

TCMB FAİZ ORANI KARARLARININ BANKA HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: 13 EYLÜL 2018 TARİHLİ AÇIKLAMA ÖRNEĞİ

Can TÜRGÜT¹

Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK²

Özet

Bu çalışmanın amacı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından 13 Eylül 2018 tarihinde alınan para politikası kararının, BIST Banka Endeksinde yer alan bankaların hisse senedi getirilerine etkisini ölçmektir. Çalışmada BIST banka Endeksinde yer alan 12 bankanın, politika faiz oranının artışı sonucu hisse senedi getirileri üzerinde etkisini incelemek üzere Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Analizde BIST Banka Endeksi günlük getirileri ve BIST' de yer alan 12 bankanın hisse senedi getirileri günlük olarak alınmıştır. Çalışmaya dahil edilen her bir banka için "AR" Anormal Getiriler ve "CAR" Kümülatif Anormal Getiriler hesaplanmıştır. Çalışmada üç farklı olay penceresi belirlenmiş ve her bir olay penceresi zaman aralığı için anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Belirlenen olay öncesi ve sonrası zaman aralıklarındaki hisse senedi getirileri incelendiğinde, BIST bankacılık sektöründe yer alan 12 bankanın hisse senedi getirilerinin TCMB'nin 13 Eylül 2018 tarihli para politikası kararından pozitif etkilendiği belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Hisse Senedi Piyasaları, Olay Çalışması,

Jel Sınıflandırılması:E43, E44, G14

THE EFFECT OF INTEREST RATE DECISIONS OF CBRT ON THE BANKS' STOCK RETURNS: CASE OF THE DECEMBER 13, 2018

Abstract

The purpose of this study is to measure the effect of Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) monetary policy decision on the banks' returns in BIST Bank Index on September 13, 2018. In the study, the Event Study method was used to examine the response of 12 banks stock returns to the increase in policy interest rate. In the analysis, daily returns of 12 banks in BIST were used. "AR" Abnormal Returns and "CAR" Cumulative Abnormal Returns were calculated for each bank within the scope of the study. In the study, three different event windows were determined, and significant results were obtained. When the stock returns in the pre and post-determined time intervals are analyzed, it can be said that the stock returns of 12 banks in the BIST banking sector were positively affected by the CBRT's monetary policy decision dated 13 September 2018.

Anahtar Kelimeler: Monetary Policy, Stock Market, Event Study

Jel Sınıflandırılması:E43, E44, G14

¹ Yüksek Lisans Öğrencisi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, SBE, İktisat Anabilim Dalı, canturgutt@outlook.com

² Dr. Öğretim Üyesi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, ozlemcetenak@ohu.edu.tr

GİRİŞ

20. yüzyılın sonlarına doğru daha da hız kazanan küreselleşme olgusu, beraberinde devletlerin ekonomideki ağırlığını da azaltmakla kalmamış, aynı zamanda ulusal iktisat politikalarının da yeniden yapılanmasını gerektirmiştir. Yaşanan kısa vadeli sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkelerde olumsuz etkiler yaratmıştır. Bu etkilerden kurtulabilmek için yeni iktisat politikalarına ve ağırlıklı olarak para politikasıyla ilgili yeni düzenlemelere gidilmiştir. Para politikası en öz haliyle fiyat istikrarı, tatmin edici bir büyüme hızı ve finansal istikrar gibi amaçları kapsamaktadır. Türkiye’de de, dünyada oluşan bu değişime uygun olarak para politikasında özellikle 2001 krizi sonrası büyük değişimler gözlenmiştir (Çetin, 2016:67-68).

