
TÜRKİYE VE APEC ÜLKELERİNDE HİSSE SENEDİ PİYASASI GELİŞİMİNİN MAKROEKONOMİK VE KURUMSAL BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

Dilek ŞAHİN¹ Fatma TEMELLİ²

Öz

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ve 8 APEC (Endonezya, Malezya, Singapur, Tayland, Japonya, Meksika, Avustralya ve Şili) ülkesinde hisse senedi piyasasının gelişiminin makroekonomik ve kurumsal belirleyicilerini analiz etmektir. Çalışmada 1995-2015 dönemi ele alınarak panel veri yöntemi kullanılmıştır. Hisse senedi piyasasının makroekonomik belirleyicileri olarak; borsa işlem hacmi, kişi başına gelir, özel sektöre kullanılan krediler, gayrisafi yurtiçi tasarruflar ve doğrudan yabancı sermaye değişkeni kullanılmıştır. Kurumsal belirleyici olarak; yolsuzluk endeksi ve ekonomik özgürlük endeksi kullanılmıştır. Analiz bulgularında hisse senedi piyasasının gelişimi ile ele alınan tüm makroekonomik değişkenler arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı ilişkiye rastlanılmıştır. Kurumsal belirleyicilerden yolsuzluk ile hisse senedi piyasası arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiye rastlanırken; ekonomik özgürlükler ile hisse senedi piyasası gelişimi arasında herhangi bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi Piyasası, Makroekonomik Belirleyiciler, Kurumsal Belirleyiciler, Türkiye, APEC Ülkeleri, Panel Veri Analizi.

JEL Sınıflandırması: G00, G10, G15, G17.

AN ANALYSIS ON MACROECONOMIC AND INSTITUTIONAL DETERMINANTS OF THE STOCK MARKET DEVELOPMENT IN TURKEY AND APEC COUNTRIES

Abstract

The purpose of this study is to analyze the macroeconomic and institutional determinants of the development of the stock market in Turkey and 8 APEC country (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, Japan, Mexico, Australia and Chile). The panel data method was used in the study in the period of 1995-2015. As macroeconomic determinants of the stock market; stock trading volume, per capita income, loans extended to the private sector, gross domestic savings, and direct foreign capital changes were used. As the institutional determinant; corruption index and economic freedom index was used. In the analysis findings, there was a positive and statistically significant relationship between the of the stock market development and all the macroeconomic variables discussed. There is a statistically significant relationship between corruption and the stock market institutional determinants; no relation was found between economic freedoms and stock market development.

Keywords: Stock Market, Macroeconomic Determinants, Institutional Determinants, Turkey, APEC Countries, Panel Data Analysis.

JEL Classification: G00, G10, G15, G17.

¹Dr. Öğr. Üyesi, Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, dilek58sahin@hotmail.com. ORCID: 0000-0002-4830-8106.

²Dr. Öğr. Üyesi, Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, ftemelli@agri.edu.tr. ORCID: 0000-0001-7436-5289.

1. Giriş

Finans alanında en çok tartışılan ve araştırılan konulardan biri, hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan faktörler ve bu faktörlerin hisse senedi fiyatlarıyla olan etkileşiminin türü ve derecesidir. Günümüzde, hisse senetleri piyasalarının öneminin artması ile birlikte, birçok bireysel ve kurumsal yatırımcının bu piyasalarda ciddi düzeyde işlem yapması ve işlem hacimlerinin büyümesi, hisse senedi piyasalarıyla ilgili araştırmaların da artmasına neden olmuştur (Uzun ve Güngör, 2017: 3).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin geçmişi, finansal derinleşmenin sanayilerin gelişmesine bulunduğu katkılarına ele alan Bagehot (1873)'e kadar uzanmaktadır. Literatür incelendiğinde, söz konusu ikili arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların finansal aracı kurumların rolleri üzerinde yoğunlaştığı ve bu bağlamda bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin araştırıldığı görülmektedir. Yine bu çalışmalarda bankacılık sektörünün daha fazla öne çıktığı, spesifik olarak hisse senedi piyasasına odaklanan çalışmalara ise nispeten daha az rastlandığı anlaşılmaktadır. Bankacılık sektörü verilerinin hisse senedi piyasası verilerine göre daha eskiye dayanıyor olması bunun bir nedeni olarak gösterilebilir (Gözbaşı, 2015: 270).

APEC (Asia Pasific Economic Cooperation), Asya-Pasifik bölgesindeki ekonomik gelişmeyi ve refah düzeyini daha da arttırmak ve Asya-Pasifik Topluluğu arasındaki bağları güçlendirmek amacıyla 1989 yılında kurulmuştur. APEC'in "Üye Ekonomiler" olarak da anılan 21 üyesi bulunmaktadır. Bunlar; Avustralya, Brunei, Kanada, Şili, Çin, Hong Kong (Çin), Tayvan (Çin), Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Meksika, Yeni Zelanda, Papua Yeni Gine, Peru, Filipinler, Rusya Federasyonu, Singapur, Tayland, Amerika Birleşik Devletleri ve Vietnam'dır. APEC üyeleri dünya nüfusunun % 40'ını, Gayri Safi Yurtiçi Hâsılasının (GSYH)%56'sını ve ticaret hacminin yaklaşık %48'ini oluşturmaktadır. APEC, ticaret ve yatırımları izleme, yatırım ve teknoloji transferi, insan kaynaklarını geliştirme, enerji, telekomünikasyon, deniz kaynaklarının korunması, balıkçılık, ulaştırma ve turizm gibi konularda çalışma gruplarını bünyesinde bulundurmakta; yüksek düzeyli memurlar ve bakanlar düzeyinde toplantılar düzenlenmekte ve ülke liderlerinin katıldığı zirvelerde APEC çerçevesindeki gelişmelere yön vermektedir (<http://www.mfa.gov.tr>, 2018). APEC, Asya-Pasifik bölgesinde sürdürülebilir ekonomik büyüme sağlanmasını temel hedef olarak belirlemiştir. Diğer yandan, serbest ticaret ve yatırımların teşviki, APEC ülkelerinde ekonomik entegrasyonun güçlendirilmesi ve diğer bazı alanlarda iş birliğinin geliştirilmesi örgütün diğer amaçları arasında yer almaktadır.

