



## FAİZ İNDİRİMLERİNİN HİSSE SENEDİ PİYASASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: 2021-2023 BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

Serkan ÜNAL\*

Araştırma Makalesi

### ÖZ

Bu makalede 24.09.2021 ve 21.07.2023 döneminde Türkiye’de uygulanmış olan düşük faiz politikasının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu dönemde enflasyonun yüksek ve iç talebin canlı oluşu düşük faiz politikasının farklı koşullardaki etkilerini tespit etmek açısından uygun ortam sunmuştur. Araştırmada üç aşamada analiz yapılmıştır. İlk olarak şirketlerin piyasa değerlerine bağlı olarak faiz indirimlerinden ne ölçüde etkilendikleri araştırılmıştır. İkinci aşamada hizmet ve sanayi sektörleri bazında analizler yapılarak bu iki ana sektörün faiz indirimlerine tepkisinin birbirinden ayrışıp ayrışmadığı test edilmiştir. Üçüncü aşamada sektör bazında detaylı analizler yapılarak farklı sektörlerin faiz indirimlerine tepkisi analiz edilmiştir. Araştırma sonuçları, faiz oranlarındaki indirimin şirketlerin finansal performansını ve hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Ancak, bu etkilerin şirketlerin piyasa değerine, sektörel özelliklere ve ekonomik koşullara bağlı olarak farklılaştığı görülmüştür. Daha büyük piyasa değerine sahip şirketlerin hisse performansı ve satış büyümesi, küçük şirketlere kıyasla daha yüksek seviyelerde olmasına rağmen büyük ölçekli şirketlerde finansal borç/satışlar oranındaki değişimin de pozitif yönde ayrıştığı görülmektedir. Hizmet sektörü, faiz oranlarındaki düşüşlerden sanayi sektörüne kıyasla daha olumlu etkilenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Faiz Oranları, Borsa İstanbul, Finansal Performans

**Yasal İzinler:** Çalışmada yalnızca kamuya açık bilgiler kullanılması ve insandan veri toplanılmaması sebebiyle, etik kurul izni gerektirmeyen çalışmalar arasında yer almaktadır.

---

\*Doç. Dr., Ufuk Üniversitesi, İşletme Bölümü, serkan.unal@ufuk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7060-979X

## **THE IMPACT OF INTEREST RATE CUTS ON STOCK MARKET: THE CASE OF BORSA İSTANBUL FROM 2021 TO 2023**

**Research Article**

### **ABSTRACT**

This study investigates the impact of the low interest rate policy implemented in Turkey between September 24, 2021, and July 21, 2023, on the stock market. During this period, high inflation and robust domestic demand provided a conducive environment for identifying the effects of the low interest rate policy under different conditions. The research conducted analysis in three stages. Firstly, the extent to which companies were affected by interest rate cuts based on their market values was explored. Secondly, analyses were conducted on the service and industrial sectors to test whether the responses to interest rate cuts differed between these two main sectors. Thirdly, detailed sectoral analyses were performed to examine the response of different sectors to interest rate cuts. The research results indicate that cuts in interest rates significantly affect the financial performance and stock returns of companies. However, these effects vary depending on market value, sectoral characteristics, and economic conditions. While companies with larger market values exhibit higher levels of stock performance and sales growth compared to smaller companies, a positive divergence in the change in the financial debt/sales ratio is also observed in larger companies. The service sector has been more positively affected by decreases in interest rates compared to the industrial sector.

**Keywords:** Interest Rates, Borsa İstanbul, Financial Performance

**Legal Permissions:** The study is among the studies that do not require ethical committee approval, since it only uses publicly available information, and no data is collected from humans.

## 1. GİRİŞ

Hisse senedi getirilerine etki eden faktörleri anlamak bütün yatırımcılar için önemlidir. Birçok faktörün hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olmakla birlikte, belki de en etkin faktörlerin başında faiz oranları belirtilebilir (Ünal, 2020). Merkez bankaları faiz aracını kullanarak hem ekonomik aktivitenin istikrarlı bir şekilde devam etmesini sağlamaya çalışmakta hem de fiyat istikrarını hedeflemektedirler. Merkez bankasının belirlediği faiz oranları şirketlerin borçlanma faizleri ve vadeli mevduat hesaplarına uygulanan faiz oranları gibi birçok farklı faiz oranı üzerinde de belirleyici rol oynamaktadır. Bu yüzden de faiz oranlarının şirketler üzerindeki etkisi farklı şekillerde oluşabilmektedir.