Para politikası enflasyon, reel hasıla ve istihdam gibi makroekonomik değişkenler olarak ifade edilen bir dizi amaca ulaşmayı hedeflemektedir. Ancak, merkez bankasının iskonto oranındaki değişimler gibi para politikası uygulamaları, bu amaçlar üzerinde dolaylı bir etkiye sahiptir ve politikaların aktarım mekanizmalarında önemli gecikmeler söz konusudur. Örneğin borsa, devlet ve özel sektör tahvil piyasaları, ikincil ipotek piyasaları, döviz piyasaları gibi geniş finansal piyasalar yeni bilgileri hızla bünyesinde toplayabilmektedir. Dolayısıyla para politikası araçlarındaki değişmelerin doğrudan ve beklenmedik etkileri finansal veriler aracılığıyla belirlenebilmektedir. Para politikası ile finansal varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi tanımlamak, para politikasının aktarım mekanizmasını kavramada önemli bir etkidir çünkü varlık fiyatlarındaki değişimler çeşitli kanallarda kilit bir rol oynamaktadır (Ioannidis ve Kontonikas, 2008:2).

Para politikası ekonomiye yön vermede güçlü bir araç olmasının yanı sıra bazen beklenmedik veya istenmeyen sonuçları da olabilmektedir. Başarılı bir politika uygulayabilmek için politika yapımcılar, yapmayı planladıkları uygulamaların ekonomi üzerinde yaratacağı etki konusunda doğru bir öngöründe bulunmaları gerekmektedir. Bu ise para politikasının ekonomiyi etkilediği mekanizmaların tam ve doğru olarak kavranması anlamına gelmektedir. Bu aktarım mekanizmaları faiz, döviz kuru, varlık fiyatları ve kredi kanalını içermektedir. Daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucu kamu kesimi ve hanehalkının ellerindeki para miktarı azalır ve bunun sonucunda harcamalarını azaltırlar. Harcamalardaki bu azalış sadece reel varlıklara olan talebi azaltmakla kalmayıp aynı zamanda finansal varlıklara daha da özelinde borsada hisse senetlerine olan talebi azaltacak ve bunun sonucunda hisse senedi fiyatları düşecektir. Monetarist görüş parasal aktarım mekanizmasında çoğunlukla varlık fiyatları kanalında olan hisse senedi kanalına vurgu yapmaktadır. Bu anlamda yaygın olarak kabul edilen önemli yaklaşımlarından biri Tobin q yaklaşımıdır. Yaklaşım, yatırım teorisi ve tüketim üzerindeki servet etkilerini içermektedir. Tobin q değeri firmaların piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine bölünmesiyle oluşan değerdir. Firmanın q değeri yüksekse bu firma değerinin sermayenin yenileme maliyetinden yüksek olduğunu ve firmanın yatırımını artırabileceğini ifade etmektedir. (Mishkin, 1995:4-6).

Finansal piyasalar üzerinde politika faizlerinin etkisinin tahmin edilmesinde elde edilecek sonuçların güvenilirliği açısından hangi yöntemin kullanılacağı konusu merkez bankası için önem arz etmektedir. Bu iki değişken arasında oluşacak etkinin ölçülmesinde içsellik sorununun göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Örneğin uzun vadeli faizler, politika faizinde meydana gelen değişmeden etkilendiği gibi risk primi değişmelerinden de etkilenmektedir. Sonuç olarak uzun vadeli faiz ile politika faizi birlikte farklı etkenlerden kaynaklı olarak aynı tarafa doğru hareket edebilmektedir. Bu tarz problemlerin çözülmesinde genelde Olay Çalışması (Event Study) analizi kullanılmıştır. Bu analiz sayesinde, merkez bankası tarafından alınan beklenmedik para politikası kararlarının öncesi ve sonrasında oluşan menkul kıymet fiyatlarını karşılaştırmak mümkün olmaktadır (Duran vd., 2010:24).

LİTERATÜR TARAMASI

Etkin piyasa (rassal yürüyüş) hipotezinin, hisse senedi fiyatları ile test edildiği ampirik çalışmaların bulguları oldukça karmaşıktır. Konuyla ilgili erken dönem çalışmaları hisse senedi fiyatlarının rassal yürüyüş davranışı sergilediğine kanıtlar sunmuştur (Fama, 1965; Samuelson; 1965; Shiller, 1989). Bu görüşe ilk karşı çıkış Niederhoffer ve Osborne (1966) tarafından yapılan çalışma ile gelmiş ve bu çalışmayı takiben yapılmış bir çok ampirik analiz hisse senedi fiyatlarının rassal yürüyüş

davranışı sergilemediğini ispat etmiştir (Poterba ve Summers, 1988; Lo ve MacKinlay, 1988). Yine literatürde bazı çalışmalar geliştirmekte olan piyasaların hisse senedi fiyatlarının rassal olmadığı görüşünü desteklerken (Urrutia 1995; Balaban 1995; Kawakatsu ve Morey, 1999; Grieb ve Reyes, 1999), aynı piyasalarla ilgili bazı çalışmalar ise tam tersi bulgular ortaya koymaktadır (Panas, 1990; Butler ve Malaikah, 1992)