Son yıllarda finansal gelişmeyi belirleyen faktörlerin ortaya konmasına ilişkin çalışmalar hızla artmaktadır. Öte yandan literatürde ülkelerin hisse senedi piyasalarının gelişimini belirleyen faktörler üzerine çalışmalar yapıldığı da görülmektedir. Ancak literatürde, Asya-Pasifik bölgesindeki ekonomik gelişmeyi ve refah düzeyini daha ileriye taşımak ve Asya-Pasifik Topluluğu arasındaki bağları güçlendirmek amacıyla oluşturulan APEC ülkelerinde (entegrasyon olarak) hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen faktörler üzerine teorik ve ampirik çalışmalara pek rastlanılmamıştır. Ayrıca, hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen makroekonomik değişkenler üzerine yapılan çalışmaların (Haslag ve Koo, 1999; Garcia ve Liu, 1999; Boyd vd., 2001; El-Wassal, 2005; Zoli, 2007; Yartey, 2005, 2007, 2010) kurumsal faktörleri dikkate alan çalışmalardan daha yoğun olduğu görülmektedir. Buradan hareketle, hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen kurumsal değişkenlerin etkilerinin, APEC ekonomilerinde analiz edilmesinin önem arz ettiği söylenebilir.

Bu bağlamda, bu çalışmada ele alınan Türkiye ve 8 APEC ülkesinde 1995-2015 dönemleri arasında hisse senedi piyasasının gelişimini belirleyen faktörler analiz edilmiştir. Çalışmada panel veri yöntemi kullanılmış olup, ülkeler ve dönem aralığı verilerin elde edilebilirliğine göre belirlenmiştir. Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takip eden ikinci bölümde hisse senedi piyasaları hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde literatür taramasına yer verilmiştir. Dördüncü bölüm veri setinden; beşinci bölüm analiz bulgularından oluşmaktadır. Çalışma sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

2.Hisse Senedi Piyasaları

Finansal piyasalar, ekonomide fon talep edenlere çeşitli kesimlerin tasarruflarını arz etmek için vardır (Perry vd., 1993: 675-676). Bir ekonomide finansal piyasaların amacı, tasarrufları nihai kullanıcılara etkili bir şekilde tahsis etmektir (Van Home, 1989: 23). Finansal piyasalar çeşitli yöntem, araç ve kurumlar vasıtasıyla tasarrufları fon arz edenlerden fon talep edenlere aktarır. Finansal piyasalar, menkul kıymetlerin değişime uğradığı yerlerdir. Değişime konu olan menkul kıymetler ise hisse senetleri, tahviller, hazine bonoları, poliçe, bono, çek vb. değerlerdir. Söz konusu menkul kıymetler finansal piyasalar vasıtasıyla arz edenlerden talep edenlere transfer edilir (Korkmaz ve Ceylan, 2017a: 13).

Finansal sistemin önemli bir unsuru olan hisse senedi piyasaları, tasarruf sahiplerinin kanunlar çerçevesinde faaliyet gösteren organize piyasalarda ve düzenleyici kurumların kontrolünde tasarruflarını güvenilir bir biçimde değerlendirmelerini olanaklı kılmaktadır. Diğer yandan, ekonomik birimlerin ihtiyaç duyduğu fonları temin ederek ekonomik gelişmeyi destekleyen hisse senedi piyasaları, yatırımların ekonomik değer yaratacak alanlarda verimli bir şekilde kullanılması açısından da önemli bir rol oynamaktadır (Kar ve Ağır, 2006: 15). Ayrıca, hisse senedi piyasaları bir ekonomide ekonomik birimlerin kendi içlerinde birikim ve yatırım denkliliğini sağlamasına katkıda bulunmaktadır. Bu sayede hisse senedi piyasaları, fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişini sağlamaktadır. Hisse senedi piyasalarının özkaynak yolu ile finansman sağlama, ekonomide sermaye birikiminin oluşturulması ve likidite yaratma gibi fonksiyonları sayesinde ülkelerin kalkınmasında önemli bir rol oynamaktadır (Ayaydın, 2012: 36).

Hisse senedinin ekonomik işlevleri şu şekilde sıralanabilir (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 32; TSPAKB, 2009: 11): (i) Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar. (ii) Hisse senetleri, üretim araçlarının ve ekonomik birimlerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtarak ekonomik refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar. (iii) Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlarlar.

Bunlara ilaveten hisse senedi piyasaları, gelişen ekonomilerde özkaynak yolu ile finansman sağlama, kamuoyunu bilgilendirme, çeşitlendirme yaparak riski azaltma, sermaye birikimini oluşturma ve ekonomik büyüme ve gelişmeye katkı sağlarlar (Ayaydın, 2012: 49). Uluslararası finansal piyasaların gelişmesinde, gelişen piyasalara yönelen özel sektör sermaye akımlarının büyük rolü olmuştur. Sermaye akımına yol açan faktörler arasında kısa vadede portföy yönetimi ve spekülasyon amaçlar ön plana çıkmaktadır. Ayrıca finansal serbestleşme, gelişen piyasalara sermaye akımını güçlendirmiştir. Finansal serbestleşmeyle gelişmiş piyasalardan gelişen piyasalara yönelen sermaye akımlarında önemli artışlar gerçekleşmiş ve bu durum gelişen piyasaların ekonomilerinde birçok olumlu etkiye yol açmıştır (Karabıçak, 2004: 184-185).

Sanayi devrimiyle birlikte yatırımların hızla artması, hisse senedi piyasalarının gelişimine de katkıda bulunmuştur. Günümüzde birçok ülkede çalışmalarını sürdüren menkul kıymet borsaları bulunmaktadır. Borsaların bazıları yerel, bazıları ulusal, bazıları ise uluslararası alanda çalışmalarını yürütmektedir. Uluslararası çalışan borsaların en önemlileri; New York, Londra, Tokyo, Toronto, Paris, Frankfurt ve Euronext menkul kıymet borsalarıdır. İşlem hacmi ve piyasa değerleri bakımından dünyanın en büyük borsaları New York, NASDAQ, Tokyo, Londra, Euronext, Şangay, Hong Kong, Toronto, Bombay ve Bovespa borsalarıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2017b: 180).

Dünyadaki hisse senedi piyasaları, gelişmiş piyasalar ve gelişen piyasalar şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Gelişmiş ve gelişen piyasa ayrımı nicel ve nitel faktörlere dayanmaktadır. Örneğin; Standart&Poor's gelişmiş ve gelişen piyasa sınıflandırmasını iki temel unsura dayandırmaktadır. Bunlar; kişi başına düşen gelir ve hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin GSYH'ye oranıdır (Aktaş ve Doğanay, 2007: 78).

