 yılında faiz dışı bütçe giderlerinin %10,74’ü, 2002 yılında %16,5, 2005 yılında %20,84’üne ulaşmıştır. 2006 yılında ise bu oran %14,5’i olarak gerçekleşmiştir.⁵

Tablo 1: Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı

Yıllar	KKBG	KKBG						
		KONS. BÜTÇE	KİT	MAH. İDARE	DÖNER SERM. KURŞ.	SOSYAL GÜVENLİK KURŞ.	FONLAR	ÖZEL. KAPS.. KURŞ
1980	8,7	3,13	4,86	0,30	0,48	-	-	-
1981	3,9	1,54	2,40	0,00	0,04	-	-	-
1982	3,5	1,48	1,94	-0,03	0,13	-	-	-

⁵ SGK’na yapılan transferler, 2000 yılı için 3.321 milyon YTL, 2002 için 11.205 milyon YTL, 2005 için 23.762 milyon YTL, faiz dışı giderler ise 2000 yılı için 30.920 milyon YTL, 2002 için 67.876 milyon YTL ve 2005 için 114.007 milyon YTL’dir. SGK transferleri 2006 yılı için 19.201.061 Bin YTL, faiz dışı giderler ise 132.163.324 Bin YTL’dir. 2006 yılı GSMH ise 575.783.962 bin YTL’dir (GSMH kaynağı: <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/index.asp?yayin=teg&cyil=0&ay=0>).

1983	4,9	2,24	2,18	0,03	0,49	-	-	-
1984	5,3	4,42	1,90	-0,09	0,00	-0,35	-0,49	-
1985	3,5	2,26	2,46	-0,11	-0,42	0,00	-0,60	-
1986	3,6	2,76	2,58	0,27	-0,29	0,00	-1,66	-
1987	6	3,48	3,29	0,46	0,00	-0,57	-0,58	-
1988	4,8	3,09	2,17	0,36	0,14	-0,39	-0,53	-
1989	5,3	3,33	1,92	0,21	-0,01	-0,36	0,39	-0,13
1990	7,3	3,01	3,74	0,04	-0,02	-0,27	0,61	0,23
1991	10,1	5,28	3,10	0,27	0,01	0,14	0,94	0,37
1992	10,5	4,30	3,25	0,79	0,01	0,24	1,26	0,69
1993	10,2	6,69	0,66	0,72	0,00	0,58	0,85	0,70
1994	6,1	3,91	-0,31	0,41	0,01	0,58	0,90	0,67
1995	4,9	4,02	-0,22	0,20	0,03	0,43	0,63	-0,14
1996	8,6	8,26	-0,55	0,28	-0,01	0,03	0,14	0,48
1997	7,6	7,62	-0,39	0,28	-0,02	0,09	0,02	0,08
1998	9,3	7,28	1,30	0,39	-0,03	0,38	0,05	0,00
1999	15,5	11,86	2,32	0,45	-0,06	0,25	0,67	0,09
2000	11,8	10,93	1,64	0,40	-0,11	-0,30	-1,18	0,44
2001	16,4	17,45	0,01	0,32	-0,10	-1,12	-0,47	0,36
2002	12,7	14,81	-1,09	0,08	-0,19	-0,97	0,00	0,08
2003	9,3	11,27	-0,36	0,38	-0,31	-1,07	-0,17	-0,38
2004	4,7	7,1	-0,40	-0,07	-0,25	-0,97	-0,45	-0,17
2005 *	-0,4	1,67	-0,13	-0,08	-0,26	-0,94	-0,63	-0,04
2006**	-3,1	0,54	-0,39	-0,08	-0,26	-1,14	-1,75	-0,14

Not: * geçici ve ** tahminidir. Kaynak: değerleri <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> ve <http://ekutup.dpt.gov.tr> adresinden elde edilen verilerle tarafımızdan hazırlanmıştır.

Diğer bir ifadeyle 2005 yılında GSMH'nın %4,8'ine ulaşmış ve 2006 yılında %3,3'ü olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişme göstermektedir ki, mali disiplinin sağlanması konusunda kamu açığının azaltılması gerekli olmakla birlikte yeterli olmamaktadır. Sosyal Güvenlik sisteminin de temelden ele alınarak sorununun yapısal tedbirler olarak çözülmesi gerekmektedir.