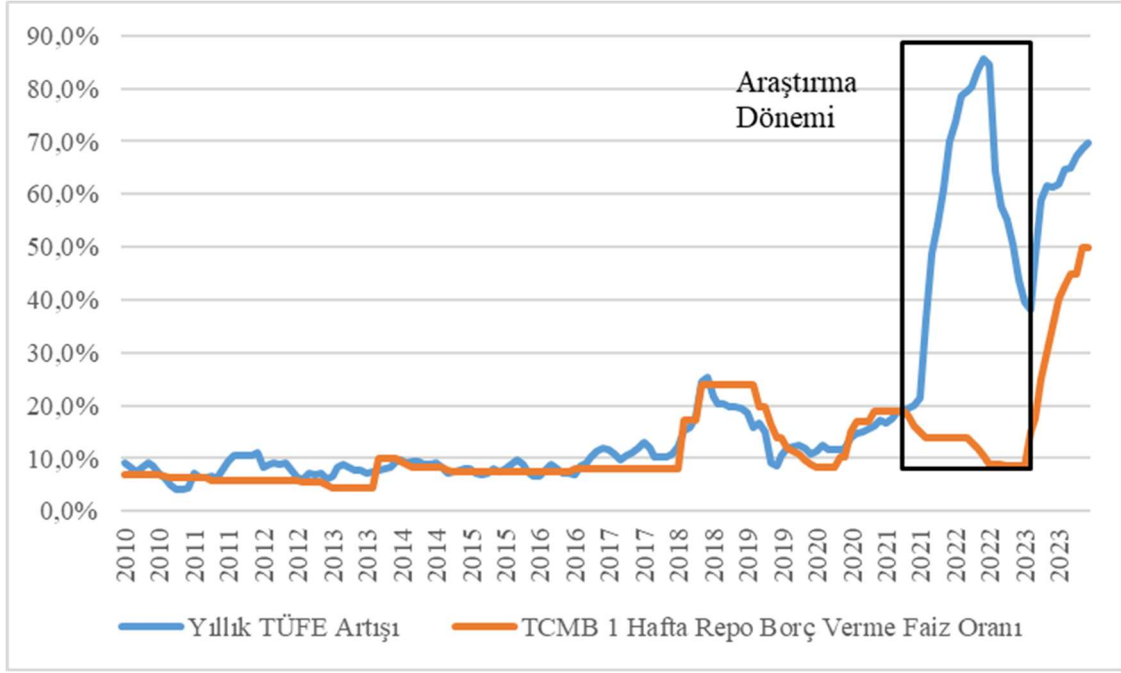
Faiz oranlarındaki değişimin hisse senedi getirilerini etkilemesinin önemli bir nedeni, şirketlerin borçlanma maliyetlerindeki değişikliklerdir (Modigliani ve Miller, 1958). Şirketlerin borçlanma maliyetlerindeki artış borca ulaşımı sınırlayacaktır. Ayrıca mevcut borçlar için de daha fazla faiz ödenmesine yol açacaktır. Bu durum hem yeni yatırımların ertelenmesine hem de şirket bazında tasarruf tedbirlerinin alınmasına yol açabilir. Sonuç olarak bir yandan sermaye mallarına talep azalırken bir yandan da üretim kapasitesinde düşüş yaşanacaktır. Bu her iki etki birden şirketlerin finansal durumlarını ve gelirlerini olumsuz yönde etkileyecektir. Bu durum borcu çeviremeyen bazı şirketlerin iflas etmesine de neden olabilir.

Faiz oranlarındaki artışın hisse senedi performansına etkisinin bir diğer yolu şirket kâr oranlarıyla ilişkilidir (Bernanke ve Gertler, 1995). Faiz giderleri birçok şirket için ana maliyet kalemlerinden biridir. Bazı şirketler uzun vadeli sabit faizli kredilerle finansman sağlıyor olabilir. Bu şirketler nispeten faiz oranlarındaki artıştan düşük derecede etkileneceklerdir. Buna karşın birçok şirket ya değişken faizli ya da kısa vadeli borçlanmaktadır. Bu şirketler faiz oranlarındaki artıştan olumsuz yönde etkileneceklerdir. Uzun vadeli ve sabit faizli finansman sağlayan şirketlerde bile yeni kredilerin maliyeti artacaktır. Sonuç olarak şirketlerin faiz giderlerindeki artış net kâr değerlerinde düşüşe neden olacaktır. Bu da şirketlerin temettü dağıtma ve büyüme gücünü sınırlayacaktır. Ayrıca Fiyat/Kazanç oranı gibi önemli değerlendirme oranlardaki artış şirketlerin zayıf fiyat performansı göstermelerine neden olabilir.

Faiz oranlarındaki değişimin piyasaya dolayısıyla da şirketlere etkisinin bir diğer kaynağı talepteki değişimdir (Ludvigson, 1999). Faiz oranları düşüken tüketici kredilerinde artış görebiliriz. Konut kredisi, araç kredisi ve ihtiyaç kredisi kullanım oranları faizlerin düşük olduğu ortamda artacaktır. Faizlerin düşük olmasının tüketici yönündeki bir diğer etkisi ise tasarruf yapmanın önemini yitirmesidir. Faizler düşüken insanlar paralarını düşük faizlerle değerlendirmek yerine harcama yapmaya karar verebilirler. Faizler ile borçlanma arasındaki bir diğer ilişki ise faiz oranları ile birlikte borçlanma kapasitesinin değişmesidir. Örneğin sabit gelir seviyesine sahip bir kişi faizler düşüken daha fazla anaparayı geri ödeme yeteneğine sahip olacaktır. Faizler arttıkça yeni borçlanmalarda aylık ödeme tutarları artacaktır. Bu da yüksek miktarda kredi kullanımını olanaksız hale getirecektir. Faizlerdeki düşüş ise tam tersi şekilde insanların aynı gelir seviyesiyle daha fazla borçlanmalarına imkân sağlayacaktır. Çekilen krediler harcamaya dönüştüğü ve talebi desteklediği için kısa vadede ekonomiye pozitif katkısı söz konusudur.

Faiz oranları şirketlerin finansal durumlarını etkilemek dışında doğrudan değerlemelerini etkileyerek de hisse fiyatlamalarında belirleyici olabilir (Fama ve French, 1989). Faiz oranlarındaki artış sabit getirili yatırım araçlarını daha popüler hale getirirken yatırımcıların ilgisi hisse senetlerinden sabit getirili araçlara kayabilir. Bu da hisse değerlemelerini dolayısıyla da hisse fiyatlarını düşürücü olacaktır.

