

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE İŞLETMECİLİK
ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**POLİTİK RİSK ENDEKSİNİN BORSA İSTANBUL HİSSE
SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: SEKTÖREL BİR
UYGULAMA**

Yüksel Hatır

Zonguldak 2019

**T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE İŞLETMECİLİK
ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**POLİTİK RİSK ENDEKSİNİN BORSA İSTANBUL HİSSE
SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: SEKTÖREL BİR
UYGULAMA**

**Hazırlayan
Yüksel Hatır**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Cem Kartal**

Zonguldak 2019

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

27.12/2019


Yüksel Hatır

T.C.
ZONGULDAK BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Anabilim Dalında 166282118012 öğrenci numaralı Yüksel HATIR'ın hazırladığı "Politik Risk Endeksinin Borsa İstanbul Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: Sektörel Bir Uygulama" konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 26/12/2019 Perşembe günü saat 10:30'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına OYBİRLİĞİYLE/~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan _____

Doç. Dr. Serhan GÜRKAN

Üye _____

Dr. Öğr. Üyesi Cem KARTAL (Danışman)

Üye _____

Dr. Öğr. Üyesi Aykut ŞARKGÜNEŞİ

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

13.01.2020
Prof. Dr. Ertuğrul YILDIRIM
Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum	: ZBEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Anabilim Dalı
Tez Başlığı	: Politik Risk Endeksinin Borsa İstanbul Hisse Senedi Getirileri Getirileri Üzerine Etkisi: Sektörel Bir Uygulama
Tez Yazarı	: Yüksel Hatır
Tez Danışmanı	: Dr. Öğr. Üyesi Cem Kartal
Tez Türü, Yılı	: Yüksek Lisans Tezi, 2019
Sayfa Adeti	: 91

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için sermaye birikimi ekonomik büyüme açısından kritik bir öneme sahiptir. Sermaye birikimini sağlamanın yollarından biri de hisse senedi yatırımcısının yatırımlarını ülkeye çekebilecek bir ortamın sağlanmasıdır. Bu bağlamda, finansal yatırımcılar açısından hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin analizi önemli bir ilgi alanıdır. Bu faktörlerden biri de risk faktörüdür. Bu kapsamda bu çalışma, sistematik risk grubu içerisinde yer alan politik risk ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test etmektedir. Çalışmada kullanılan politik risk puanları ICRG (International Country Risk Guide)’den temin edilmiştir ve hisse senedi getirisi için kullanılan data BİST (Borsa İstanbul) hisse senedi günlük kapanış rakamlarının aylık ortalama değerlerini kapsamaktadır. Çalışma, Borsa İstanbul’da işlem gören beş ayrı sektördeki (Enerji, Banka ve Özel Finans Kurumları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Perakende ve Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik) firmaların hisse senedi getirileri ile ülke politik risk puanı arasındaki ilişkiyi 2006:1-2016:12 dönemi aylık verileri ile incelemektedir. Araştırmada panel birim kök, panel eşbütünleşme ve panel nedensellik analiz yöntemleri uygulanmıştır. Tahmin sonuçları, tüm sektörlerde politik riskin hisse senedi getirileri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu göstermektedir. Nedensellik test sonuçları ise, politik riskten hisse senedi getirisine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmanın sonuç bölümünde bulgular tartışılmış ve çeşitli politika önerileri sunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi Getirisi, Politik Risk, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

Institution : ZBEU Social Sciences Institutes, Department of International Trade and Business

Title : The Effect Of Political Risk Index To Borsa Istanbul Stock Returns: A Sectoral Application