Tablo 2'den görüldüğü üzere 1982 ile 1991 yılları arasında konsolide bütçe harcamalarının GSMH'ya oranı %15 ile %20 arasında değişirken 1991 yılından itibaren artışa geçmiş, ve 2001 yılında bu oran %46 olarak gerçekleşerek daha sonra ki yıllarda ise azalışa geçmesine rağmen henüz ekonomik kriz öncesi döneme dönülememiştir.

Tablo 2: Konsolide Bütçe Harcamalarının GSMH'ya Oranı (%)

Yıllar	Harcamalar	Harcamalar			Transfer Harcamaları				
		Cari	Yatırım	Transfer	Faiz Ödemeleri	KİT'lere Transfer	Vergi İadeleri	Sosyal Güvenlik	Diğer
1980	20,3	9,3	3,5	7,5	0,6	3,8	0,1	0,8	2,1
1981	18,9	7,9	3,8	7,1	0,9	2,4	0,4	0,7	2,7
1982	15,1	6,8	3,1	5,2	0,8	2,1	0,0	0,6	1,6
1983	18,8	7,7	3,4	7,7	1,5	2,2	1,3	0,8	1,8
1984	17,1	6,7	3,1	7,2	2,0	1,3	1,7	0,6	1,7
1985	15,0	5,9	2,9	6,2	1,9	0,5	2,1	0,6	1,1
1986	16,0	6,0	3,2	6,8	2,6	0,3	2,2	0,6	1,2
1987	16,9	6,5	2,6	7,8	3,0	0,6	2,2	0,6	1,4
1988	16,3	6,1	2,1	8,1	3,9	0,8	1,6	0,6	1,2
1989	16,5	7,7	1,7	7,1	3,6	0,5	1,2	0,6	1,1
1990	16,9	8,9	1,7	6,3	3,5	0,3	0,9	0,3	1,2
1991	20,5	10,4	1,8	8,3	3,8	1,9	1,0	0,3	1,3
1992	20,1	11,3	1,7	7,1	3,7	0,7	1,0	0,4	1,4
1993	24,3	11,1	1,8	11,4	5,8	1,3	1,1	0,7	2,5
1994	23,1	9,5	1,3	12,3	7,7	0,5	0,8	1,0	2,3
1995	21,8	8,2	1,2	12,4	7,3	0,6	0,8	1,4	2,3
1996	26,3	8,6	1,6	16,2	10,0	0,3	0,7	2,2	2,9
1997	27,2	9,5	2,0	15,7	7,7	0,4	0,8	2,6	4,1
1998	29,2	9,7	1,9	17,6	11,5	0,3	1,0	2,6	2,1
1999	35,9	11,7	2,0	22,2	13,7	0,5	1,5	3,5	3,0
2000	37,4	10,8	2,2	24,4	16,3	0,7	1,3	2,6	3,5
2001	46,0	11,6	2,7	31,7	23,3	0,6	1,7	2,9	3,3
2002	42,6	11,1	3,1	28,4	18,9	0,8	2,1	4,1	2,7
2003	39,4	10,8	2,0	26,6	16,4	0,5	2,3	4,5	2,8
2004*	35,1	10,4	1,8	22,9	13,2	0,3	2,6	4,4	2,4
2005**	32,2	10,0	1,9	20,2	9,4	0,3	2,6	4,8	3,2
2006	31	-	-	-	-	-	-	3,3	-

Not: * geçici ve ** program tahminidir. 1980-2005 değerleri <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm> adresinden, 2006 yılı ise <http://www.muhasibat.gov.tr/ekogosterge/index.php> adresinden elde edilen verilerle tarafımızdan hazırlanmıştır.