Türkiye özelinde değerlendirildiğinde özellikle 2008 küresel finans krizi sonrasındaki dönemde hem enflasyon oranında hem de faizlerde ciddi dalgalanmanın olduğu göze çarpmaktadır. Türkiye Covid-19 sonrası dönemde diğer birçok ülke gibi düşük faiz politikası izlemiştir. Buna karşın Covid-19 sonrası ekonomilerin toparlama döneminde çok sayıdaki farklı ülke enflasyonu kontrol etmek için faizleri artırmaya giderken, Türkiye yüksek enflasyon oranına rağmen 24.09.2021 tarihinde faizleri indirmeye başlamış ve ilk faiz artışını bundan 22 ay sonra 21.07.2023 tarihinde yapmıştır. Bu dönem aralığında TCMB haftalık repo borç verme faiz oranları %19 seviyesinden %8,5 seviyesine kadar düşürülmüştür. Takip eden dönemde ise 6 aylık kısa bir dönemde haftalık borç verme faiz oranları %50'ye kadar yükseltilmiştir (Bkz. Şekil 1).



Şekil 1. TCMB 1 Hafta Repo Borç Verme Faiz Oranları ve TÜFE'nin Gelişimi

Bu makalenin literatüre iki önemli açıdan katkı sağladığı düşünülmektedir. İlk olarak, enflasyon görece yüksekken ve artış trendindeyken faiz oranlarının düşürülmesi klasik uygulamaların oldukça dışında kalmaktadır. Bu nedenle bu makalede bu heterodoks yaklaşımın Borsa İstanbul üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu sayede ekonominin canlı olduğu bir dönemde yüksek enflasyon varken yapılan faiz indirimlerinin şirketlerin finansallarına ve hisse performanslarına etkisinin analiz edilmesine çalışılmıştır. İkinci olarak sektör bazında da analizler yapılmış ve faiz indirimlerinin sektör bazında etkisinin ortaya konması hedeflenmiştir. Makalenin ikinci bölümünde literatür, üçüncü bölümünde metodoloji ve son bölümünde sonuçlar sunulmuştur.

## 2. LİTERATÜR

Blanchard (1981) çalışmasında faiz oranları, üretim ve hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiye dikkat çekmiştir. Makaleye göre hem mevcut hem de beklenen politikadaki değişiklik, beklenen kârlar ve reel faiz oranlarındaki değişiklik nedeniyle borsada keskin bir değişikliğe yol açmaktadır. Borsa performansı üretimdeki değişikliğin sebebi değildir. Ayrıca üretimdeki değişiklik de borsaya bağlı değildir. Fakat her ikisi de politika değişikliklerinin sonuçlarıdır.

Hasan (2008) yapmış olduğu çalışmada Fisherian faiz teorisinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmada 1968-2003 dönemindeki veriden faydalanılmıştır. Fisherian teorisi enflasyon değişikliklerinin nominal faiz oranları ve hisse senedi getirileri

üzerinde aynı yönde etkisi olacağını öne sürmektedir. Çalışmada, İngiltere'deki hisse senedi getirileri ve enflasyon arasındaki ilişki, doğrusal regresyon ve vektör hata düzeltme modelleri kullanılarak incelenmiştir. Bulgular, hisse senedi getirileri ve enflasyon arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu da hisse senetlerinin enflasyona karşı iyi bir korunma aracı olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bulgular, ABD ve diğer ülkelerde 1970'ler ve 1980'lerde tespit edilen hisse senedi getirileri ile enflasyon arasındaki negatif ilişki ile çelişmektedir, ancak son araştırmalarla tutarlıdır.

Panda (2008) yapmış olduğu çalışmada Hindistan borsasında faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasında ilişki olup olmadığını test etmiştir. Araştırmada 1996-2006 dönemindeki veriden faydalanılmıştır. Araştırma bulgularına göre faiz oranları ile borsa performansı arasında uzun dönemli anlamlı ilişki mevcuttur. Hem uzun vadeli hem de kısa vadeli faiz oranları hisse senedi getirilerini etkilemektedir. Uzun vadeli faiz oranları hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilerken, kısa vadeli faiz oranları ise pozitif yönde etkilemektedir.

Aktaş vd. (2009), 2004-2008 yıllarını kapsayan çalışmalarında Merkez Bankası kararlarının BIST100 endeksi ve diğer finansal piyasa araçları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Kararlar sürpriz, beklenen ve sabit olarak sınıflandırılmıştır. Beklenen kararların BIST100 üzerinde olumlu, sürpriz kararların ise olumsuz etkileri olduğu tespit edilmiştir, ancak bu sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

Kaya vd. (2013) yapmış oldukları çalışmada 2002-2012 döneminde makro ekonomik değişkenler ile BIST100 endeksi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmanın bulgularına göre, hisse senedi getirileri ile para arzı (M2) arasında pozitif, döviz kuru ile ise negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Diğer yandan faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı gözlemlenmiştir. 1996-2009 dönemini ele alan benzer bir çalışmada Özer vd. (2011) faiz oranı ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişkinin olduğunu belirtmişlerdir.

Huang vd. (2016) yapmış oldukları çalışmada 2003-2015 yılları arasında ABD hisse senedi piyasalarındaki veriden faydalanarak reel faiz oranları ile borsa arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma döneminde ABD hisse senedi piyasaları petrol fiyatlarındaki artışa, doların diğer para birimlerine karşı değer kazanmasına ve reel faiz oranlarına tepki vermektedir. Bu bulgular alternatif bir hisse senedi endeksi kullanılarak test edilse de tutarlıdır ve son dönemde daha büyüktür. Faiz oranları ve hisse senedi piyasalarındaki fiyat baskısı, emtialar ve döviz kurlarıyla birlikte ana etkenlerdir. Ayrıca, BRIC ülkeleri ve ABD arasındaki etkileşim incelenmiş ve petrol fiyatları ile reel faiz oranlarının birlikte hareket etme eğilimi vurgulanmıştır.