Finansal liberalizasyonun sonucu olarak gelişen hisse senedi piyasaları son yıllarda önem kazanmıştır. Gelişen hisse senedi piyasaları, gelişmiş hisse senedi piyasalarından daha yüksek getiri imkânına sahip olabilmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yüksek büyüme hızına sahip olması, belirli sektörlerin henüz yeni gelişiyor olması, işgücü maliyetlerinin gelişmiş piyasalara göre ucuz olması gibi piyasa yapısı ile ilgili faktörler gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin kârlılıklarını da artırmaktadır (Ayaydın, 2012: 37). Gelişen hisse senedi piyasaları, yeni yatırım yapma olanakları sağlamakta ve tüm bu gelişmeler küresel yatırımcıları gelişen piyasalara sevk etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde, gelişen hisse senedi piyasalarının rolü fon alışverişine aracılık eden ve işlem gören hisse senedinin ekonomik işlevleriyle de açıklanabilmektedir. Standard&Poor's gelişmekte olan piyasaları değişim sürecinde olan, piyasa değeri ile işlem hacmi artan, olgunlaşma düzeyi yüksek olan piyasalar olarak ifade etmektedir. Standart&Poor's, gelişmiş piyasalar için kullandığı nitel ve nicel faktörleri gelişmekte olan hisse senedi piyasalarını sınıflandırmak için de kullanılmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda genellikle risk yüksek, buna bağlı olarak da getiriler yüksektir. MSCI (Morgan Stanley Capital International)'ya göre gelişmekte olan piyasalara dâhil olan ülkeler; Birleşik Arap Emirlikleri, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Çin, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, Katar, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Mısır, Peru, Şili, Polonya, Rusya, Tayland, Tayvan, Yunanistan ve Türkiye'dir (Korkmaz ve Ceylan, 2017b: 185-186).

Diğer yandan, özellikle son 30 yılda finansal serbestleşmeyle birlikte bütün dünyada hisse senedi piyasaları önemli bir büyüme kaydetmiştir. Dünya Borsalar Federasyonu'na kayıtlı borsaların piyasa kapitalizasyonu 1980 yılında 2.713,9 milyar dolar iken; 1990 yılında 10.941,5 milyar dolar; 2000 yılında 27.383,7 milyar dolar; 2010 yılında 53.251,1 milyar dolar ve en nihayetinde 2015 yılında 66.961 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (Gözbaşı, 2015: 70).

Tablo 1: Dünya Borsaları ve Piyasa Değerleri (2015 Yılı)

Borsa	Ülke	Piyasa Değeri (Milyar \$)	Piyasa Değeri Payı (%)	Piyasa Değeri/GSYH (%)
New York Borsası	ABD	17,787	26.6	99
Nasdaq OMX	ABD	7,281	10.9	40.5
Japonya Borsa Grubu	Japonya	4,895	7.3	118.9
Şanghay Borsası	Çin	4,549	6.8	40
Londra Borsası Grubu	İngiltere, İtalya	3,915	5.8	83.6
Şenzhen Borsası	Çin	3,639	5.4	32
NYSE Euronext (Avrupa)	Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz	3,306	4.9	86.3
Hong Kong Borsası	Hong Kong	3,185	4.8	1034.8
Deutsche Borsası	Almanya	1,176	2.6	50.9
TMX Grubu	Kanada	1,592	2.4	101.2
Borsa İstanbul	Türkiye	189	0.4	25.4
Toplam		66,961	100	96.4
Amerika		27,943	41.7	116.6
Asya Pasifik		23,141	34.6	97.5
Avrupa-Afrika-OrtaDoğu		15,877	23.7	73.1

Kaynak: IMF, TÜİK, WFE'den aktaran; Korkmaz ve Ceylan, 2017b: 188.

Dünyada 2016 yılı itibariyle yatırım yapılabilir 60 civarında borsa vardır. Dünya borsalarına ilişkin bilgiler Tablo 1'de gösterilmiştir. Tablo 1'den de takip edileceği üzere; New York Borsası'ndaki şirketler dünyadaki toplam piyasa değerinin yaklaşık olarak %27'sini oluşturmaktadır. New York Borsası'nın ardından gelen Nasdaq OMX ile birlikte değerlendirildiğinde, ABD borsalarındaki şirketlerin toplamda 25 trilyon dolarlık bir piyasa değerine sahip olduğu ve bunun dünya borsalarının toplam piyasa değerinin %38'ine denk geldiği görülmektedir. Avrupa'nın en büyüğü ise 4 trilyon dolar piyasa değeri ile İtalyan borsasını da içeren Londra Borsası Grubu'dur. Dünya Borsalar Fe-

dersyonu borsaları “Amerika, Asya-Pasifik ve Avrupa-Afrika-Ortadoğu” olarak üç farklı bölgeye ayırmaktadır. Buna göre; ABD, Kanada ve Güney Amerika borsaları toplam piyasa değerinin %42 payına sahiptir. Asya-Pasifik bölgesindeki 18 borsanın toplamdaki payı %35 iken, Avrupa-Afrika-Ortadoğu bölgesindeki 33 borsanın payı ise %24’de kalmaktadır. Borsa İstanbul’daki şirketlerin piyasa değeri ise 189 milyar dolar civarındadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017b: 187-188).

3. Literatür Taraması

Literatürde yapılan çalışmalardan bazılarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

Yartey (2008), 42 gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasasının makroekonomik ve kurumsal belirleyicilerini panel veri yöntemi ile 1990-2004 dönemi için araştırmıştır. Analiz bulgularına göre; makroekonomik faktörlerden gelir düzeyi, yurtiçi yatırımlar, bankacılık sektörü, sermaye girişleri ve hisse senedi piyasası likiditesinin gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasasının önemli makroekonomik belirleyicisi olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca politik risk, bürokrasi ve hukuki düzenlemelerin hisse senedi piyasasının diğer önemli belirleyicileri olduğu görülmüştür. 2010 yılında yaptığı bir diğer çalışmada Yartey, 42 gelişmekte olan ülkede gelir seviyesi, yatırımlar, bankacılık sektörü, özel sermaye hareketleri ve hisse senedi piyasasının likiditesi değişkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen değişkenler olduğunu tespit etmiştir. Çalışmada ayrıca kamu düzeni, politik risk ve bürokrasinin kalitesi gibi kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli diğer değişkenler olduğu bulunmuştur. Cherif ve Gazadar (2010), 14 MENA (Middle East and North Africa) ülkesinde hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen ekonomik ve kurumsal faktörleri incelemiştir. Analizlerinde; gelir seviyesi, tasarruf oranı, reel faiz oranı, bankacılık sektörünün gelişmesi değişkenlerinin hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen değişkenler olduğunu ortaya koymuşlardır.