Bu artışın belirlenmesinde transfer harcamalarındaki artışın etkisinin büyük olduğu görülmektedir. Transfer harcamalarının GSMH'ya oranı 1993 yılına kadar %10'un altında seyrederken bu yıldan sonra artışa geçmiş, 1997 yılında 1993'e göre iki mislinde fazla artmış, 1999 yılında ise artık %20'ler görülmüştür. 2001 ekonomik kriz yılında ise %31,7 ile zirve yapmıştır. Faiz Ödemeleri, KİT'lere Transfer, Vergi İadeleri, Sosyal Güvenlik ve Diğer Transferler, transfer harcamalarını oluşturmaktadır. Tablo 2'den de görüleceği üzere 1980-83 yılları arasında KİT'lere yapılan transferler ağırlıklyken, daha sonraki yıllar faiz giderlerinin payı artmış,

1996 yılında ise incelenen dönem boyunca ilk kez yatırım ve cari harcamalar toplamını yakaladığı, 1999 ve sonrasında ise geçtiği görülmektedir. Ekonomik kriz yılında ise faiz giderleri yine zirve yapmış ve 2002 yılından itibaren uygulamaya konulan mali tedbirlerin etkisi ile faiz giderlerinin payı, transfer harcamaları içerisinde yüksek olmasına rağmen, azalmaya başlamıştır. Yine tablodan görülen bir başka husus ise SGK'larına yapılan transferlerin 1994 yılından başlayarak önemli boyutlara ulaşmasıdır. 2005 yılına gelindiğinde bu transferler GSMH'nin %4,8'ini oluşturmaktaydı.

TÜRKİYE'DE BÜTÇE AÇIKLARININ ETKİLERİ

Türkiye'de bütçe açıklarının etkilerine yönelik yapılan çalışmalar genelde uluslar arası alanda yapılan çalışmalara bir paralellik arz etmektedir. Bütçe açıkları ve faiz oranı, bütçe açıkları ve dış ticaret dengesi (veya ikiz açık olgusu), bütçe açıkları ve enflasyon, bütçe açıkları ve döviz kuru arasındaki ilişki inceleme konu olmuştur. Dönemler ve kullanılan teknikler itibariyle farklılıklar arz eden bu çalışmaların ampirik bulguları üzerine Şen ve diğerleri (2007, s.228-231) özet bir tablo sunmaktadır. Bütçe açıklarının hisse senedi fiyatlarına etkisi konusunda ise bizim bilgimize henüz Türkiye'de yapılmış çalışmalar yeterli düzeye gelmemiştir.

Türkiye'de yapılan çalışmalar genelde makro ekonomik değişkenlerin borsa veya hisse senedi getirisine etkisini analiz etmiştir. Bu çalışmalar; makro ekonomik değişkenlerin borsa getirisi ve oynaklığı üzerine etkisi (Başçı ve Ceylan (2006), hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki (Kırbaş-Kasman, 2006; Erbaykal ve Okuyan, 2007), ve makro ekonomik değişkenler ve İMKB endeksi arasındaki ilişkinin belirlenmesi (Erdem, Erdem ve Arslan, 2006) üzerine yoğunlaşmıştır. Çalışmamızla ilgili olarak ise Çıtak (2003) makroekonomik politikalarla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hissesenedi fiyatları arasındaki ilişkiyi 1986:(1)-2001:(12) dönemi için incelemiş ve para arzı ile İMKB hisse senetleri ve bütçe fazlası (veya açığı) ile İMKB hisse senetleri arasındaki ilişkiyi test etmek için Vektör Otoregresyon Modeli (VAR) bağlamında, Granger Nedensellik testleri kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre; İMKB'nin, para politikası açısından bilgi etkin, ancak maliye politikası açısından bilgi etkin olmadığı ortaya çıkmaktadır.

Erbaykal ve Okuyan (2007) hisse senedi fiyatları ile enflasyon, faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkilerini 1987:01-2006:03 dönemi için Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen gecikmesi arttırılmış VAR yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Hisse senedi fiyatlarından ekonomik büyümeye, faiz oranı ve enflasyondan hisse senedi fiyatlarına doğru bir nedenselliğe rastlanmışlardır. Hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında ise bir nedensellik ilişkisi tespit edememişlerdir.