Maio ve Santa-Clara (2017) çalışmalarında kısa vadeli faiz oranları ile hisse senetleri anomalileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma 1972-2013 arası dönemi kapsamaktadır. Araştırmada sermaye varlık fiyatlama modeli anomalilerini açıklamaya yardımcı olan basit bir 2 faktörlü model sunmuşlardır. Bu model, ortalama getirilerdeki yayılımın büyük bir kısmını açıklamaktadır ve literatürde yaygın olarak kullanılan alternatif çok faktörlü modellerle karşılaştırıldığında üstün performans göstermektedir. Araştırma sonuçlarına göre değer hisseleri, geçmişte uzun vadeli kaybeden hisseler, daha az yatırım yapan firmaların hisseleri ve daha düşük stok oluşturan firmaların hisseleri, sırasıyla büyüme hisseleri, geçmişte uzun vadeli kazanan hisseler, daha fazla yatırım yapan firmaların hisseleri ve daha yüksek stok oluşturan firmaların hisselerinden daha yüksek beklenen getirilere sahiptir. Araştırma bulguları faiz oranlarının hisse senedi özelliklerine göre getirileri açıklamada oldukça etkin bir araç olduğunu ortaya koymaktadır.

Assefa vd. (2017) çalışmalarında 40 farklı ülke için 1999-2013 yılları arasındaki hisse senedi getirileri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma döneminde gelişmiş ülkelerde ortalama hisse senedi getirisi %1,8 olurken, gelişmekte olan ülkelerde %4,2 olmuştur. Faiz oranları gelişmiş ülkelerde düşerken, gelişmekte olan ülkelerde artmıştır. Araştırma sonuçlarına göre gelişmiş ülkelerde istatistiksel olarak anlamlı olarak faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki bulunmaktadır.

Otieno vd. (2017) 1993-2015 dönemine ait veriden faydalandıkları çalışmada Kenya’da faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Araştırmada 3 aylık hazine bonusu faiz oranı, kredi faizi ve hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre 3 aylık hazine bonusu faizi ve kredi faizi uzun vadede hisse senedi getirilerini negatif yönde Granger nedenselliği ile etkilemektedir. ARFIMA tabanlı Granger nedenselliği ise hisse senedi getirilerinin kısa vadede faiz oranlarını negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

### 3. METODOLOJİ

#### 3.1. Data

Bu çalışmada veri seti olarak 24.09.2021 ve 21.07.2023 tarihleri arasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin hisse fiyat performansı ve finansal tabloları kullanılmıştır. Faiz azaltılmadan önceki dönemi temsilen 2021 3. çeyrek finansal verileri ve faiz tekrar artırılmaya başlamadan önceki dönemi temsilen 2023 2. çeyrek finansal verileri kullanılmıştır. Araştırmaya finans sektörü şirketleri, yatırım ortaklıkları ve holdingler dahil edilmemiştir. Araştırma kapsamında incelenen şirket sayısı 238’dir.

#### 3.2. Araştırma

Araştırmada analiz üç aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk olarak şirketler piyasa değerlerine göre sıralanarak her birinde eşit sayıda şirket bulunan 10 farklı grup oluşturulmuştur. Daha sonrasında her bir gruptaki hisselerin araştırma dönemindeki 4 temel finansal kriterdeki değişimi ölçülmüştür. Öncelikle her bir grup için 24.09.2021 ve 21.07.2023 tarihleri arasındaki hisse fiyat performanslarının aritmetik ortalaması hesaplanmıştır. Daha sonrasında 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek dikkate alınarak satışlardaki büyüme, Tobin q oranındaki değişim ve Finansal Borç/ Satışlar oranındaki değişim hesaplanmıştır. Literatürdeki çeşitli araştırmalar küçük ölçekli şirketlerin para arzındaki değişime daha hassas olduğunu bildirmektedir (Unal, 2021a).

Araştırmanın ikinci aşamasında hizmet ve sanayi sektörleri bazında analizler yapılarak bu iki ana sektörün faiz indirimlerine tepkisinin birbirinden ayrışıp ayrışmadığı test edilmiştir. Sırasıyla bu sektörler için satışlardaki değişimin, Tobin q oranının değişiminin, Finansal Borç/Satışlar oranındaki değişimin ve hisse performanslarının farklılaşıp farklılaşmadığı t testleri aracılığı ile sınanmıştır.

Araştırmanın üçüncü aşamasında sektör bazında analizler yapılarak farklı sektörlerin faiz indirimlerine tepkisi analiz edilmiştir. Bu amaçla da aktif kârlılık, Tobin q, Fiyat / Kazanç ve Finansal Borç / Satışlar gibi oranların farklı sektörlerde ne ölçüde değiştiği test edilmiştir. Aktif Kârlılık bir şirketin kârlılığını, Tobin q ve Fiyat / Kazanç oranları değerlemeyi ve Finansal Borç / Satışlar ile borçluluktaki değişimi göstermektedir. Enflasyon ortamında yeniden değerlemenin etkin bir şekilde uygulanmaması özkaynaklar kaleminin geçerliliğini zayıflatmaktadır. Bu yüzden Özkaynak Kârlılığı, Piyasa Değeri / Defter Değeri ve Finansal Borç / Özkaynak oranları araştırmaya dahil edilmemiştir. Literatürdeki diğer çalışmalar makro ekonomik faktörlerin

hisse senetleri üzerindeki etkisinin sektör bazında farklılaşabileceğini bildirmektedir (Unal, 2021b).