Teoride hisse senedi fiyatı ile çeşitli makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma vardır. Ancak faiz oranı arasındaki ilişki oldukça fazla ilgi odağı olmuştur. Akademisyenler ve politika yapıcılar arasında faiz oranlarının hisse fiyatları üzerinde önemli bir etkisi olduğu konusunda geniş bir görüş birliği olmasına rağmen, faiz oranlarının hisse senedi fiyatlarını doğrudan mı yoksa piyasa getirisi üzerinden mi etkilediği konusunda çok az anlaşma vardır.

Gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeleri içeren çok sayıda çalışmanın analiz sonuçları bazı ülkeler için farklı sonuçlara işaret etse de birçok çalışma bu negatif yönlü ilişkinin varlığını savunan teoriyi destekleyici kanıtlar sunmaktadır (Dinenis ve Staikouras, 1998; Alam ve Uddin, 2009).

Örneğin Alam ve Uddin (2009) farklı gelir gruplarından ülkeleri dahil ettikleri çalışmalarında, Malezya'da faiz oranı değişkeni ile hisse senedi fiyatı arasında ilişki olmadığı; Japonya'da faiz oranı ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif bir ilişki olduğu; Bangladeş, Kolombiya, İtalya ve Güney Afrika, Avustralya, Kanada, Şili, Almanya, Jamaika, Meksika, İspanya ve Venezuela'da ise faiz oranları ile hisse senedi fiyatı arasında önemli ve belirgin bir şekilde negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bir diğer grup çalışma ise faiz oranındaki değişmelerin finansal şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisine odaklanmıştır. Birçok çalışma faiz oranlarının finansal şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan bir etkisi olduğuna ve finansal olmayan şirketlerin faiz oranı değişmelerine duyarlılığının daha düşük olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır. Kısa orta ya da uzun vade faiz oranlarının hisse senedi fiyatlarına etkisi farklıdır ve bu etki faiz oynaklığının yüksek olduğu dönemlerde daha belirgindir (Lloyd ve Shick, 1977; Lynge ve Zumwalt, 1980; Flannery ve James, 1984; Booth ve Officer, 1985; Aharony vd., 1986; Scott ve Peterson, 1986; Bae, 1990; Yourougou, 1990; Elyasiani ve Mansur, 1998; Amarasinghe, 2015). Ayrıca cari ve öngörülmeyen faiz oranları değişimleri hisse senedi getirilerini olumsuz etkilemekte ve endeksin uzun vadeli faiz oranına duyarlılığını artırmaktadır (Bae, 1990).

VERİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada Para Politikası Kurulu'nun 13 Eylül 2018 tarihli, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 17,75'ten yüzde 24'e (625 baz puan) yükseltilmesine dair kararının BIST100 Endeksi'nde yer alan 12 bankanın hisse senedi getirileri üzerine etkisi, Olay Çalışması yöntemiyle incelenecektir. Analiz 1 Mart 2018 ile 12 Ekim 2018 dönemini kapsamakta olup, veriler (tr.investing.com) Investing.com internet sitesinden elde edilmiştir.

Olay çalışmaları genellikle haberlerin veya olayların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini göstermek için kullanılmaktadır. Genellikle hisse senedi değeri kötü haberler sonucunda düşerken iyi bir haber sonucunda yükselmektedir. Yaşanan olayın veya haberin ardından hisse senedi fiyatında bir dalgalanma başlamaktadır ve olayın derinliğine bağlı olarak dalgalanma bir süre devam etmektedir (Curran ve Moran, 2006:529). Olay Çalışması yöntemi finansal piyasa verileri kullanılarak bir olayın hisse senedi değeri üzerinde oluşturacağı etkiyi kolayca ölçmeye imkan vermektedir (MacKinley, 1997:13).