Erdem ve diğerleri (2006) Ocak 1991-Ocak 2004 dönemi için VAR modelinden elde ettikleri sonuca göre faiz oranı, döviz kuru ve M1 para arzından İMKB 100 endeksine tek yönlü bir volatilité geçişliliğinin varlığını tespit etmişlerdir.

Muradoğlu, G, Metin K ve Argaç (2001) M1, M2, dolaşımdaki para, bankalar arası gecelik faiz oranı, döviz kuru gibi parasal değişkenler ile hisse senetlerinin getirisi arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını eşbütünleşme

yöntemi ile 1988-1995 dönemi için araştırmış ve bazı değişkenler için bu ilişkinin varlığı doğrulanmıştır.

Durukan (1999) ise enflasyon, ekonomik aktivite, faiz oranı, döviz kuru ve para arzı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi OLS yöntemiyle 1986-1998 dönemi için araştırmış ve faiz oranı ve ekonomik aktivite değişkenlerinin hisse senedi fiyat değişimlerini açıkladığı sonucuna ulaşmıştır (Kırbaş-Kasman, 2006, s.91).

Kırbaş-Kasman (2006), Ocak 1986-Aralık 2003 dönemini kapsayan çalışmasında enflasyon, M1 para arzı ve döviz kuru gibi makro ekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına, hisse senedi fiyatlarının da bu makro ekonomik değişkenlere Granger anlamında neden olduğunu gösterirken, sanayi üretiminden hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu bulmuştur.

Başçı ve Ceylan (2006) Ağustos 2001-Aralık 2005 dönemi için enflasyon beklentisinin ve üretimdeki büyümenin borsa getirileri yada oynaklığı üzerinde etkili olmadığını bulmuştur.

Yukarıda anılan çalışmalarda sözü edilen değişkenler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin yönü şu şekilde varsayılmıştır: Enflasyonla hisse senedi arasındaki negatif yönlü bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır. Erdem, ve diğerlerine göre “enflasyon hisse senedi fiyatlarına, yatırımcıların gelecekte elde edecekleri gelirleri hesaba katarak yatırım yapma davranışları doğrultusunda etki eder. Buna ilaveten, hisse senedi piyasasında tahmin yapmanın bir bileşeni de reel aktiflerdeki değişimlerdir” (2006, s.126). Dolayısıyla, ters yönlü ilişkinin nedeni bu şekilde açıklanmaktadır. Kasman-Kırbaş’a göre ise bu ters yönlü ilişkinin nedeni “Rekabete dayalı bir ekonomide enflasyondaki artış firmaların üretim maliyetlerini artırmak yolu ile gelecekte elde edilmesi umulan nakit akışını ve firmaların gelirlerini” (2006, s.92) azaltmasıdır.

Para arzı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin yönü ise iki türde ortaya çıkabilir. Kasman-Kırbaş’ın (2006, s92) Dhakal ve diğerlerinden (1993) yaptığı alıntıya göre “Portföy teorisin[de], para arzındaki artış, yatırımcıların portföylerinde paraya daha az, hisse senedi gibi diğer finansal yatırım araçlarına daha çok yer vermelerine sebep olmaktadır. Dolayısıyla, para arzındaki artış hisse senetlerine olan talebi artırmakta, bu da hisse senedi fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır”. Diğer taraftan, para arzındaki dalgalanmaların enflasyonda belirsizlik yaratmak yoluyla ve para politikasına katılım mekanizması yoluyla hisse senedi piyasasını etkileyeceğini öne sürmektedir. Sonuçta, Kasman-Kırbaş (2006, s.92), Portföy teorisinin savunduğu mekanizma güçlü ise para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif ilişki, enflasyonist etki daha güçlü ise negatif ilişki beklenmektedir.

Erdem ve diğerleri, Dhakal et al (1993)’den yaptığı alıntıda enflasyon oranı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklamaktadır; “Enflasyon oranı, para arzı artış oranıyla pozitif yönde ilişkili olduğundan..., para arzındaki pozitif yönlü değişme, iskonto haddinde bir artışa ve hisse senedi fiyatlarında bir düşüşe neden olabilir. Bunun bir sonucu olarak ise, para arzını takiben,

yatırımcıların hisse senedi taleplerini azaltmaları, hisse senedi fiyatlarını etkiler” (2006, s.127).