Araştırma tek bir ülkeyi ve tek bir dönemi kapsamaktadır. Bu nedenle bu araştırmadan elde edilen bulguların sınırlı anlamlılık düzeyine sahip olduğu ve araştırmaya dahil edilen parametreler dışında başka faktörlerden de kaynaklanabileceği unutulmamalıdır.

### 3.3. Bulgular

Araştırmanın ilk aşamasında elde edilen bulgular Tablo 1’de özetlenmiştir. Tablo, araştırma döneminde farklı piyasa değerine sahip şirketlerin temel finansal göstergelerindeki değişimi özetlemektedir. Şirketler, piyasa değerlerine göre on gruba ayrılmıştır ve her grubun hisse performansı, satış büyümesi, Tobin q değişimi ve finansal borç/satışlar oranındaki değişimler incelenmiştir.

En küçük piyasa değerine sahip 1. grup şirketlerin hisse performansı %161,6, satış büyümesi %248,6, Tobin q değişimi %108,8 artış göstermiş, finansal borç/satışlar oranı ise %26 azalmıştır. En büyük piyasa değerine sahip 10. grup, %324,5 hisse performansı ve %216,3 satış büyümesi göstermiş, Tobin q oranları 0,44 azalmış, finansal borç/satışlar oranı ise 0,01 artmıştır. Genel olarak, daha yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin hisse performansı ve satış büyümesi daha yüksek seviyelerde olmasına rağmen, Tobin q ve finansal borç/satışlar oranlarında aşağı yönlü hareket gözlemlenmiştir. Her ne kadar araştırma döneminde büyük ölçekli şirketler daha yüksek performans gösterse de Şekil 1’de görüleceği üzere bu yüksek performans araştırma döneminden önce küçük hisselerde yaşanan ralliye karşı yaşanan bir tepki hareketi olabilir. Tablodaki bir diğer bulgu ise büyük ölçekli şirketlerin borçlarını küçük ölçekli şirketler kadar etkin azaltamamasıdır. Büyük ölçekli şirketler genellikle daha fazla borçlanma kapasitesine sahip olsalar da borçların etkin yönetimi küçük şirketlere göre daha karmaşık olabilmektedir. Bu nedenle, şirketlerin piyasa değerine bağlı olarak finansal stratejilerini optimize etmeleri önemlidir. Diğer yandan bu dönemde kredi musluklarının küçük ölçekli şirketler için açılmış olması ve büyük ölçekli şirketlerin küçük ölçekli şirketler kadar düşük faizli finansmana ulaşamaması bir başka neden olabilir.

**Tablo 1.** Araştırma Döneminde Şirketlerin Piyasa Değerlerine Bağlı Olarak Temel Finansal Göstergelerindeki Değişim

Piyasa Değeri Grubu (1- En Küçük 5- En büyük)	Hisse Performansı	Satış Büyüme	Tobin q Değişim	Finansal Borç / Satışlar Değişim
1	161,6%	248,6%	108,8%	-26,0%
2	206,3%	318,4%	-30,0%	-15,4%
3	146,6%	191,2%	-21,2%	-15,2%
4	137,5%	207,4%	-68,5%	4,0%
5	166,8%	180,1%	-51,9%	-0,6%
6	230,4%	252,6%	-25,2%	-29,3%
7	209,2%	229,7%	-87,5%	-18,5%
8	242,9%	245,7%	-132,1%	-15,4%
9	305,2%	216,4%	2,0%	-3,7%
10	324,5%	216,3%	-43,8%	1,0%

Not: Piyasa değeri grupları araştırmaya dahil edilen 238 adet şirketin 24.09.2024 tarihindeki piyasa değerlerine göre sıralanmasıyla oluşturulmuştur. Her grupta eşit sayıda şirket olacak şekilde dağılım yapılmıştır. Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihlendir.

Aşağıdaki şekilde görüleceği üzere araştırma döneminden önceki son iki yılda nispeten küçük ölçekli şirketlerin bulunduğu XTUMY endeksi XU100 endeksine kıyasla +%150 performans göstermiştir.



Şekil 1. XTUMY/XU100 Oranının Son Yıllardaki Gelişimi

Araştırmanın ikinci aşamasında sanayi ve hizmet sektörleri ele alınarak temel finansal göstergelerin değişimi incelenmiştir. Tablo 2, sanayi ve hizmet sektörlerindeki temel finansal oranların değişimini sunmaktadır. Tabloya göre, satışlar, Tobin q, finansal borç/satışlar ve hisse performansı gibi temel finansal göstergelerin sanayi ve hizmet sektörlerinde farklı şekilde değişim gösterdiği gözlemlenmektedir. İlk olarak, satışlar değişimi incelendiğinde, sanayi sektöründe ortalama satışlar değişimi %316 iken, hizmet sektöründe %271 kat olarak belirlenmiştir. Sanayi sektörünün satışlar değişimindeki varyansı 2,10, hizmet sektöründeki ise 10,41'dir. Bu durum, hizmet sektöründeki şirketlerin satışlarındaki artışın sanayiye göre daha değişken olduğunu göstermektedir. t istatistiği 1,00 ve p değeri 0,16 olarak hesaplanmış olup, satışlardaki değişiminde iki sektör arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir. Tobin q değişimi incelendiğinde, sanayi sektöründe ortalama Tobin q değişimi -0,23, hizmet sektöründe ise -0,62'dir. Tobin q değişiminin varyansı sanayide 2,19, hizmette ise 15,41 olarak hesaplanmıştır. Bu da yine hizmet sektöründe Tobin q değişimlerinin sanayi sektörüne göre daha geniş bir aralıkta olduğunu göstermektedir. t istatistiği 0,74 ve p değeri 0,23 olup, Tobin q değişiminde de iki sektör arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Finansal borç/satışlar değişiminde ise, sanayi sektöründe ortalama değişim 0,02 iken, hizmet sektöründe -0,45 olarak belirlenmiştir. Varyans sanayi sektöründe 0,09, hizmet sektöründe ise 0,97'dir. Bu göstergede t istatistiği 3,47 ve p değeri 0,00 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlar, finansal borç/satışlar oranında iki sektör arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğunu göstermektedir. Sanayi sektöründe bu oranın sabit kalmasına karşın, hizmet sektöründe önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. Bu da hizmet sektörünün sanayi sektörüne kıyasla faiz