Author : Yüksel Hatır

Adviser : Asst. Prof. Cem Kartal

Type of Thesis, Year : MSc. Thesis, 2019

Total Number of Pages : 91

The capital accumulation has a critical importance in terms of economic growth in developing countries like Turkey. One of the ways of supplying capital accumulation is to provide an environment that can attract the financial investors' investments to the country. In this context, it's an important field to analyze the factors affecting the stock returns for financial investors. One of these factors is the risk factor. Within this framework, this study tests the relationship between the political risk, which is in the group of systematic risk, and stock return. The political risk scores used in this study are provided with ICRG (International Country Risk Guide) and the data used for the stock returns includes the monthly average values of BIST (Borsa Istanbul) daily closing figures. The study analyzes the relationship between the political risk score of the country and the stock returns of the companies in five different segments, (Energy, Banking and Private Finance Institutions, Real Estate Investment Trusts, Retail and Chemical, Petroleum Rubber and Plastic) traded in Istanbul Stock Market with the monthly datas in periods 2006:1-2016:12. Panel unit root, panel cointegration and panel causality analysis methods are applied in the research. The forecast results show that the political risks have negative effects on stock returns in all fields. The causality test results reveal a one-way causality relationship from political risk to stock returns. The findings are discussed and various political suggestions are offered in the conclusion part of the study.

Keywords: Stock Return, Political Risk, Panel Data Analysis

ÖN SÖZ

Günümüzde hisse senedi getirilerini makro ekonomik göstergeler dışında politik faktörlerin de etkilediği literatürde tartışılmaktadır. Bu tartışmadan yola çıkarak tezin amacı, politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini sektörel düzeyde ampirik olarak test etmektir. Elde edilen bulgular ile hangi sektördeki hisse senetlerinin politik değişimlere daha fazla ya da daha az duyarlı/duyarsız olduğu ortaya konacaktır.

Araştırma; 2006:1-2016:12 dönemi için enerji, banka ve özel finans kurumları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, perakende ve kimya, petrol kauçuk ve plastik sektörlerini kapsamaktadır. Ampirik analiz için aylık veriler kullanılacak olup, panel veri analiz yönteminden yararlanılacaktır.

Öncelikle tez konusunun seçiminde isteklerimi göz önünde bulundurarak sonrasında araştırılması, yazılması ve oluşumundaki katkıları ile birlikte üstün anlayışıyla desteğini esirgemeyen Tez Danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Cem Kartal'a, yine bu süreçte desteğini ve bilgi-birikimini esirgemeyen Dr. Öğr. Üyesi Aykut Şarkgüneşi'ne ve Doç. Dr. Emrah Koçak'a, bu zorlu süreçte her zaman yanımda olan eşime, aileme ve arkadaşlarıma, son olarak da beni yetiştiren ve bu süreçte kaybettiğim ve özlemle andığım sevgili babam Metin Hatır'a sonsuz teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
ÖN SÖZ	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	x
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1
1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE TANIMI	4
1.1. Hisse Senedinin Türleri	5
1.1.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senedi	5
1.1.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi	5
1.1.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senedi	6
1.1.4. Primli ve Primsiz Hisse Senedi	6
1.1.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senedi	6
1.2. Hisse Senetlerinde Değer Kavramları.....	7
1.2.1. Nominal Değer	7
1.2.2. Defter Değeri	7
1.2.3. Gerçek Değer	7
1.2.4. İhraç (Emisyon) Değeri	8
1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri	8
1.2.6. Net Aktif Değeri.....	8
1.2.7. Pazar (Borsa, Piyasa) Değeri	8
1.2.8. Tasfiye Değeri	9
1.2.9. Alternatif Gelir Değeri	9
1.3. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörler	9
1.3.1. Firma İçi Faktörler	10
1.3.1.1. Entelektüel Sermaye	10
1.3.1.2. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon	11
1.3.1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikası	11
1.3.1.4. Kurumsal Yönetim.....	12
1.3.1.5. Sermaye Yapıları.....	12
1.3.1.6. Finansal Oranlar	13
1.3.1.7. Birleşme Politikaları	13