Modigliani ve Cohn (1977)’a göre, faiz oranları hisse senedi fiyatlarının en önemli belirleyicilerinden birisidir (Erdem ve diğerleri (2006, s.126). Bu iki değişken arasında negatif yönlü bir ilişki varsayılmaktadır. Erdem ve diğerleri bu ilişkiyi şöyle açıklamaktadır: “Faiz oranlarındaki bir birimlik artış, getiri oranlarını yükseltmekte ve menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Spesifik olarak, faiz oranlarındaki artış, yatırımcıyı portföyünün yapısını tahviller lehine değiştirmesi yönünde teşvik eder. Bunun sonucu olarak da, hisse senedi fiyatlarının düşmesi beklenir” (2006, s.126). Dolayısıyla, faiz oranlarında meydana gelecek bir birimlik bir azalmanın da, hisse senetleri fiyatlarını artıracığını öne sürebiliriz.

İhracat ağırlıklı bir ekonominin parasındaki bir değer kaybı, ülkenin ihraç mallarının uluslar arası piyasalarda fiyatının ucuzlamasına, ve bunun sonucunda ihraç mallarına olan talebin artmasıyla birlikte artan ihracat, ülkeye olan nakit akışını ve firmaların kârlılığını artırarak, firma değerinin bir göstergesi olan hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkileyebilecektir (Kasman-Kırbaş, 2006, s92; Erdem ve diğerleri 2006, s.127). Buna karşın, Türk lirasındaki bu değer kaybının olumlu etkisi olabileceği gibi, çoğu imalat girdisi olan ithal mallarının maliyetini artırarak, ters yönde bir etkide ortaya çıkartabilmesi de muhtemeldir.

Erdem, Erdem ve Arslan (2006, s.127) ve Kasman-Kırbaş (2006, s.92) endüstriyel üretimle temsil edilen reel ekonomik faaliyetlerin, gelecekte beklenen nakit akışları doğrultusunda, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif ilişkili olacağını öne sürmektedir.

VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Türkiye’de bütçe açıklarının hisse sendi getirileri üzerine etkilerini araştırmaya yönelik bu çalışmada, 1994(1)-2007(5) dönemine ait aylık hisse senedi fiyat endeksi ve konsolide bütçe açığı verileri kullanılmıştır. Bütçe açığı verileri TCMB’nin www.tcmb.gov.tr adresinden 1994-2003 dönemi için aylık, ve Hazine’nin www.hazine.gov.tr adresinden 2004-2007 dönemi için aylık toplanmıştır. Hisse senedi fiyat endeksi (İMKB 100) ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) elektronik veri dağıtım sisteminden alınmıştır. Nominal değerler tüketici fiyat endeksi ile deflate edilerek reel verilere dönüştürülmüştür.

Hisse senedi fiyatları ile bütçe açıkları arasındaki ampirik ilişki eşbütünleşme analizi yardımı ile belirlenmeye çalışılmıştır. Analizde VAR modeli tahmin edilmiş ve hisse senedi fiyatları ile bütçe açıkları arasında uzun dönem ilişki olup olmadığı test edilmiştir. Ampirik analize konu olan model aşağıda yer almaktadır:

$$LHSF_t = \beta_0 + \beta_1 BA_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Denklem (1)’de HSF hisse senedi fiyat endeksini, BA bütçe açıklarını ve ε hata terimini ifade etmektedir.