oranlarındaki düşüşten daha olumlu etkilendiğini göstermektedir. Bu durum ÜFE'nin TÜFE'ye kıyasla araştırma döneminde daha sert artmasından da kaynaklanıyor olabilir. Sanayi sektörü firmalarının maliyetlerinde ağırlıklı olarak ÜFE belirleyiciyken, hizmet sektörünün maliyetlerinde TÜFE belirleyici olabilmektedir (Saraç ve Karagöz, 2010). Son olarak, hisse performansları değerlendirilmiştir. Sanayi sektöründe ortalama hisse performansı %219, hizmet sektöründe ise %229 olarak belirlenmiştir. Hisse performansının varyansı sanayide 3,94, hizmette ise 6,33 olarak hesaplanmıştır. t istatistiği -0,26 ve p değeri 0,40 olup, hisse performansında iki sektör arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Genel olarak, tablo, sanayi ve hizmet sektörleri arasında belirli finansal göstergeler açısından farklılıklar olduğunu, ancak bu farklılıkların çoğunun istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Sadece finansal borç/satışlar oranında anlamlı bir fark tespit edilmiştir.

**Tablo 2.** Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde Temel Finansal Oranların Değişimi

	Ortalama	Varyans	t istatistiği	p
<i>Satışlar Değişim</i>				
Sanayi	315,7%	2,10	1,00	0,16
Hizmet	270,9%	10,41		
<i>Tobin q Değişim</i>				
Sanayi	-0,23	2,19	0,74	0,23
Hizmet	-0,62	15,41		
<i>Finansal Borç/ Satışlar Değişim</i>				
Sanayi	0,02	0,09	3,47	0,00
Hizmet	-0,45	0,97		
<i>Hisse Performansı</i>				
Sanayi	219,0%	3,94	-0,26	0,40
Hizmet	228,6%	6,33		

Not: Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihlerdir.

Araştırmanın üçüncü bölümünde sektör bazında temel finansal göstergelerin ne yönde geliştiği analiz edilmiştir. Tablo 3'te aktif kârlılık oranındaki değişimler gösterilmiştir. Araştırma döneminde çoğu sektörde aktif kârlılık oranında artış bulunmaktadır. Çimento (+0,12), teknoloji (+0,10) ve madencilik (+0,13) gibi sektörler belirgin artışlar kaydederken, tekstil entegre (-0,17), demir-çelik temel (-0,10) ve otomotiv parçası (-0,12) gibi sektörler kârlılıkta düşüş yaşamıştır. Ortalama artış oranı 0,02 olup, özellikle faiz indirim sürecinin sektörler üzerindeki etkisi dikkate alındığında, genel bir toparlanma eğilimi gözlemlenmektedir.

**Tablo 3.** Aktif Kârlılık Oranının Farklı Sektörlerdeki Gelişimi

Sektör	#	2021	2023	Fark
Gıda	17	0,10	0,16	0,06
Tekstil Entegre	16	0,25	0,09	-0,17
Çimento	13	0,05	0,17	0,12
Kimyasal Ürün	11	0,14	0,14	0,00
Demir-Çelik Temel	10	0,15	0,05	-0,10
İnşaat Malzemeleri	10	0,07	0,08	0,01
Elektrik Üretim	9	0,04	0,08	0,04
Otomotiv Parçası	9	0,24	0,12	-0,12
Perakende - Ticaret	9	0,03	0,12	0,09
Teknoloji	9	0,20	0,30	0,10
Meşrubat / İçecek	8	0,03	0,06	0,03
Otomotiv	8	0,14	0,18	0,04

Turizm	8	0,08	0,11	0,03
Dayanıklı Tüketim	7	0,07	0,06	-0,01
Kâğıt Ürünleri	7	0,07	0,07	0,00
Sağlık ve İlaç	7	0,13	0,18	0,05
Elektrik Enerji Ürt.	6	0,16	0,13	-0,03
Madencilik	5	0,09	0,22	0,13
Medya	5	0,01	0,11	0,10
Ortalama		0,11	0,13	0,02

Not: Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihlerdir.

Tablo 4, Tobin q oranındaki değişimleri sektör bazında göstermektedir. Genel olarak, birçok sektörde Tobin q oranında düşüşler gözlemlenmiştir. Özellikle turizm (-3,94), gıda (-2,06), ve otomotiv parçası (-1,40) sektörlerinde büyük düşüşler yaşanmıştır. Bununla birlikte, bazı sektörlerde artışlar da kaydedilmiştir; kâğıt ürünleri (+0,63), madencilik (+0,99), ve çimento (+0,21) sektörleri Tobin q oranında artış göstermiştir. Genel eğilim, bazı sektörlerde piyasa değerlemelerinde önemli düşüşlerin yaşandığını göstermektedir. Bu durum faiz indiriminden değil de daha önce de belirtildiği gibi araştırma dönemi öncesinde XTUMY endeksinde yaşanan rallinin sonrasında yaşanan geri çekilmeden de kaynaklanıyor olabilir.