1.3.1.8. Finansal Performans	14
1.3.1.9. Beta Katsayısı	14
1.3.1.10. Uluslararasılaşma	15
1.3.1.11. Firma Büyüklüğü	15
1.3.1.12. Momentum Yatırım Stratejisi ve Zıtlık (Ters Yönlü) Yatırım Stratejisi	15
1.3.2. Firma Dışı Faktörler.....	17
1.3.2.1. Faiz Oranı.....	17
1.3.2.2. Enflasyon.....	17
1.3.2.3. Döviz Kuru.....	18
1.3.2.4. Dış Ticaret Dengesi	19
1.3.2.5. Altın Fiyatları	19
1.3.2.6. Para Arzı.....	20
1.3.2.7. Petrol Fiyatları	20
1.3.2.8. Sanayi Üretim Endeksi	21
1.3.2.9. Yabancı Portföy Yatırımları	21
1.3.2.10. Risk	22
2. RİSK VE POLİTİK RİSK	23
2.1. Risk Kavramı	23
2.1.1. Risk Türleri	23
2.1.1.1. Sistematik Risk.....	24
2.1.1.1.1. Piyasa Riski	24
2.1.1.1.2. Enflasyon Riski	25
2.1.1.1.3. Kur Riski	25
2.1.1.1.4. Faiz Oranı Riski	26
2.1.1.1.5. Politik Risk	26
2.1.1.2. Sistematik Olmayan Risk.....	27
2.1.1.2.1. Finansal Risk	27
2.1.1.2.2. Faaliyet Riski	28
2.1.1.2.3. Yönetim Riski	28
2.1.1.2.4. Sektör Riski	28
2.1.1.3. Sistemik Risk.....	29
2.2. Politik Risk.....	29
2.2.1. Kaynaklarına Göre Politik Riskler.....	30
2.2.1.1. İç Kaynaklı Politik Riskler	31
2.2.1.1.1. Hükümet Kaynaklı Politik Riskler	31

2.2.1.1.2. Siyasi Ortam Kaynaklı Politik Riskler.....	32
2.2.1.2. Dış Kaynaklı Politik Riskler.....	32
2.2.1.2.1. Ana Ülke Kaynaklı Politik Riskler.....	32
2.2.1.2.2. Uluslararası Ortam Kaynaklı Politik Riskler	33
2.2.2. İşletmeye Etkilerine Göre Politik Riskler	33
2.2.2.1. Makro Politik Risk.....	33
2.2.2.2. Mikro Politik Risk.....	33
2.2.3. Politik Risk Kaynakları	34
2.2.3.1. Kamulaştırma	34
2.2.3.2. Yerel İstikrarsızlık	34
2.2.3.3. Terörizm	34
2.2.3.4. Savaş Hareketleri	35
2.2.3.5. Politik İklim	35
2.2.3.6. Ekonomik İklim.....	36
2.2.4. Politik Riskin Ölçülmesi	36
2.2.4.1. Politik Riski Ölçen Kuruluşlar ve Ölçüm Yöntemleri	37
2.2.4.2. Politik Risk Bileşenleri (ICRG)	40
3. POLİTİK RİSKİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ.....	45
3.1. Teorik Çerçeve.....	45
3.2. Uygulamalı Literatür.....	48
3.3. Model ve Veri Seti	55
3.4. Ekonometrik Yöntem.....	57
3.4.1. Durağanlık Analizi.....	57
3.4.2. Panel Eş-bütünleşme Testi.....	59
3.4.3. Panel Eş-bütünleşme Katsayı Tahminçileri.....	60
3.4.4. Panel Nedensellik Analizi.....	61
3.5. Ekonometrik Bulgular.....	62
SONUÇ	66
KAYNAKÇA.....	69
EKLER	82
ÖZ GEÇMİŞ	91

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1: Risk Türleri	23
Tablo 2.2: ICRG Politik Risk Puan Aralıkları ve Karşılıkları.....	39
Tablo 2.3: Politik Risk Bileşenleri ve Bileşenlerin Politik Risk Kategorisi İçindeki Ağırlığı	41
Tablo 3.1: Verilere Yönelik Özet Bilgiler.....	56
Tablo 3.2: Ekonometrik Uygulamaya Dahil Edilen Sektör ve Firmalar	56
Tablo 3.3: Panel Birim Kök Testi	62
Tablo 3.4: Panel Eş-bütünleşme Testi.....	63
Tablo 3.5: Katsayı Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln F$)	64
Tablo 3.6: Nedensellik Test Sonuçları	64

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1: Türkiye’de Politik Risk (2006:1-2016:12).....42