Konuyla ilgili yapılan başka bir çalışmada, Kipkorir ve Tarus (2012), 2000-2009 dönemleri arasında Kenya’da hisse senedi piyasasının belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Hisse senedi piyasası ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişkinin tespiti için Johansen Eşbütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Analiz bulguları; gelir seviyesi, bankacılık sektörü ve borsa likiditesinin Nairobi Borsasının önemli belirleyicileri olduğunu göstermiştir. Ayrıca, makroekonomik istikrarın hisse senedi piyasasının gelişiminde son derece önemli olduğunu tespit etmişlerdir. Regmi (2012), 1994-2011 dönemleri arasında Nepal’da hisse senedi piyasası gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Birim Kök Testi, Eşbütünleşme ve Vektör Hata Düzeltme Modeli ile analiz etmiştir. Analiz bulgularında, Nepal’da hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkıda bulunduğu görülmüştür. Ayaydın vd. (2013), 2000-2011 dönemleri arasında 39 gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasasının gelişimini etkileyen makroekonomik ve kurumsal faktörleri panel veri yöntemi ile araştırmışlardır. Analiz bulguları kurumsal göstergeler açısından; ülkelerdeki yönetim kalitesi ile hisse senedi piyasasının gelişimi arasındaki ilişkiyi desteklerken; politik özgürlükler ile hisse senedi piyasasının gelişimi arasında herhangi bir ilişki olmadığını göstermiştir. Diğer yandan, çalışmaya göre makroekonomik göstergeler olan GSYH, bankaların özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi piyasalarının gelişimi arasında doğru yönlü, enflasyon oranı ile hisse senedi piyasaları gelişimi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. El-Nader ve Alraimony (2013), 1990-2011 dönemleri arasında Ürdün’de hisse senedi piyasasının gelişimini etkileyen makroekonomik faktörleri analiz etmişlerdir. Analiz bulgularında; para arzı, sabit sermaye oluşumu, tüketici fiyat endeksi, özel sektöre kullanılan kredilerin hisse senedi piyasasının gelişimini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.

Güngör ve Kaygın (2015), hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri mikroekonomik ve makroekonomik açıdan ele almışlardır. Mikroekonomik faktörlerin etkisinin ölçülmesinde Borsa İstanbul’da 2005-2011 döneminde işlem gören ve süreklilik gösteren imalat sanayi şirketlerinin üçer aylık bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılmıştır. Mikroekonomik faktörler olarak; likidite, kârlılık, faaliyet, kaldıraç ve borsa performans oranları ve makroekonomik faktörler olarak ise; döviz kuru, enflasyon oranı, para arzı, faiz oranı, GSYH, altın fiyatları, petrol fiyatları, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi kullanılmıştır. Dinamik panel veri analizinin uygulandığı çalışmada mikro

ekonomik faktörler olarak kullanılan finansal oranlar ile hisse senedi fiyatı arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Makroekonomik faktörlerden döviz kuru, para arzı, petrol fiyatları ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur. Enflasyon oranı, faiz oranı, GSYİH, altın fiyatları ve dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatı arasında ise negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Gözbaşı(2015), 1989-2011 dönemleri arasında Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan yedi ülkede hisse senedi piyasası gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Panel eşbütünleşme ve panel nedensellik yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada; hisse senedi piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisine rastlanılmamıştır. Ancak değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Buna göre piyasalarda derinliği temsil eden "piyasa kapitalizasyon oranının GSYİH'ya oranı" ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi, piyasalarda etkinliği temsil eden "hisse senedi piyasası devir hızı"ndan ekonomik büyümeye doğru ise tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. 1974-2010 dönemleri arasında Pakistan'da hisse senedi piyasasının makroekonomik belirleyicileri Shahbaz vd. (2015) tarafından analiz edilmiştir. Çalışmada Granger Nedensellik Testi ve Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Analiz bulgularında değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu görülmüştür. Ayrıca ekonomik büyüme, enflasyon, finansal gelişme ve yatırımların hisse senedi piyasasını geliştirdiği, buna karşılık ticari açıklığı azalttığı sonucuna varılmıştır. Nedensellik analizinde ise, hisse senedi piyasasının gelişiminin ekonomik büyüme, enflasyon, finansal gelişme, yatırım ve ticari açıklığın nedeni olduğu görülmüştür.

Owiredu vd. (2016), 1992-2012 dönemleri arasında Gana'da hisse senedi piyasasını belirleyen makroekonomik faktörleri analiz etmişlerdir. Analiz bulgularında, hisse senedi piyasasının likiditesinin hisse senedi piyasası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Buna karşın enflasyon, reel gelir, yurtiçi tasarruflar ve sermaye girişlerinin ise herhangi bir etkisine rastlanılmamıştır. Ho (2017), 1975-2015 dönemleri arasında Güney Afrika'da hisse senedi piyasasının gelişimini etkileyen makroekonomik faktörleri ARDL(The Auto Regressive Distributed Lag) sınır testi ile analiz etmiştir. Analiz bulguları; uzun dönemde bankacılık sektöründeki gelişmeler ve ekonomik büyümenin hisse senedi piyasası üzerinde pozitif, enflasyon oranı ve ticari açıklığın ise negatif etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca kısa dönemde hisse senedi piyasası üzerinde ekonomik büyümenin pozitif; enflasyon oranı, reel faiz oranı ve ticari açıklığın ise negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Matadeen (2017), 1989-2016 dönemleri arasında 14 Sahra-Altı Afrika ülkesinde hisse senedi piyasasının makroekonomik belirleyicilerini analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre; ekonomik büyüme, bankacılık sisteminin gelişmişliği, hisse senedi piyasasının likiditesi, yatırımlar ve makroekonomik istikrarın hisse senedi piyasasının gelişmesini belirleyen önemli faktörlerdir. Ho ve Odhiambo (2018), 2001 yılı 4. Çeyrek ve 2016 yılı 4. Çeyrek dönemleri arasında Filipinler'de hisse senedi piyasasının gelişimini belirleyen makroekonomik faktörleri ARDL sınır testi yöntemi ile analiz etmişlerdir. Bu bağlamda bankacılık sektöründeki gelişme, enflasyon oranı, döviz kuru, ekonomik büyüme, ticari açıklık ve hisse senedi piyasasının likiditesinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Analiz bulgularına göre; hisse senedi piyasası üzerinde ticari açıklığın uzun dönemdenegatif, bankacılık sektöründeki gelişmelerin ve döviz kurunun ise kısa dönemde pozitif etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