**Tablo 4.** Tobin q Oranının Farklı Sektörlerdeki Gelişimi

Sektör	#	2021	2023	Fark
Gıda	17	4,01	1,95	-2,06
Tekstil Entegre	16	3,00	2,38	-0,62
Çimento	13	2,46	2,66	0,21
Kimyasal Ürün	11	3,17	1,65	-1,52
Demir-Çelik Temel	10	1,35	1,50	0,15
İnşaat Malzemeleri	10	2,16	2,21	0,05
Elektrik Üretim	9	2,93	2,97	0,04
Otomotiv Parçası	9	6,86	5,46	-1,40
Perakende - Ticaret	9	1,60	1,50	-0,10
Teknoloji	9	3,68	2,35	-1,33
Meşrubat / İçecek	8	1,50	1,63	0,14
Otomotiv	8	2,04	2,26	0,21
Turizm	8	6,39	2,45	-3,94
Dayanıklı Tüketim	7	1,83	1,41	-0,41
Kâğıt Ürünleri	7	2,49	3,12	0,63
Sağlık ve İlaç	7	2,00	1,51	-0,49
Elektrik Enerji Ürt.	6	3,30	3,20	-0,11
Madencilik	5	1,29	2,27	0,99
Medya	5	3,01	2,23	-0,78

Not: Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihlerdir.

Tablo 5, Fiyat/Kazanç oranlarının değişimini göstermektedir. Çoğu sektörde F/K oranında düşüşler gözlemlenmiştir. Özellikle turizm, teknoloji ve kimyasal ürünler sektörlerinde düşüşler dikkat çekmektedir. Buna karşılık, demir-çelik temel ve otomotiv sektörlerinde F/K oranlarında artışlar yaşanmıştır. İlgili dönemde enflasyondaki artış ve enflasyon muhasebesinin uygulanmaması nedeniyle kâr değerlerinde fiktif bir artış yaşanmış olabilir. Bu durum Fiyat/Kazanç oranlarının düşmesine neden olmuş olabilir.

**Tablo 5.** Fiyat/ Kazanç Oranının Farklı Sektörlerdeki Gelişimi

Sektör	#	2021	2023	Fark
Gıda	17	19,25	11,96	-7,29
Tekstil Entegre	16	19,71	12,84	-6,87
Çimento	13	15,02	13,79	-1,23
Kimyasal Ürün	11	23,55	8,79	-14,76
Demir-Çelik Temel	10	8,59	24,40	15,80
İnşaat Malzemeleri	10	18,52	18,82	0,30
Elektrik Üretim	9	8,98	9,72	0,73
Otomotiv Parçası	9	20,91	21,58	0,67
Perakende - Ticaret	9	15,55	6,86	-8,69
Teknoloji	9	30,67	7,13	-23,54
Meşrubat / İçecek	8	23,81	10,48	-13,32
Otomotiv	8	10,24	17,91	7,66
Turizm	8	60,54	27,98	-32,56
Dayanıklı Tüketim	7	19,83	12,12	-7,72
Kağıt Ürünleri	7	15,18	21,65	6,47
Sağlık ve İlaç	7	13,73	7,89	-5,85
Elektrik Enerji Ürt.	6	12,56	15,97	3,41
Madencilik	5	8,98	10,73	1,75
Medya	5	30,84	17,02	-13,82

Not: Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihlerdir.

Tablo 6 finansal borçların satışlara oranındaki değişimi göstermektedir. Çoğu sektörde bu oran nispeten stabil kalmış veya azalmıştır. Özellikle elektrik üretimi ve turizm sektörlerinde belirgin düşüşler gözlemlenmiştir. Çimento ve perakende ticaret sektörlerinde de kayda değer azalmalar görülmüştür. Buna karşılık, sağlık ve ilaç (+0,31) ve kimyasal ürünler (+0,14) sektörlerinde artışlar yaşanmıştır. Bu tablo faiz indirimlerinin birçok firma tarafından olumlu yönde kullanıldığını ve borç oranlarında kayda değer bir düşüş olduğunu göstermektedir. Satışlar kaleminin enflasyonu içermesi ve yıllar içinde daha istikrarlı hareket etmesi nedeniyle elde sonuçlar diğer birçok orana kıyasla daha güvenlidir.

**Tablo 6.** Finansal Borç/ Satışlar Oranının Farklı Sektörlerdeki Gelişimi

Sektör	#	2021	2023	Fark
Gıda	17	0,25	0,27	0,02
Tekstil Entegre	16	0,41	0,40	0,00
Çimento	13	0,41	0,25	-0,16
Kimyasal Ürün	11	0,21	0,35	0,14
Demir-Çelik Temel	10	0,19	0,24	0,05
İnşaat Malzemeleri	10	0,16	0,16	0,00
Elektrik Üretim	9	2,48	1,13	-1,35
Otomotiv Parçası	9	0,53	0,53	0,00
Perakende - Ticaret	9	0,67	0,09	-0,59
Teknoloji	9	0,09	0,07	-0,02
Meşrubat / İçecek	8	0,26	0,24	-0,02
Otomotiv	8	0,36	0,33	-0,03
Turizm	8	1,93	0,89	-1,04
Dayanıklı Tüketim	7	0,32	0,35	0,04
Kağıt Ürünleri	7	0,28	0,19	-0,09
Sağlık ve İlaç	7	0,27	0,58	0,31

Elektrik Enerji Ürt.	6	0,85	0,65	-0,20
Madencilik	5	0,02	0,05	0,03
Medya	5	0,09	0,05	-0,04

Not: Finansal oranlardaki değişimler 2021 3. çeyrek ve 2023 1. çeyrek verilerinin kıyaslanması ile bulunmuştur. Bu tarihler faiz indirim sürecinin başladığı ve bittiği tarihtir.