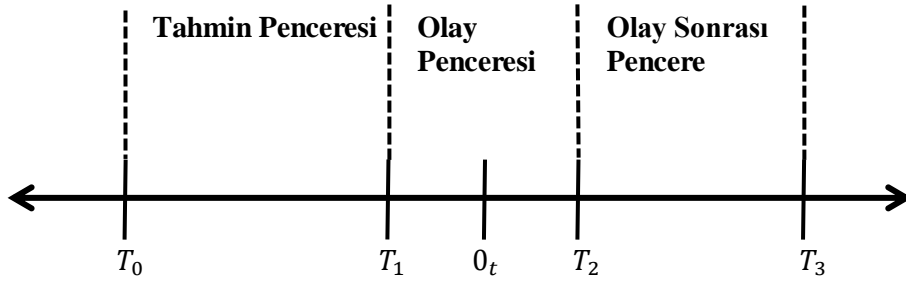
Bu çalışmada da, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından 13 Eylül 2018'de alınan Para Politikası Kurulu kararının Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçebilmek için Olay Çalışması yönteminin kullanışlı olacağı düşünülmüştür.

Çalışmada, ilk olarak 3 farklı olay penceresi açılmıştır. Bunlardan ilki olayın olduğu günden önceki ve sonraki 7 günü ifade eden “-7” ve “+7” aralığı, ikincisi “-14” ve “+14” aralığı, üçüncüsü ise “-21” ve “+21” aralığıdır. Her bir belirlenmiş olan olay pencerelerine ait tahmin pencereleri de sırayla “-8→-132”, “-15→-132” ve “-22→-132” olarak saptanmıştır. Çalışmaya dahil edilen her bir banka

için “AR” Anormal Getiriler ve ”CAR” Kümülatif Anormal Getiriler hesaplanmıştır. Tüm bankalar için hesaplanan “AR” değerleri ile “AAR” Ortalama Anormal Getiriler ve “CAAR” Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler elde edilmiştir.

Şekil 1.’ de Olay Çalışması zaman çizelgesi gösterilmektedir. Şekilde yer alan “ 0_t ” incelenen olayın yaşandığı zaman ve T_0-T_1 aralığı ise “Tahmin Penceresi” olarak ifade edilmektedir. Olayın öncesini kapsayan bu dönemde yer alan veriler ile olay penceresi için gerekli olan parametre tahmininde bulunmaktadır. T_1-T_2 aralığı “Olay Penceresi” olarak ifade edilmektedir. Olay penceresi olarak adlandırılan bu dönemde gerçekleşen getirilerden normal getirilerin çıkarılmasıyla “AR” Anormal Getiriler ve “CAR” Kümülatif Anormal getiriler bulunmaktadır. T_2-T_3 aralığı ise “Olay Sonrası Pencere” olarak adlandırılmakla birlikte bu aralık kontrol gayesiyle kullanılmaktadır (Sarigül, 2015:122).

Şekil 1: Olay Çalışması Zaman Çizelgesi



Kaynak: MacKinley, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.

Olay Çalışması metodunda tahmin ve olay pencerelerinin hangi zaman aralığını belirteceği hususunda kesin bir kaniya ulaşılamamaktadır. Şekil 1’ de yer alan pencerelerin zaman aralıkları, araştırmada incelenen olaya bağlı olarak ve araştırmacı tarafından saptanmaktadır (Çelik ve Koç, 2019:5).

Çalışmada veri olarak seçilen BIST banka hisse senetlerinin ve BIST100 endeks fiyatlarında yer alan değişim oranları logaritmik getiri hesaplama yöntemi ile elde edilmiştir. Hesaplama aşamasında aşağıda bulunan formül kullanılmıştır (Brown ve Warner, 1980; Brown ve Warner, 1985).

$$R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1}) \quad (1)$$

R_{it} = t dönemine ait hisse senedinin logaritmik getirisi

P_{it} = t dönemine ait hisse senedinin fiyatını ifade etmektedir.