4. Veri Seti ve Yöntem

1995-2015 dönemini kapsayan bu çalışmada; Türkiye ve 8 APEC ülkesinde (Endonezya, Malezya, Singapur, Tayland, Japonya, Meksika, Avustralya ve Şili) hisse senedi piyasası gelişimini belirleyen makroekonomik ve kurumsal faktörler analiz edilmiştir. Panel veri yönteminin kullanıldığı çalışmada, dönem aralığı ve ülke sayısı verilerin ulaşılabilirliği göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Amprik model (1) nolu Eşitlikte gösterilmiştir.

$$MCit = \alpha it + \beta 1 VALUEit + \beta 2 PGDPit + \beta 3 DOMESit + \beta 4 SAVINGit + \beta 5 FDIit + \beta 6 YOLit + \beta 7 EKOit + \epsilon it \quad (1)$$

(1) nolu Eşitlikte MC Sermaye piyasası kapitalizasyonu, VALUE borsa işlem hacmi, PGDP ekonomik büyüme, DOMES özel sektöre kullanılan krediler, SAVING gayrisafi yurtiçi tasarruflar, FDI net doğrudan yabancı sermaye girişleri, YOL Yolsuzluk endeksini, EKO Ekonomik özgürlük

endeksini göstermektedir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin açıklamalara Tablo 2’de yer verilmiştir.

Tablo 2: Veri Seti ve Tanımlamalar

Değişken	Açıklama	Kaynak	Dönem
MARKET	Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu (% GSYH)		
VALUE	Borsa İşlem Hacmi		
PGDP	Ekonomik Büyüme		
DOMES	Özel Sektöre Kullandırılan Krediler (% GSYH)	Dünya Bankası	1995-2015
SAVING	Gayri Safi Yurtiçi Tasarruf (% GSYH)		
FDI	Net Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi (% GSYH)		
YOL	Yolsuzluk Endeksi		
EKO	Ekonomik Özgürlük Endeksi		

Değişkenlere ilişkin açıklamalar şu şekildedir:

Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu: Çalışmada bağımlı değişken olarak, sermaye piyasası kapitalizasyonu hisse senedi piyasasının gelişimini temsil etmektedir.

Ekonomik Büyüme: Çalışmada ekonomik büyümeyi temsilen, kişi başına düşen gelir artışı değişkeni kullanılmıştır. Ekonomik büyüme beraberinde gelir düzeyinde artışı sağlaması bununda hisse senedi piyasası üzerinde pozitif etki yaratması beklenmektedir. Ayrıca talep yönlü büyüme hipotezinde, ekonomik büyümedeki artışın finansal hizmetlere yeni talepler yaratacağı ifade edilmektedir.

Gayri Safi Yurt İçi Tasarruf Oranı: Bankacılık sektörü gibi hisse senedi piyasaları da yatırım projelerine olanak tanımaktadır. Genellikle tasarruf oranları artıkça, hisse senedi piyasalarına sermaye akışı da hızlanır. Bu bağlamda; tasarruf oranındaki artışın hisse senedi piyasasına pozitif etkisi beklenmektedir.

Özel Sektöre Kullandırılan Krediler: Yurtiçi krediler, finansal aracılık sisteminin gelişmişliğinin bir göstergesidir. Gerek bankalar gerekse hisse senedi piyasaları tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesine aracılık etmektedirler. Bu bağlamda, bankalar ve hisse senedi piyasaları birbirinin tamamlayıcısı ve ikamesi konumunda olabilirler. Aradaki ilişki tamamlayıcılık şeklinde ise, yurt içi kredi kullanımının hisse senedi piyasasını pozitif yönde etkileyeceği belirtilmektedir. Aradaki ilişki ikame şeklinde ise yurt içi kredi kullanımının hisse senedi piyasasını negatif yönde etkileyeceği belirtilmektedir.

Borsa İşlem Hacmi: Hisse senedi piyasasının likiditesinin ölçülmesinde borsa işlem hacmi sıklıkla kullanılan değişkenlerden biridir. Hisse senedi piyasasının likit olması, yatırımcıların portföylerini hızlı ve ucuz şekilde değiştirebilmelerini ifade eder. Likidite sayesinde yatırım projeleri kolaylaşır ve daha az riskli hale gelir. Daha fazla hisse senedi borsa yoluyla kanalize olduğu için, likiditede ortaya çıkan artışın hisse senedi piyasasının gelişimini pozitif yönde etkilemesi beklenir.

Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi: Doğrudan yabancı sermaye girişleri, hisse senedi piyasası üzerinde rekabeti artırarak verimlilik artışını sağlar. Bu nedenle, sermaye girişlerinin hisse senedi piyasasını pozitif yönde etkilemesi beklenir.

Yolsuzluk: Uluslararası Şeffaflık Örgütü’nün sunduğu yolsuzluk endeksi 0 ile 10 arasında değer almaktadır. 0 en yüksek yolsuzluk düzeyini temsil ederken; 10 ise en düşük yolsuzluk düzeyini göstermektedir. Diğer bir anlatımla 0 ile 10 arasında değişiklik gösteren yolsuzluk endeksi, 0’a yaklaştıkça yolsuzlukların arttığını ve 10’a doğru yaklaştıkça yolsuzlukların azaldığını

göstermektedir. Yolsuzluk endeksi arttıkça (yolsuzluklar azaldıkça) hisse senedi piyasasının gelişiminin artması beklenir.

Ekonomik Özgürlükler: Ekonomik özgürlüklerde ortaya çıkan artışın hisse senedi piyasasının gelişimini pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. Heritage Vakfı tarafından yayınlanan ekonomik özgürlükler endeksi 0-100 arasında değerler almakta ve yüksek skorlar yüksek özgürlük düzeyini temsil etmektedir. Ekonomik özgürlükler arttıkça hisse senedi piyasasının gelişiminin artması beklenir.