#### 4. SONUÇ

Bu araştırmada, Türkiye'deki 2021-2023 döneminde gerçekleştirilen faiz indirimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Araştırma bulguları, faiz oranlarının hisse senedi performansı, satış büyümesi, Tobin q oranı ve finansal borç/satışlar oranı üzerinde belirgin etkiler yarattığını göstermektedir. Ayrıca, sanayi ve hizmet sektörleri ile farklı sektörlerde bu etkilerin nasıl değiştiği de incelenmiştir.

Öncelikle, farklı piyasa değerine sahip şirketlerin finansal göstergelerinde belirgin farklılıklar gözlemlenmiştir. Daha büyük piyasa değerine sahip şirketlerin hisse performansı ve satış büyümesi, küçük şirketlere kıyasla daha yüksek seviyelerde olmasına rağmen finansal borç/satışlar oranındaki değişimin daha yüksek olduğu görülmektedir. Küçük ölçekli şirketlerin, büyük ölçekli şirketlere göre borçlarını daha etkin bir şekilde azaltabilmesi, bu farkın temel nedenlerinden biri olabilir. Diğer yandan araştırma döneminden önce küçük ölçekli hisselerde yaşanan ralli de önemli bir dinamik olarak araştırma bulgularını etkilemektedir.

Sanayi ve hizmet sektörleri arasında yapılan karşılaştırmalar, finansal borç/satışlar oranında anlamlı farklılıklar olduğunu ortaya koymuştur. Hizmet sektörü, faiz oranlarındaki düşüşlerden sanayi sektörüne kıyasla daha olumlu etkilenmiş, bu sektörde finansal borç/satışlar oranı önemli ölçüde azalmıştır. Diğer finansal göstergeler açısından ise iki sektör arasında anlamlı bir fark bulunmamıştır.

Sektör bazında yapılan analizler, aktif kârlılık, Tobin q ve F/K oranlarında çeşitli farklılıklar olduğunu göstermiştir. Örneğin, çimento, teknoloji ve madencilik sektörlerinde aktif kârlılık oranları artarken, tekstil entegre ve otomotiv parçası sektörlerinde düşüşler yaşanmıştır. Tobin q oranında genel olarak düşüşler gözlemlenirken, bazı sektörlerde (örneğin, kağıt ürünleri ve madencilik) artışlar kaydedilmiştir. F/K oranlarındaki değişimler ise, çoğu sektörde düşüşler yaşandığını ortaya koymuştur, ancak demir-çelik temel ve otomotiv sektörlerinde artışlar gözlemlenmiştir.

Genel olarak, araştırma sonuçları, faiz oranlarındaki indirimin şirketlerin finansal performansını ve hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Ancak, bu etkilerin şirketlerin piyasa değerine, sektörel özelliklere ve ekonomik koşullara bağlı olarak farklılaştığı görülmüştür. Bu nedenle, yatırımcıların ve şirket yöneticilerinin, faiz oranlarındaki değişimlere karşı stratejilerini belirlerken bu faktörleri dikkate almaları önemlidir.

Bu araştırma, Türkiye özelinde ve belirli bir dönem aralığında gerçekleştirildiği için bulguların genellenebilirliği sınırlıdır. Gelecek araştırmalarda, şirket bazlı detaylı analizlerle ilgili dönemdeki faiz indirimlerinin etkileri belirlenebilir.

## KAYNAKÇA

- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M., & Orak, M. (2009). Türkiye'de para politikasının aktarımı: Para politikasının mali piyasalara etkisi. *İktisat İşletme ve Finans*, 24(278), 9-24.
- Assefa, T. A., Esqueda, O. A., & Mollick, A. V. (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. *Journal of Economics and Business*, 89, 20-35.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Blanchard, O. J. (1981). Output, the stock market, and interest rates. *The American Economic Review*, 71(1), 132-143.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 23-49.
- Hasan, M. S. (2008). Stock returns, inflation and interest rates in the United Kingdom. *The European Journal of Finance*, 14(8), 687-699.
- Huang, W., Mollick, A. V., & Nguyen, K. H. (2016). US stock markets and the role of real interest rates. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 231-242.
- Kaya, V., Çömlekçi, İ., & Kara, O. (2013). Hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenler 2002–2012 Türkiye örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (35).
- Ludvigson, S. (1999). Consumption and credit: a model of time-varying liquidity constraints. *Review of Economics and Statistics*, 81(3), 434-447.
- Maio, P., & Santa-Clara, P. (2017). Short-term interest rates and stock market anomalies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 927-961.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Otieno, D. A., Ngugi, R. W., & Wawire, N. H. (2017). Effects of interest rate on stock market returns in Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 40-50.
- Panda, C. (2008). Do interest rates matter for stock markets?. *Economic and political weekly*, 107-115.
- Özer, A., Kaya, A., & Özer, N. (2011). Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenlerin etkileşimi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 163-182.
- Saraç, T. B., & Karagöz, K. (2010). Türkiye’de tüketici ve üretici fiyatları arasındaki ilişki: Yapısal kırılma ve sınır testi. *Maliye Dergisi*, 159, 220-232.
- Unal, S. (2020). Hisse senedi getirileri üzerinde para ve maliye politikası araçlarının etkisi: Borsa İstanbul üzerine bir araştırma. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 15(60), 772-789.

- Unal, S. (2021a). Makro ekonomik faktörler ile Borsa İstanbul hisse senedi endeksleri getirileri arasındaki ilişki. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (47), 359-376.
- Unal, S. (2021b). Döviz kuru ve faiz oranlarının sektör bazında hisse senedi getirilerine etkileri: Borsa İstanbul örneği. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23(3), 495-511.