Piyasa getirisi olarak belirtilen BIST100 endeks fiyatlarında yer alan değişim oranları logaritmik getiri hesaplama yöntemi ile elde edilmiştir. Hesaplama aşamasında aşağıda bulunan formül kullanılmıştır.

$$R_{mt} = \ln(P_{mt}/P_{mt-1}) \quad (2)$$

R_{mt} = t dönemine ait BIST100 endeksinin logaritmik getirisi

P_{mt} = t dönemine ait BIST100 endeksinin t gündeki fiyatını

P_{mt-1} = t-1 dönemine ait BIST100 endeksinin fiyatını göstermektedir.

Piyasa modelinin kullanılmasıyla anormal getiri ile beklenen getiri oranları elde edilmiştir. Formülde yer alan α ve β parametreleri sayesinde her bir hisse senedi için $E(R_{it})$ beklenen getiri oranı elde edilmiştir.

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

R_{it} = t dönemine ait hisse senedinin logaritmik getirisi

R_{mt} = t dönemine ait BİST100 endeksinin logaritmik getirisi

$E(R_{it})$ beklenen getiri oranı ile gözlemlenen getiri farkı anormal getiriyi vermektedir.

$$R_{it} = (\hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{mt})$$

Beklenen getirilerden gerçek getirilerin çıkartılmasıyla anormal getiriler elde edilmektedir.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (4)$$

AR_{it} = t dönemine ait hisse senedinin anormal getirileri

\hat{R}_{it} = regresyon denkleminde t dönemi için tahmin edilmiş getiriler.

Anormal getiriler elde edildikten sonra, tüm banka hisseleri için endeks olarak “AAR” Ortalama Anormal Getiri elde edilmiştir.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it} \quad (5)$$

AAR_t = t güne ait ortalama anormal getiriyi belirtmektedir.

Olay penceresinde bulunan her gün için “CAR” Kümülatif Anormal Getiri elde edilmiştir.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (6)$$

CAR_t = t dönemine ait kümülatif anormal getiriyi ifade etmektedir.

“CAR” Kümülatif Anormal Getiri ile “CAAR” Kümülatif Ortalama Anormal Getiri elde edilmiştir.

$$CAAR_t = AAR_t + CAAR_{t-1} \quad (7)$$

$CAAR_t$ = t dönemine ait kümülatif ortalama anormal getiriyi ifade etmektedir.

TCMB'nin 13 Eylül 2018 tarihinde politika faizini yüzde 17,75'ten yüzde 24'e çıkarma kararı alması sonucu BIST Bankacılık endeksinde yer alan 12 bankanın hisse senedi üzerindeki etkisinin kümülatif anormal getiriler dikkate alınarak, Olay Çalışması yöntemiyle incelenmesinde öne sürülen hipotezler aşağıdaki gibidir.

H0: TCMB'nin 13 Eylül 2018 tarihinde politika faizini yüzde 17,75'ten yüzde 24'e çıkarma kararı alması sonucu BIST Bankacılık endeksinde yer alan 12 bankanın hisse senedi üzerinde etkisi yoktur.

$$H_0: CAR_t = 0$$

H1: TCMB'nin 13 Eylül 2018 tarihinde politika faizini yüzde 17,75'ten yüzde 24'e çıkarma kararı alması sonucu BIST Bankacılık endeksinde yer alan 12 bankanın hisse senedi üzerinde etkisi vardır.

$$H_1: CAR_t \neq 0$$

Çalışmada yer alan bütün bankalar için yukarıda yer alan hipotezler test edilmiştir ve "H1" hipotezinin istatistiki açıdan anlamlı olduğunun kabul edilmesi için güven aralıkları sırasıyla %1, %5, %10 olarak seçilmiştir.

Analiz sonucunda aşağıdaki bulgular elde edilmiştir.