5. Ampirik Bulgular

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel tanımlayıcı istatistiklere Tablo 3’de yer verilmiştir. Buna göre 1995-2015 dönemleri arasında; sermaye piyasası kapitalizasyon oranının en yüksek değeri % 303.57 iken, en düşük değeri % 10.94 olarak gerçekleşmiştir. Borsa işlem hacmi değişkeninin en düşük değeri 3.21 iken, en yüksek değeri 174.53 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bir diğer gösterge olan ekonomik büyüme oranı ortalama olarak %2.499 düzeyinde gerçekleşmiş olup en düşük ve en yüksek değeri sırasıyla %-14.34 ve %13.21 olmuştur. Özel sektöre kullanılan kredi değişkeni ortalama olarak %88.39 düzeyinde gerçekleşmiş olup en düşük ve en yüksek değeri sırasıyla %13.44 ve %221.28 düzeyinde gerçekleşmiştir. Gayri safi yurt içi tasarruf değişkeni ortalama olarak 30.63 düzeyinde gerçekleşmiş olup, en düşük ve en yüksek değeri sırasıyla %18.26 ve %54.28 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bir başka değişken olan doğrudan yabancı sermaye girişi ortalama olarak %4.36 düzeyinde gerçekleşmiş olup en düşük ve en yüksek değeri %-3.61 ve %26.52 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yolsuzluk endeksinin en düşük ve en yüksek değeri ise 1.7 ve 9.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ekonomik özgürlük endeksinin en düşük ve en yüksek değeri ise %7.41 ve %89.4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
MARKET	189	84.70471	62.77847	10.94	303.57
VALUE	189	42.60275	35.17846	3.21	174.53
PGDP	189	2.499193	3.554066	-14.34678	13.21649
DOMES	189	88.39711	52.63628	13.4464	221.2885
SAVING	189	30.63702	9.55333	18.26732	54.28838
FDI	189	4.362347	5.430949	-3.616956	26.52121
YOL	189	5.550794	2.367323	1.7	9.4
EKO	189	69.02069	10.97078	7.41	89.4

Panel veri modellerinde, klasik modelin geçerliliği diğer bir ifadeyle birim ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığının tespitinde kullanılan testlerden biri “Olabilirlik Oranı Testi” (LR)’dir. Bu teste H_0 hipotezi “klasik model doğrudur” şeklinde kurulmaktadır. H_0 hipotezi reddedilirse birim, zaman veya hem birim hem de zaman etkilerinin olduğuna diğer bir ifadeyle klasik modelin uygun olmadığına karar verilmektedir. Tablo 4’de görüldüğü üzere, LR testi sonucunda klasik modelin uygun olmadığı ve modelde hem birim hem de zaman etkilerinin olduğu görülmektedir.

Tablo 4: LR Testi

X ² Prob	LR Testi	
	Birim Etki	Zaman Etki
	55.97 (0.000)	4.50 (0.0170)

Yapılan LR testi sonucunda birim ve/veya zaman etkilerinin olduğu anlaşıldıktan sonra, bu etkilerin sabit mi yoksa tesadüfi mi olduğuna karar verilmesi gerekir. Bu bağlamda karar aşamasında Hausman testi tahminciler arasında seçim yapmak amacıyla kullanılmaktadır. Sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasındaki en önemli farklardan biri, birim etkilerin bağımsız değişkenlerle korelasyonlu olup olmadığı hususudur. Eğer aralarında korelasyon söz konusu

değilse, tesadüfi etkiler modeli daha etkin ve geçerlidir. Hausman testinde; $H_0 =$ Açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasında korelasyon yoktur şeklindedir. Bu nedenle tesadüfi etkiler tahmincisi daha etkin olduğundan kullanımı uygun olacaktır. $H_A =$ Açıklayıcı değişkenler ile birim etki arasında korelasyon vardır şeklindedir. Bu nedenle sabit etkiler modeli tutarlı olduğundan tercih edilmelidir.

Tablo 5'te modelin varsayımlarının testi ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Buna göre, tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarlı ve etkin olduğu, ancak sabit etkiler tahmincisinin tutarsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle, Hausman testi iki yönlü etkinin tesadüfi olduğunu göstermektedir. Levene (1960), normal dağılım varsayımının gerçekleşmediği durumda dirençli bir heteroskedasite testi önermiştir. Brown ve Forsythe (1974), Levene'nin test istatistiğindeki ortalama yerine aykırı gözlemlere karşı dirençli bir yapı sağlayan kırılmış ortalamaya dayalı alternatif yerel tahminciler önermişlerdir. Tablo 5'de görüldüğü üzere; Levene, Brown ve Forsythe'nin test istatistikleri (W_0, W_{50}, W_{10}) (22,200) serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak "birimlerin varyansları eşittir" şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmekte ve heteroskedasitenin varlığı kabul edilmektedir. Ayrıca Tablo 5'de modelde otokorelasyonun olup olmadığı sınıanmıştır. Otokorelasyonun olup olmadığının tespitinde Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından önerilen Durbin Watson Testi ve Baltagi-Wu tarafından önerilen Yerel En İyi Değişmez testi kullanılmıştır. Testlerin her ikisinde de otokorelasyon katsayısının sifıra eşit olduğu ($p=0$) H_0 hipotezi test edilmektedir. Literatürde test istatistikleri 2'den küçükse otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere, her iki test içinde değerler 2'den küçüktür ve dolayısıyla tesadüfi etkiler modeli için otokorelasyon sorunun önemli olduğu şeklinde yorum yapılmaktadır. Tesadüfi etkiler modelinde birimler arası korelasyonun varlığını sınamak için Pesaran'ın testi kullanılmaktadır. Tablo 5'de görüldüğü üzere, H_0 hipotezi reddedilmekte ve dolayısıyla birimler arası korelasyonun olduğu anlaşılmaktadır.