AMPİRİK ANALİZ SONUÇLARI

Bu bölümde model (1)'in tahmininden elde edilen sonuçlar değerlendirilecektir. Zaman serileri kullanılarak yapılan her çalışmada öncelikli olarak serilerin durağan olup olmadığı test edilmektedir. Zira birim kök içeren, durağan olmayan serilerle yapılan analizler yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir (Charemza and Deadman, 1997). Bu nedenle ampirik analize geçmeden önce serilerin entegrasyon düzeylerinin belirlenmesi çok önemlidir. Bu çalışmada serilerin entegrasyon düzeyleri Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. HSF ve BA serilerinin entegrasyon düzeyleri ADF regresyonuna sabit, sabit ve trend eklemek sureti ile test edilmiştir. Analizde kullanılan gecikme değişken sayıları Akaike Information Criteria (AIC) kıstası kullanılarak belirlenmiş ve bulgular Tablo 3'de yer almaktadır. Tablo 3'ün incelenmesinden görüleceği üzere HSF ve BA değişkenlerinin entegrasyon düzeyleri I(1)'dir. Tablonun son sütunundan görüleceği gibi, değişkenlerin birinci farkları alındığında seriler durağan hale dönüşmektedir.

Tablo 3. Birim Kök ADF Testleri

Değişkenler	Sabitli	Sabit ve Trendli	Birinci Fark
HSF	-2.157(0)	-2.262(0)	-4.453*(0)
BA	-1.714(10)	-1.324(10)	-6.173*(9)

Not: Parantez içindeki rakamlar, ADF testlerinde AIC kistasına göre seçilen gecikme değişken sayılarının göstermektedir. (*) H_0 hipotezinin %5 güven aralığında reddedildiğini göstermektedir. ADF testinin kritik değerleri %5 güven aralığı için -2.88(sabit) ve -3.44 (sabit ve trendli).

HSF ve BA değişkenleri arasında uzun dönem ilişkinin olup olmadığını belirlemek için Johansen çoklu eşbütünleşme testi kullanılmıştır. VAR modelinde yer alacak gecikme değişken sayısının 3 olduğu AIC ve HQ (Hannan-Quinn criteria) kriterleri kullanılarak belirlenmiştir. Johansen-Juselius metodunun kullanımından elde edilen sonuçlar aşağıda Tablo 4'de yer almaktadır.

Tablo 4. Johansen-Juselius Maksimum Olabilirlik Eşbütünleşme Testleri

İz Testi				Maximum Özdeğer Testi			
H_0	H_1	İstatistik	%95 Kritik Değer	H_0	H_1	İstatistik	%95 Kritik Değer
$r = 0$	$r \geq 1$	13.39	15.49	$r = 0$	$r = 1$	10.03	14.26
$r \leq 1$	$r \geq 2$	3.37	3.84	$r \leq 1$	$r = 2$	3.37	3.84

Not: VAR modelinde kullanılan gecikme değişken sayıları AIC kistasına göre belirlenmiştir.

Tablo 4'ün incelenmesinden görüleceği gibi, %95 anlamlılık düzeyinde, hesaplanan iz testi ve maksimum özdeğer test değerleri, kritik test değerlerden küçük olduğundan seriler arasında eşbütünleşme yoktur şeklinde ifade edilen H_0

hipotezi reddedilmemiştir. Bu bulgular dikkate alındığında analizimize konu olan değişkenler arasında eşbütünleşmenin olmadığı görülmektedir.

HSP ve BA serileri arasında eşbütünleşmenin olmaması, standard Granger nedensellik modelinin tahmin edilmesinin daha uygun olduğunu göstermektedir. Bu nedenle aşağıda Denklem (2)'de yer alan Granger nedensellik modeli 3, 6, 9 ve 13 gecikme kullanılarak tahmin edilmiştir.

$$\Delta HSF_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta HSF_{t-i} + \sum_{j=1}^q \lambda_j \Delta BA_{t-j} + e_t \quad (2)$$

Denklem (2)'de yer alan Δ değişkenlerin birinci farklarının alındığını göstermektedir. Granger nedensellik modeli Denklem(2)'de yer alan gecikme değişkenlerinin katsayılarının birlikte anlamsız olduğu H_0 hipotezinin F-testi ile test edilmesini içerir. H_0 hipotezin reddedilmesi geçmiş dönem bütçe açıklarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmadığı anlamına gelmektedir. Granger nedensellik testi sonuçları aşağıdaki Tablo 5'te yer almaktadır.