Tablo 1: Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (Periyod -7ve+7)

	<i>N</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart S.</i>	<i>p Değeri</i>
Olay Öncesi (0)	7	-0.70	0.54	0.04
Olay Sonrası(1)	7	1.44	0.81	
Fark		2.14		

Tablo 1'de yer alan Bağımlı Örneklem t Testi sonuçları incelendiğinde, olay öncesi ve sonrası "-7" ve "+7" aralığında CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir farkın bulunup bulunmadığını ifade eden "p değeri" 0.04 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda "p değeri" nin 0.01'den büyük ve 0,05'ten küçük olduğu ($p > 0.01$ ve $p < 0.05$) görülmektedir. Dolayısıyla olay öncesi ve sonrası CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan %5 seviyesinde anlamlı bir farkın varlığı saptanmıştır. Tabloda bulunan ortalamalara bakıldığında olay öncesinde yer alan grubun ortalaması -0.70 iken olay sonrası 1.44 seviyesine yükselmiştir. Sonuç olarak, TCMB tarafından verilen politika faiz kararının bankaların hisse senedi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu öngören "H1" hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 2: Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (Periyod -14ve+14)

	<i>N</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart S.</i>	<i>p Değeri</i>
Olay Öncesi (0)	14	1.32	0.29	0.00
Olay Sonrası(1)	14	6.23	0.72	
Fark		4.91		

Tablo 2’de yer alan Bağımlı Örneklem t Testi sonuçları incelendiğinde, olay öncesi ve sonrası “-14” ve “+14” aralığında CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir farkın bulunup bulunmadığını ifade eden “p değeri” 0.00 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda “p değeri” nin 0.01’den küçük olduğu ($p < 0.01$) görülmektedir. Dolayısıyla olay öncesi ve sonrası CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan %1 seviyesinde anlamlı bir farkın varlığı saptanmıştır. Tabloda bulunan ortalamalara bakıldığında olay öncesinde yer alan grubun ortalaması 1.32 iken olay sonrası 6.23 seviyesine yükselmiştir. Sonuç olarak, TCMB tarafından verilen politika faiz kararının bankaların hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu öngören “H1” hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 3: Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (Periyod -21 ve +21)

	<i>N</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart S.</i>	<i>p Değeri</i>
Olay Öncesi (0)	21	-5.76	0.61	0.00
Olay Sonrası(1)	21	0.95	0.62	
Fark		6.71		

Tablo 3’de yer alan Bağımlı Örneklem t Testi sonuçları incelendiğinde, olay öncesi ve sonrası “-21” ve “+21” aralığında CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir farkın bulunup bulunmadığını ifade eden “p değeri” 0.00 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda “p değeri” nin 0.01’den küçük olduğu ($p < 0.01$) görülmektedir. Dolayısıyla olay öncesi ve sonrası CAR_t değerleri arasında istatistiki açıdan %1 seviyesinde anlamlı bir farkın varlığı saptanmıştır. Tabloda bulunan ortalamalara bakıldığında olay öncesinde yer alan grubun ortalaması -5.76 iken olay sonrası 0.95 seviyesine yükselmiştir. Sonuç olarak, TCMB tarafından verilen politika faiz kararının bankaların hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu öngören “H1” hipotezi kabul edilmektedir.

SONUÇ

Çalışmada, TCMB tarafından 13 Eylül 2018 tarihinde gerçekleştirilen para politikası kararı sonucu politika faizinin yüzde 625 baz puan artırılmasının BIST Banka Endeksinde yer alan 12 bankanın hisse senedi getirileri üzerine etkisi araştırılmıştır. Anılan etkinin araştırılmasında Olay Çalışması yöntemi kullanılmıştır.

Konu ile ilgili literatürde genellikle Merkez Bankası faiz kararlarının finansal piyasalara etkisinin incelendiği görülmektedir. Bu çalışmada farklı olarak sektörel bir inceleme yapılmış ve Merkez Bankası faiz kararlarının BIST Banka Endeksinde yer alan bankaların hisse senedi getirilerine etkisi incelenmiştir.