Yapılan varsayımların testleri neticesinde heretoskedasitenin, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sorunu içeren bir modelin, heteroskedastitenin, otokorelasyon ve birimler arası korelasyona dirençli tahminciler ve yöntemlerle yeniden tahmin edilmesi gerektiği anlaşılmıştır. Bu bağlamda, çalışmada modeldeki mevcut sorunların giderilmesinde "Driscoll ve Kraay Tahmincisi" kullanılmıştır. Bulguların yer aldığı Tablo 5 incelendiğinde; sermaye piyasası kapitalizasyonu (hisse senedi piyasasının gelişimi) üzerinde ele alınan makroekonomik göstergelerin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal göstergelerden yolsuzluk endeksinin sermaye piyasası kapitalizasyonu üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı etkisi söz konusu iken, ekonomik özgürlüklerin istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Tablo 5: Analiz Sonuçları

Değişken	Katsayı	Disc/KraayStd.Ht.	Olasılık
VALUE	0.2103	0.0977	0.064***
PGDP	1.4423	0.7551	0.093***
DOMES	0.1413	0.0512	0.023**
SAVING	2.610	0.3702	0.000*
FDI	3.047	0.7904	0.005*
YOL	5.4704	1.5082	0.007*
EKO	0.0698	0.1823	0.712
SABİT	-68.8226	17.8667	0.005*

Varsayımların Testi			
Hausman Testi	Levene, Brown ve Forsythe Testi	ModifiedBhargava et al. Durbin-Watson Test	Baltagi-Wu LBI Testi
5.34 (0.6180)	W0:df(8,180):Prob(0.000) W50:df(8,180):Prob(0.000) W10:df(8,180):Prob(0.000)	1.7368	1.8206 Pesaran Test 6.406 (0.000)

Not: *, **, *** %1, %5, %10 seviyesinde anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Borsa işlem hacmi, kişi başına düşen gelir, özel sektöre kullandırılan krediler, gayrisafi yurt içi tasarruf, doğrudan yabancı sermaye girişleri ve yolsuzluk algılama endeksi ile sermaye piyasası kapitalizasyonu arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki bulunmaktadır. Değişkenlere ilişkin katsayılar yorumlandığında; borsa işlem hacminde, kişi başına düşen gelirden, özel sektöre kullandırılan kredilerde, gayrisafi yurtiçi tasarruflarda, net doğrudan yabancı sermaye girişlerinde ve yolsuzluk algılama endeksindeki %1'lik bir artış sermaye piyasası kapitalizasyonunu (hisse senedi piyasası gelişimi) sırasıyla %0.21, %1.44, %0.14, %2.61, %3.04 ve %5.47 arttırmaktadır. Ekonomik özgürlükler ile sermaye piyasası kapitalizasyonu arasında istatistiki olarak herhangi bir ilişki bulunmamıştır.

6. Sonuç

1995-2015 döneminde ele alınan Türkiye ve 8 APEC ülkesinde hisse senedi piyasasının gelişimini belirleyen faktörlerin analiz edildiği çalışmada Panel Veri Yöntemi kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre Hausman Testinde; tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarlı ve etkin olduğu, ancak sabit etkiler tahmincisinin tutarsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Levene, Brown ve Forsythe'nin test istatistiğinde heteroskedasitenin varlığı kabul edilmiştir. Otokorelasyonun olup olmadığının tespitinde Bhargava, Franzini ve Narendranathan tarafından önerilen Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu tarafından önerilen Yerel En İyi Değişmez Testi kullanılmıştır. Testlerin her ikisinde de otokorelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Pesaran Testinde birimler korelasyonunun olduğu anlaşılmıştır. Modelin varsayım testinde; heteroskedasitenin, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonunun olduğu görülmüştür. Bu bağlamda, çalışmada modeldeki mevcut sorunların giderilmesinde "Driscoll ve Kraay Tahmincisi" kullanılmıştır. Mevcut sorunlar giderildikten sonra elde edilen analiz bulguları neticesinde; sermaye piyasası kapitalizasyonu (hisse senedi piyasasının gelişimi) üzerinde ele alınan makroekonomik göstergelerin pozitif ve istatistiki olarak anlamlı etkiye sahip olduğu görülmüştür. Kurumsal göstergelerden yolsuzluk endeksinin sermaye piyasası kapitalizasyonu üzerinde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı etkisi söz konusu iken, ekonomik özgürlüklerin istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Hisse senedi piyasalarının gelişmesi ile birlikte küresel finansal piyasalar da bu durumdan etkilenen ve gelişecektir. Bir hisse senedi piyasası ne kadar iyi işlerse, finans sektörü de o ölçüde pozitif olarak etkilenen ve iyi işleyen finansal kurumlar ve hisse senedi piyasası ortaya çıkacaktır. Böylelikle, finansal piyasalar ve kurumların gelişmesi ile birlikte sürdürülebilir finansal gelişme ve ekonomik büyüme sağlanabilecektir. Bu noktadan hareketle politika yapıcılara; ekonomik ve finansal istikrarın sağlanması ve sağlamlaştırılması adına adımlar atılması, yolsuzluğunun azaltılmasına yönelik düzenlemeler yapılması ve kurumsal kalitenin artırılması önerilmektedir. Kurumsal kalitenin artması ile birlikte hisse senedi piyasaları da pozitif yönde etkilenen olacaktır.

Kaynakça

- Aktaş, R. ve Doğanay, M. M. (2007). Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Verilerine Göre Gruplandırılması, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 1(2), 77-91.
- Ayaydın, H. (2012). Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Ayaydın, H., Hayaloğlu, P. ve Baltacı, N. (2013). Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi. *International Journal of Social Science*, 6(4), 125-142.
- Boyd, J.H., Levine, R. ve Smith, B.D. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47(2), 221-248.
- Canbaş, S. ve Doğanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri (2. Baskı)*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