Grafik 2.2: Türkiye ve BRICS Ülkeleri Politik Risk Puanları (2006:1-2016:12) 43



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Çoğaltılmış Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller)
ADRL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi (Autoregressive Distributed Lag Bound Test)
BERI	: Business Environment Risk Intelligence
BİST	: Borsa İstanbul
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DOLS	: Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi (Dynamic Ordinary Least Squares Method)
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EIU	: Economist Intelligence Unit
FM-OLS	: Tam Değiştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (Fully Modified Ordinary Least Squares Method)
FVFM	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
GARCH	: Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)
ICRG	: Uluslararası Ülke Riski Rehberi (International Country Risk Guide)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIBOR	: London Interbank Borrowing Rate
OLS	: Basit En Küçük Kareler Yöntemi (Ordinary Least Squares Method)
PRS	: Politik Risk Hizmetleri (Political Risk Services)
S&P	: Standard and Poors
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFV	: Toplam Faktör Verimliliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	: Vektör Otoregresyon (Vector Autoregression)

GİRİŞ

Uluslararası alanda meydana gelen serbestleşme hareketleri ve özellikle seksenli yıllardan sonra ortaya çıkan finansal serbestleşme neticesinde dünyanın herhangi bir yerinde meydana gelen bir ekonomik ya da siyasi gelişme, dünyanın başka herhangi bir yerinde hissedilir hale gelmiştir. Çünkü ister doğrudan yatırım olsun ister finansal yatırım, yatırımcı adeta bir fanusa dönüşen dünya ekonomik ve politik düzeni içinde kendisini güvende hissedebileceği ve karını maksimize edebileceği fırsatlar için çabalamaktadır. Bunun için de ekonomik, finansal ve politik tüm olguları dikkate almak durumundadır.

Finansal yatırımcılar açısından hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerin bilinmesi önemli bir ilgi alanıdır. Bu faktörlerden biri de risk faktörüdür. Risk genel anlamda beklenen ile gerçekleşenin farkıdır. Finansal yatırımlar için de aynı ifade kullanılabilir. Risk faktörü içerisinde sistematik risk grubu içinde yer alan politik risk, ekonomik ve finansal risk ile birlikte ülke riski bileşenlerini oluşturmaktadır.

Politik risk kavramı son yıllarda üzerinde daha sık durulmaya başlanan önemli bir risk türüdür. Doğrudan yabancı yatırımların (DYY) seyrini ve boyutunu etkilemesi sebebiyle önem arz ettiği kadar finansal yatırımları ve özellikle hisse senedi yatırımcısını da etkileyen bu risk türü yatırımcılar açısından gün geçtikte daha da dikkate alınır hale gelmiştir. Özellikle seksenli yıllarda başlayan finansal serbestleşme hareketleri neticesinde politik riskin etkilerinin önemi daha da artmıştır. Bu bağlamda bakıldığında sık hükümet değişiklikleri, terör olayları, etnik çatışmalar ya da kamulaştırma gibi yatırımcı açısından olumsuz karşılanabilecek politik olaylar dünyanın herhangi bir yerinde yatırım yapma istediğindeki yatırımcıyı caydırabilecektir.

Oysa ki gelişmekte olan ülkeler için en az doğrudan yatırımlar kadar önemli olan finansal yatırımlar, bu ülkelerin sermaye birikimine önemli bir katkı sağlamaktadırlar. Bu bağlamda bu yatırımcıları o ülkeye çekebilmek, gerekli güven ortamını sağlayabilmek, politik ve ekonomik risk ortamını minimum seviyede tutabilmek gerekmektedir (Oral ve Yılmaz, 2017:200). Hisse senedi getirilerini sadece makroekonomik göstergelerin etkilemediği, bunun yanında politik faktörlerin de hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkilerinin olduğu literatürde

tartışılan bir konu halini almıştır. Bu noktadan hareketle özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye birikimi ihtiyacı fazla olduğu için politik risk oldukça kritik bir konuma sahip olmaktadır.

Dünya üzerinde bulunan tüm bireyler politik etkilerden mutlaka az ya da çok etkilenmektedir. Bununla beraber özellikle gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınma noktasında politik riske ayrı bir yer vermelidirler. Politik riskin ülke ekonomileri üzerinde -özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri- bu denli etkin olması, güncelliğini giderek artırması ve Türkiye özelinde düşünüldüğünde politik riski oluşturan unsurlarla sıkça karşılaşılması nedeniyle bu çalışmada politik riskin incelenmesi düşünülmüştür. Bu bağlamda bu çalışmanın politik riskin gelişmekte olan ülkelere biri olan Türkiye'deki hisse senedi getirilerine olan etkisinin ölçülmesinde literatüre katkı sağlayacağı düşüncesinden hareketle çalışma gerçekleştirilmiştir.