Yapılan analiz sonucunda açılan tüm olay pencereleri için %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Türk finansal sistemi içerisinde bankacılık sektörü büyük bir paya sahiptir. Bu nedenle bankacılık sektörünün diğer sektörlerle göre faize olan duyarlılığı yüksektir. Çalışmada elde edilen faiz artırım kararının bankaların hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğuna dair bulgular bu duyarlılığın bir sonucudur.

Yapılan analizde ayrıca TCMB’nin 13 Eylül 2018 tarihinde açıkladığı faiz artırım kararının üç olay penceresinin tamamı için hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Genellikle faiz oranlarındaki artış ile hisse senedi getirisi arasında negatif yönlü bir ilişkiye vurgu yapılsa da literatürde pozitif yönlü ilişkinin bulunduğu çalışmalar da vardır.

Ancak 2018 yılı Borsa İstanbul için zor bir yıldır. BIST 100 endeksi, 29 Ocak 2018’de tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 121.532 puanı görmüş ve ardından düşüş trendine girmiştir. Yıl

sonunda ise önceki yıl kapanışına göre % 21 değer kaybıyla 2011 yılındaki % 22,33'lük kayıptan sonra en kötü yıllık performansı göstermiştir.

Suriye'de başlayan Zeytin Dalı hareketi, ABD Başkanı D. Trump'ın gümrük tarifeleri ile ilgili açıklaması, Fed'in faiz artırımına dair beklentilerin yükselmesi, ve Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi gibi olaylar endekste yaşanan kırılmanın başlıca nedenleri olarak sayılabilir. Bunlara ek olarak FED yıl içinde 4 kez faiz artırımına giderek gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında baskıya neden olmuştur. D. Trump'ın yatırımcılarda endişeye neden olan "Ticaret savaşı" açıklamaları ile dolar kuru yurt içinde rekor düzeye yükselmiştir.

TCMB'nin, döviz kurlarının oynaklığının artması nedeniyle Mayıs ayında aldığı faiz artırım ve likidite tedbirleri olumlu etki yaratsa da, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürdüğüne dair açıklamaları bu olumlu havayı tersine çevirerek yeniden düşüş trendini başlatmıştır. ABD ile Türkiye arasında rahip Brunson'ın gerilen diplomatik ilişkiler ve Haziran'da yapılan erken seçimlerin de etkisiyle daha da yükselen dolar kurunun baskıladığı banka hisseleri, BDDK ve TCMB'nin aldığı sıkı önlemlerle ancak toparlanabilmiştir. Böyle bir ortamda TCMB'nin 13 Eylül'de 625 baz puanlık faiz artırımını, dolar kurunu bir miktar düşürmeyi başarsa da bu etki kalıcı olmamıştır.

Görüldüğü üzere 2018 yılı birçok olumsuzluğun bir arada yaşandığı, hem iç hem de dış ekonomik koşulların olumsuz olduğu bir yıldır. 13 Eylül'de alınan faiz artırım kararının BİST Banka endeksi üzerinde tespit edilen etkisi başka birçok ekonomik ya da iç ve dış politikada yaşanmış gelişmeden de etkilenmiştir.

Türkiye için faiz oranındaki değişimlerin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ölçmek için daha kapsamlı çalışmalar yapılması gerektiği görülmektedir. Ancak kurlarda yaşanan değişimlerin makroekonomik göstergelere etkisi Türkiye'nin her dönem uğraştığı en temel sorunlardan biri olmuştur ve bu etki başka değişkenlerde yaşanan gelişmelerin sonuçlarının gözlemlenmesini güçleştirmektedir.

Gelecekte bu konu ile ilgili yapılacak çalışmaların ya analiz yöntemini değiştirmeleri ya da farklı makro ekonomik performans dönemlerinde alınan kararlar seçilerek karşılaştırmalı bir analiz yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Aharony, J., Saunders, A., ve Swary, I. (1986). The effects of a shift in monetary policy regime on the profitability and risk of commercial banks. *Journal of Monetary Economics*, 17(3), 363-377.
- Alam, M. D., ve Uddin, G. (2009). Relationship between interest rate and stock price: empirical evidence from developed and developing countries. *International Journal of Business and Management (ISSN 1833-3850)*, 4(3), 43-51.
- Amarasinghe, A. (2015). Dynamic relationship between interest rate and stock price: Empirical evidence from colombo stock exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 6(4).
- Bae, S. C. (1990). Interest rate changes and common stock returns of financial institutions: revisited. *Journal of Financial Research*, 13(1), 71-79.
- Balaban, E. (1995). Day of the week effects: new evidence from an emerging stock market. *Applied Economics Letters*, 2(5), 139-143.
- Booth, J. R., ve Officer, D. T. (1985). Expectations, interest rates, and commercial bank stocks. *Journal of Financial Research*, 8(1), 51-58.
- Brown, S. J., ve Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.