Tablo 5. Granger Nedensellik Testi, 1994(Ocak)-2007(Mayıs)

H_0 Hipotezi	Gecikme Sayısı	F-İstatistiği	Olasılık
BA Granger neden olmaz HSP	3	0.82772	0.48056
BA Granger neden olmaz HSP	6	0.42767	0.85954
BA Granger neden olmaz HSP	9	0.43132	0.91619
BA Granger neden olmaz HSP	12	0.31249	0.98612

Tablonun incelenmesinden de anlaşılacağı üzere H_0 hipotezi her dört durumda da %5 anlamlılık düzeyinde reddedilememektedir. Haliyle, Granger bağlamında Türkiye'de bütçe açıklarının hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde etkili olmadığı sonucuna varabiliriz. Bu sonuç aynı zamanda, hisse senedi piyasasının etkin olduğu şeklinde yorumlanabilir.

SONUÇ

Bu çalışmamızda Türkiye'deki Bütçe açıklarının hisse senedi fiyatlarındaki hareketliliğe etkisi üzerine yoğunlaştık. Çalışmamızda, 1994 yılından 2007 Mayıs ayına kadarki aylık veriler Granger nedensellik, VAR ve eş bütünleşme yöntemleri kullanılarak analiz edilmiş ve geçmiş bütçe açıkları ile ölçülen mali politika kararlarının borsayı etkilemediğine yönelik sonuçlar elde edilmiştir.

Menkul kıymetler borsasının "bilgi etkin" olması, makroekonomik politikalarla ilgili olarak alınan kararların kamuya açıklandığı anda, yani maliye ve para politikalarındaki değişiklik hızlı bir şekilde, gecikme olmadan hisse senedi fiyatlarına yansıtılıyor anlamına gelmektedir. Bu durumda, maliye politikaları ile ilgili eski bilgilerin etkisi geçmişteki hisse senedi fiyatlarına yansımış olduğundan, etkin bir piyasada eski bilgiler; hisse senedi fiyatlarındaki cari hareketliliği açıklamada etkili değildir. Ancak, bilgi etkin olmayan bir hisse senedi piyasasında, maliye politikaları açısından bu politikalarla ilgili eski bilgiler, hisse senedi fiyatlarındaki cari hareketliliği açıklamada etkilidir. Çünkü, bilgi etkin olmayan

piyasalarda, hisse senetlerinin yeni bilgileri hazmetmesinde bir gecikme olmaktadır (Lee, 1997'den aktaran Çıtak, 2003, s.130). Bu çalışmada elde edilen sonuç, Etkin Piyasa Hipotezine göre İMKB'nin etkin olduğu anlamına gelmektedir.

Kaynakça

- Başçı, S ve Ceylan, N (2006), "Makroekonomik değişkenlerin borsa getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisi: Türkiye örneği", İktisat İşletme ve Finans, Aralık 2006, 30-37
- Blejer, Mario I. & Cheasty, Adrienne (1991), "The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues", Journal of Economic Literature, Vol. 29, No. 4, 1644-1678.
- Cebula, RJ (1990), "A brief note on the impact of budget deficits on the real municipal bond rate, Public Finance Quarterly, 19 (4), 437-43.
- Cebula, RJ (1990), "A note on budget deficits and ex ante real term interest rates in the United States, Southern Economic Journal, 56, 797-801.
- Charemza, W. ve D. Deadman (1997), New Directions in Econometric Practice", Edward Elgar, Englan.
- Çıtak, L. (2003), "Para ve Maliye Politikalarının İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: İMKB, Makroekonomik Politikalar Açısından Bilgi Etkin midir?" Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık 2003, Sayı: 9, s129-142.
- Darrat, AF & Brocato, J (1994), "Stock market efficiency and the federal budget deficit: another anomaly?", The Financial Review, 29 (1), 49-75.
- Dursun, İbrahim ve Savaşan, Fatih (2006) Political Business Cycles at the Municipal Level: The Case of Turkey", Yaşar Üniversitesi, Conference Paper, 2006
- Durukan, MB (1999) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse senedi Fiyatlarına etkisi, İMKB Dergisi, Yıl.3, sayı 11, Temmuz / Ağustos/Eylül.
- Erbaykal, E ve Okuyan, H.A. (2007), "Türkiye'de temel makro ekonomik değişkenler ile hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisi", İktisat İşletme ve Finans, Kasım 2007 , 66-79
- Erdem, C, Erdem M S ve Arslan, K.A (2006), "makroekonomik değişkenler ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkinin belirlenmesi", İktisat İşletme ve finans, Şubat 2006, 125-135.
- Eren, Ercan (1993), "Politika ve Ekonomi: Siyasal Konjonktür Dalgaları", İktisat, İşletme ve Finans, Ağustos 89: 59-64.
- Eren, Ercan ve Bildirici, Melike (1999) "Siyasal Konjonktür Dalgaları ve Türkiye'de Seçmen Davranışı", İktisat, İşletme ve Finans, Ekim, 27-39.
- Ewing, Bradley T (1998), "The impact of federal budget deficits on movements in the stock market: evidence from Australia and France", 5, 649-651.
- Ewing, Bradley T (1998), "The impact of federal budget deficits on movements in the stock market: evidence from Australia and France", 5, 649-651.