Politik risk ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin sınındığı çok sayıdaki çalışma neticesinde oluşan genel kanı politik riskin hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilediğidir. Farklı yönde sonuçlara ulaşılmış olsa da literatürde genel kabul gören sonucun bu yönde olduğu görülmektedir.

Bu tartışmadan yola çıkarak bu çalışmadaki ana amaç, politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini sektörel düzeyde ampirik olarak test etmektir. Elde edilen bulgular ile hangi sektördeki hisse senetlerinin politik değişimlere daha fazla ya da daha az duyarlı/duyarsız olduğu ortaya konacaktır. Çalışma; 2006:1-2016:12 dönemi için enerji, banka ve özel finans kurumları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, perakende ve kimya, petrol kauçuk ve plastik sektörlerini kapsamaktadır. Ampirik analiz için aylık veriler kullanılacak olup, panel veri analiz yönteminden yararlanılacaktır.

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, hisse senedi kavram ve tanımı, sonrasında hisse senedi türleri, hisse senetlerinde değer kavramları ve hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörler açıklanacaktır. İkinci bölümde risk ve politik risk kavramları incelenecektir. Üçüncü ve son bölümde ise politik riskin hisse senedi getirilerine etkisinin

ekonometrik analizi gerçekleştirilecektir. Sonuç bölümünde ise çalışmanın genel değerlendirmesi ve çözüm nerileri yer alacaktır.



1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE TANIMI

Sermaye şirketleri belirli nominal değerler üzerinden senetler çıkartarak esas sermayesini paylara ayırmaktadır. Bu senetlere sahip olan hisse sahipleri; şirket yönetiminde yer almak, kâr payı elde etmek ve tasfiye sürecinde de belirli bir sorumluluğu almak durumunda kalmaktadır (Berk, 2015:305). Hisse senedi, halka açık bir şirkette sahipliği belirten senetler olarak ifade edilebilir (Brealey vd., 2007:115). TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası)’na göre hisse senetleri;

“...anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ile özel kanunla kurulmuş kamu kuruluşları tarafından çıkarılmış olan ve sermayenin belirli bir bölümünü temsil edip sahibine ortaklık haklarından yararlanma imkânı veren ve Borsa İstanbul’da alım satımı yapılan menkul kıymetlerdir.” (TCMB, 2019).

Bir başka tanımda ise SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), hisse senetlerini (pay senetlerini) şu şekilde tanımlamaktadır;

“Ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerdir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar fiziki pay ihracı yapmazlarken, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, şekil şartları Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen fiziki olarak pay senedi çıkartırlar.” (SPK, 2019).

En önemli sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senetleri yaklaşık bir asırdan fazla bir süredir gelişmiş ülkelerde kullanılmaktadır. Ülkemizde ise hisse senedi yatırımları İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)’nin kurulmasıyla birlikte ilgi çeken bir yatırım aracı halini almıştır (Albeni ve Demir, 2005:2). Şirkete ortaklığı gösteren bu senetler kardan pay alınacağını göstermektedir ancak bu payın tutarı önceden bilinmemektedir ve bu özelliğiyle değişken gelirli menkul kıymetlerin en tipik örneği olarak kabul görmektedir (Unay, 1999:255). İşletmelerin oto finansman dışında kaynak elde edebilmek için kullanabilecekleri yegâne araç olan hisse senedi, öz sermayenin kaynağıdır (Seyidoğlu, 2007:589).

Hisse senetleri ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde önemli bir yatırım aracı olarak kabul görmektedir. Şöyle ki hisse senedi getirilerinin artışı neticesinde yatırımcılar daha fazla kazanacak, buna bağlı olarak artan tüketim ekonomik büyümenin tetikleyicilerinden biri halini alabilecektir. Daha çok kazanan yatırımcıların bu kazancı tüketim için kullanmayıp yeniden yatırımlara yöneltmesi durumunda da şirketlerin kaynak ihtiyaçları karşılanabilecek ve bunun neticesinde

de üretimi artan şirketler ekonomik büyümeye katkı sağlayabilecektir (Öztürk vd., 2013:65).