- Cherif, M. ve Gazdar, K. (2010). Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results From A Panel Data Analysis, *International Journal of Banking and Finance*, 7(1), 138-159.
- El-Nader, H. ve Alraimony, A. (2013). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Jordan. *International Journal of Economics and Finance*, 5(6), 91-103.
- El-Wassal, A. K. (2005). Understanding The Growth in Emerging Stock Markets, *Journal of Emerging Market Finance*, 4, 227-261.
- Garcia, F. V. ve Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, *Journal of Applied Economics*, 2, 29-59.
- Gözbaşı, O. (2015). Hisse Senedi Piyasası Gelişimi ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2), 269-284.
- Güngör, B. ve Kaygın, C. (2015). Dinamik Panel Veri Analizi İle Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 6(9), 149-168.
- Haslag, J. H. Ve Koo, J. (1999). Financial Repression, Financial Development and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No: 9902. Erişim Adresi: <http://dallasfed.org/assets/documents/research/papers/1999/wp9902.pdf>.
- Ho, S. (2017). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development: Evidence from South Africa. MPRA, 1-26. Erişim Adresi: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/76493/1/MPRA_paper_76493.pdf.
- Ho, S. ve Odhiambo, N.M. (2018). Analysing the Macroeconomic Drivers of Stock Market Development in the Philippines. *Cogent Economics and Finance*, 6(1451265), 1-18.
- Kar, M. ve Ağır, H. (2006). Menkul Kıymet Piyasaları, Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 56(1).
- Karabıçak, M. (2004). Küreselleşme Sürecinde Uluslararası Platformda Yaşanan Finansal Gelişmeler, Belirsizlikler ve Türkiye'deki Reel Sektöre Yansımaları. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 179-201.
- Kipkorir, J. ve Tarus, D. (2012). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 57-68.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017a). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017b). *Sermaye Piyasası Temel Konular*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Matadeen, S. (2017). The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development from an African Perspective. *Theoretical Economics Letters*, 7, 1950-1964.
- Owiredu, A., Oppong, M. ve Asomaning, S. (2016). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Ghana. *International Finance and Banking*, 3(2), 33-48.
- Perry, J. William, Keown, Arthur J., Scott Jr, David F. ve Martin, John D. (1993). *Basic Financial Management (Sixth Edition)*. ABD: Prentice Hall.
- Regmi, U. (2012). Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Nepal. *Administration and Management Review*, 24(1), 1-28.
- Shahbaz, M., Rehman, I. ve Afza, T. (2015). Macroeconomic Determinants of Stock Market Capitalization in an Emerging Market: Fresh Evidence from Cointegration with Unknown

- Structural Breaks. 1-25. Erişim Adresi: <file:///C:/Users/als/Downloads/MacroeconomicDeterminantsofStockMarketCapitalizationinanEmergingMarket.pdf>.
- TSPAKB (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi*. İstanbul: Paragraf Basım Sanayi A.Ş.
- Van Home, J. C. (1989). *Fundamentals of Financial Management (Seventh Edition)*. ABD: Prentice Hall.
- Yartey, C. A. (2005). Stock Market Development, Corporate Finance and Economic Growth in Africa (PhDthesis), Faculty of Economics, University of Cambridge, Cambridge, UK.
- Yartey, C. A. (2007). *Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in Africa, in Management and Economic Development in Sub-Saharan Africa: Theoretical and Applied Perspectives*, pp. 166-88, (Ed.) J. Okpara, AdonisandAbbeyPublishers, London.
- Yartey, C. (2008). The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? *IMF Working Paper*, 1-31.
- Yartey, C. A. (2010). The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies. *Applied Financial Economics*, 20, 1615-1625.
- Uzun, U. ve Güngör, B. (2017). Borsa Endeksleri İle Ülkelerin Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri Arasındaki İlişkinin Uluslararası Boyutta İncelenmesi, *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(4), 1-30.
- Zoli, E. (2007). Financial Development in Emerging Europa: The Unfinished Agenda. IMF WorkingPaper No 07245, Washington D.C., IMF. Erişim adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07245.pdf>.
- Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı (2011). Erişim Adresi: http://www.mfa.gov.tr/asya-pasifik-ekonomik-isbirligi-_apec_.tr.mfa.

AN ANALYSIS ON MACROECONOMIC AND INSTITUTIONAL DETERMINANTS OF THE STOCK MARKET DEVELOPMENT IN TURKEY AND APEC COUNTRIES

Extended Abstract

Aim: The purpose of this study is to analyze the macroeconomic and institutional determinants regarding development of stock markets in Turkey and 8 APEC country (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, Japan, Mexico, Australia and Chile). Stock markets, an important component of the financial system, help owners saving their assessing in a reliable manner under the control of regulatory agencies and by providing funds needed by the economic units in organized markets contribute to the economic development. Stock markets also play an important role in the efficient use of investments in areas that generates economic value (Kar and Ağır, 2006: 15). Stock markets have a great importance for fund providers and fund demanders, it contributes to balance economic accumulation and investment of economic units. In this way, the stock market promotes fund exchanges between economic units with funding surpluses and economic units that are open to funding. It plays an important role in development of countries by providing capital via owner's equity, supporting accumulation and liquidity creation (Ayaydın, 2012: 36). One of the most important indicators affecting investors' decision in the stock market is stock prices. Stocks are risky financial instruments, so investors, especially institutional investors, are interested in factors that affect stock prices in order to decrease risks and raise income (Ayaydın, 2012: 61).

Method(s): In this study, it has been analyzed to determine stock market development macroeconomic and institutional factors in Turkey and 8 APEC countries (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, Japan, Mexico, Australia and Chile) between 1995 and 2015. Panel data method is used in the study. The period interval and the number of countries have been determined taking into account the availability of data.

Findings: The result of the LR test is that the conventional model is not suitable and that the model has both unit and time effects. In the test of the assumptions of the model; it is concluded that the random effects estimator is consistent and effective, but the fixed effects estimator is inconsistent. In other words, the Hausman test shows that the bidirectional effect is incidental. It was found to be heteroskedastic in the test statistic of Levene, Brown and Forsythe. In determining autocorrelation whether or not it was used the Durbin Watson test recommended by Bhargava, Franzini and Narendranathan and the local best invariant test recommended by Baltagi-Wu. It was found to be autocorrelation in model in both tests. In the random effects model, Pesaran's test is used to test for the existence of inter-unit correlation. It is seen that there is a correlation between the units in the model. "Driscoll and Kraay Estimator" was used to solve the current problems in the model. As a result of the analysis, macroeconomic indicators on capital market capitalization (development of the stock market) were found to have a positive and statistically significant effect. Corruption index was found to be a positive and statistically significant effect on capital market capitalization. Economic freedoms did not have a statistically significant effect. 1% increase in the value of stock exchange transaction capital market capitalization (stock market development) increases by 0.21%. 1% unit increase per capita capital market capitalization increases by 1.44%. 1% increase in loans extended to private sector capital market capitalization is increasing by 0.14%. 1% increase in gross domestic savings capital market capitalization by 2.61%. 1% increase in corruption perception index capital market capitalization increased by 5.47%. There is no statistical relationship between economic freedoms and capital market capitalization.

Conclusion: With the development of stock markets, global financial markets will be affected and developed. The better a stock market is, the more likely it is that the financial sector will receive it well functioning financial institutions and the stock market will emerge. Thus, with the development of financial markets and institutions sustainable financial development and economic growth will be achieved. From this point, it is suggested that policy makers should strengthen the institutional qualifications by strengthening economic and financial stability and

decreasing poverty. With the increase in institutional qualifications, the stock market will also receive and developed.