- Fama, E. F (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol 25, s383-418.
- Findlay, DW (1990), "Budget Deficits, expected inflation, and short-term real interest rates: evidence from the US", *International Economic Journal*, 4, 41-53.
- Kasman-Kırbaş, S. (2006), "hisse senetlerinin fiyatları ve makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki var mı?", *İktisat İşletme ve Finans*, Ocak 2006, 88-99.
- Laopodis, Nikiforos T. (2007), 2007 FMA European Conference, May 30 to June 1, 2007 Barcelona, Spain. (<http://www.fma.org/Barcelona/Papers/StocknFiscalPolicy.pdf>)
- Lee, Unro (1997), "Stock Market and Macroeconomic Policies: New vidence from Pacific Basin Countries", *Multinational Finance Journal*, Vol. 1, No. 1, , s.s.273-288.
- Mascora, A & Meltzer, AH (1983), "Long-short-term interest rates in a risky world, *Journal of Monetary Economics*, 12, 485-528.
- Muradoğlu, G, Metin K ve Argaç R(2001), "is there a long run relationship between stock returns and monetary variables: evidence from an emerging market", *Applied Financial Economics*, 11, 641-649.
- Onur, Sara (2001), "Politik Konjonktür Dalgalanmaları ve Türkiye Uygulaması (1950- 2000)", Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF Dergisi.
- Tekeli, R. ve S.H. Akdede (2008), "Yerel Yönetimlerde Politik Konjonktür Hareketleri: Türkiye’de Belediyeler Üzerine Bir Uygulama", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 262, 89-111,(basımda).
- Telatar, F. (2000), "Parlamentar Sistemlerde Politik Devresel Dalgalanmalar: Teori ve Türkiye için Bir Uygulama", *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2(4): 127-132.
- Telatar, Funda (1998) "Makroekonomi-Siyaset İlişkileri: Politik Devresel Dalgalanmalar Teorisi", *Ekonomik Yaklaşım*, Güz sayısı, 9: 37-60.
- Toda, H Y & Yamamoto, T (1995) statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated process", *Journal of Econometrics*, 66, 225-250.
- Tutar, İ. ve A. Tansel (2000) "Political Business Cycles, Institutional Structure and Budget Deficits in Turkey", *Middle East Technical University (METU) - Department of Economics; Institute for the Study of Labor (IZA)*, September 2000, *Economic Research Forum Working Paper No. 2019*.
- Wachtel, P & Young, J (1987), "Deficit announcements and interest rates, *American Economic Review*, 54, 725-31.
- Yamak, N. ve Yamak, R. (1999), "Türkiye’de Genel Milletvekili Seçimleri ve Ekonomi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Şubat, 47-57.
- Yıldırım, Erhan ve Yıldırım, Refia (2002), "1980 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", *Türkiye’de 1980 Sonrası Mali Politikalar içinde*, XVI. Türkiye Maliye Sempozyumu, 28-31 Mayıs 2001/Antalya.

İnternet kaynakları

<http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>

<http://www.muhasibat.gov.tr/ekogosterge/index.php>

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm>

http://en.wikipedia.org/wiki/Efficient_market_hypothesis