1.1. Hisse Senedinin Türleri

Sermaye piyasalarının en çok kullanılan araçlarından biri olan hisse senetleri farklı türlerde piyasaya sürülebilmektedir. Aşağıda bu türlere kısaca değinilmektedir.

1.1.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senedi

Hisse senedinin üzerinde isim yazıyorsa nama yazılı hisse senedi, yazmıyorsa hamiline yazılı hisse senedi olarak nitelendirilmektedir. Bununla beraber hamiline yazılı hisse senetleri teslim ile devredilebilirken nama yazılı hisse senetleri ise ciro ve teslim ile el değiştirmektedir (BİST, 2019). Hisse senetlerinin devrinin nasıl gerçekleştirileceği esasına dayanan bu ayrıma göre, nama yazılı hisse senetleri pay defterine kayıtlanarak devredilirken, hamiline yazılı hisse senetlerinde teslim yeterlidir (Kondak, 1999:60). İster hamiline ister nama yazılı olarak çıkartılsın hisse senetleri T.T.K. (Türk Ticaret Kanunu)'nda yer alan şekil ve şartlar ekseninde düzenlenmek zorundadırlar. Bu koşul diğer hisse senedi türleri için de geçerlidir (Gacar, 2009:30).

1.1.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi

Sözleşmede aksi bir hüküm belirtilmedikçe hisse senetleri sahiplerine eşit haklar tanımaktadır ki bu tür hisse senetleri adi hisse senedi olarak ifade edilmektedir. Eğer hisse senetleri sahiplerine diğerlerinden farklı haklar tanıyor ise imtiyazlı hisse senedi olarak tanımlanır (Seyidoğlu, 2002:6). İmtiyazlı hisse senetlerinde firma, senedin sahibine sabit bir kâr payı ödemektedir. Olağanüstü bir durumla karşılaşmadıkça ödemesi geciktirilemeyen imtiyazlı hisse senetlerinin ödemeleri, adi hisse senedi sahiplerine yapılacak ödemelere göre öncelik hakkına sahiptir. Eğer olağanüstü bir durum gerçekleşir de imtiyazlı hisse senedi ödemeleri gecikirse firma ilk fırsat bulduğunda bu ödemeleri adi hisse senetlerine yapılacak ödemeden önce gerçekleştirir (Okka, 2010:18-351). Ayrıca imtiyazlı hisse senetleri sahip olana kardan pay alma ve oy hakkı gibi haklar tanımaktadır (BİST, 2019).

1.1.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senedi

Firmaların sermaye artışına gittikleri esnada nominal değer ya da üstünde bir bedel karşılığında sahip olunabilen hisse senetleri bedelli hisse senedi olarak ifade edilmektedir (Basık, 2011:559). Bedelli hisse senetleri firma dışından üçüncü kişilere ya da rüçhan hakkı vasıtasıyla eski ortaklara sermaye artırımını ile firma dışından fon temin edebilme amacıyla hisse senetlerinin belirli bir bedel üzerinden satılması durumunda söz konusu olur (Gacar, 2009:30; Kondak, 1999:60). Firma dışından bir fon girişine sebep olmaksızın şirket içi kaynaklardan aktarılan bedel karşılığında çıkarılan pay senetlerinin şirket ortaklarına bedelsiz olarak dağıtılması işlemine konu olan hisse senetleri bedelsiz hisse senetleri olarak nitelendirilmektedir. Buna karşın bedelli hisse senetleri şirket ortaklarına satılabilmeleri haricinde şirket dışından yatırımcılar tarafından da satın alınabilmektedirler (BİST, 2019).

1.1.4. Primli ve Primsiz Hisse Senedi

Hisse senetlerinin bazı koşullara (yönetim kurulu kararı veya esas sözleşmede bu konuda bir ibare bulunması) bağlı olmakla beraber nominal değerlerinin üzerinde bir bedelle çıkarılması durumunda çıkarılan bu hisse senedi primli hisse senedi olarak nitelendirilmektedir (Berk, 2015:305). Nominal değerinden ihraç edilen hisse senetleri ise primsiz hisse senetleri olarak ifade edilmektedir.