- Brown, S. J., ve Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14, 3e31.
- Butler, K. C., ve Malaikah, S. J. (1992). Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia. *Journal of Banking ve Finance*, 16(1), 197-210.
- Curran, M. M., ve Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. *Journal of environmental management*, 82(4), 529-537.
- Çelik, M. S., ve Koç, R. (2019). Türkiye ve Rusya Arasındaki Uçak Krizinin Borsa İstanbul (BİST) Turizm ve Enerji Şirket Hisselerine Etkisi Üzerine Bir Event Study Analizi. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi S.B.E. Dergisi*, 1(1), 1-15.
- Çetin, M. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14), 67-101.
- Dinenis, E., ve Staikouras, S. K. (1998). Interest rate changes and common stock returns of financial institutions: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 4(2), 113-127.
- Duran, M., Özlü, P., ve Ünalms, D. (2010). TCMB Faiz Kararlarının Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi. *Central Bank Review*, 10(2), 23.
- Elyasiani, E., ve Mansur, I. (1998). Sensitivity of the bank stock returns distribution to changes in the level and volatility of interest rate: A GARCH-M model. *Journal of Banking ve Finance*, 22(5), 535-563.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Flannery, M. J., ve James, C. M. (1984). Market evidence on the effective maturity of bank assets and liabilities. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(4), 435-445.
- Grieb, T., ve Reyes, M. G. (1999). Random walk tests for Latin American equity indexes and individual firms. *Journal of Financial Research*, 22(4), 371-383.
- Ioannidis, C., ve Kontonikas, A. (2008). The impact of monetary policy on stock prices. *Journal of policy modeling*, 30(1), 33-53.
- Kawakatsu, H., ve Morey, M. R. (1999). An empirical examination of financial liberalization and the efficiency of emerging market stock prices. *Journal of Financial research*, 22(4), 385-411.
- Lloyd, W. P., ve Shick, R. A. (1977). A test of Stone's two-index model of returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), 363-376.
- Lo, A. W., ve MacKinlay, A. C. (1988). Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test. *The review of financial studies*, 1(1), 41-66.
- Lynge, M. J., ve Zumwalt, J. K. (1980). An empirical study of the interest rate sensitivity of commercial bank returns: A multi-index approach. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 731-742.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 3-10.
- Niederhoffer, V., ve Osborne, M. F. M. (1966). Market making and reversal on the stock exchange. *Journal of the American Statistical Association*, 61(316), 897-916.
- Panas, E. E. (1990). The behaviour of Athens stock prices. *Applied Economics*, 22(12), 1715-1727.
- Poterba, J. M., ve Summers, L. H. (1988). Mean reversion in stock prices: Evidence and implications. *Journal of financial economics*, 22(1), 27-59.
- Samuelson, P. A. (2016). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. In *The world scientific handbook of futures markets* (pp. 25-38).

Scott, W. L., ve Peterson, R. L. (1986). Interest rate risk and equity values of hedged and unhedged financial intermediaries. *Journal of Financial Research*, 9(4), 325-329.

Shiller, R. J. (1992). *Market volatility*. MIT press.

Sarıgül, H. (2015). Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12), 113-129.

TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (13.09.2018)

tr.investing.com

Urrutia, J. L. (1995). Tests of random walk and market efficiency for Latin American emerging equity markets. *Journal of financial research*, 18(3), 299-309.

Yourougou, P. (1990). Interest-rate risk and the pricing of depository financial intermediary common stock: Empirical evidence. *Journal of Banking ve Finance*, 14(4), 803-820.