1.1.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senedi

Kurucu hisse senetleri, şirketin kuruluşunda ve sonrasında emeği geçenlere şirket ana sözleşmesinin hükümleri doğrultusunda karın bir bölümüne katılma hakkı sağlayan ve nama yazılı olarak verilen hisse senetleridir. Ancak bu senetlerin sahiplerine yönetimde bulunma hakkı tanınmakla birlikte bu senetlere sermaye payını temsil etme hakkı tanınmamaktadır. Bununla birlikte genel kurur kararıyla şirkete emeği geçen ya da alacağı olan kişilere şirketin kuruluşundan sonraki süreçte verilen ve yine sermaye payını temsil etmeyen hisse senetlerine de intifa hisse senetleri denmektedir (Apak, 1995:32). İntifa hisse senedi sahipleri şirketin yönetimine katılamazlar ancak yönetim kurulunun alacağı kararla kara veya tasfiye sonucuna katılabilme hakkı tanınabileceği gibi çıkarılacak hisse senetlerinden alabilme hakkı da tanınabilmektedir (Seyidoğlu, 2002:294).

1.2. Hisse Senetlerinde Değer Kavramları

Hisse senedi yatırımcıları hisse senetlerine piyasa değerlerinin altında ya da bu değere yakın bir bedelden sahip olmak istemektedir. Bu nedenle normalden fazla değerlenmiş olan hisse senetlerini satın almak istememektedirler (Berk, 2015:81). Aşağıda hisse senetleri için değer kavramları açıklanmaktadır.

1.2.1. Nominal Değer

Hisse senetlerinin üzerinde yazılmış bulunan değer nominal değer olarak ifade edilmektedir. Şirketlerin nominal sermaye tutarı, hisse senetlerinin nominal değer toplamlarından meydana gelmektedir (Ceylan ve Kokmaz, 2017:342-343). Nominal değer hisse senedi üzerine yazılması, hisse senetleri ihraç aşamasının başlangıcında şirketin toplam sermaye miktarının tespiti ve muhasebeleştirilebilmesi açısından gereklidir ve kâr payı dağıtımlarında bu değer dikkate alınmaktadır (Bakkal vd., 2012:79-80).

1.2.2. Defter Değeri

Hisse senetlerinin defter değeri, muhasebe kayıtlarındaki değerlerin ifadesidir ve çoğu durumda piyasa değerinden farklıdır (Çam, 2010:70). Hisse senetlerinin defter değerlerinin hesaplanmasında kullanılan formül, şirket aktiflerinden borçların düşülmesi suretiyle bulunan öz varlık tutarının şirketin çıkarttığı hisse senedi sayısına bölünmesidir (Basık, 2011:115). Bulunan bu değer, eğer firmanın öz sermaye tutarı ödenmiş sermaye tutarının üzerinde ise nominal değerden yüksek, tersi durumda ise nominal değer altında kalacaktır. Defter değeri bir diğer anlamda öz sermaye değeri olarak da isimlendirilmektedir (Bakkal vd., 2012:78).

1.2.3. Gerçek Değer

Hisse senedinin aslında olması gereken değeri olan gerçek değer, yatırımcıların beklentilerini de dikkate alarak ilgili hisse senedine değer gördükleri fiyat anlamında da kullanılabilir. Bu değer hisse senedi piyasasında arz ve talebe göre şekillenen piyasa fiyatının altında veya üstünde seyredebilir. Gerçek değer altında bir piyasa fiyatına sahip bir hisse senedi yatırımcılar tarafından talep görürken, gerçek değeri piyasa fiyatından yüksekse yatırımcılar bu hisse senedini satmayı tercih edeceklerdir. Bu değer belirlenmesinde işletmeye ait varlıklar,

işletmenin karlılığı ve sermaye yapıları vb. etkin rol oynamaktadır (Seyidoğlu, 2002:229; Gacar, 2009:32).

1.2.4. İhraç (Emisyon) Değeri

Hisse senedinin ilk piyasaya çıktığı esnadaki fiyatını ifade eden ihraç değeri bir diğer değer kavramıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:246). Nominal değer üzerinden satışa sunulan hisse senetleri, borsa değeri yüksek hisse senetleri çıkartan şirketler tarafından ve özellikle sermaye artırımını esnasında rüçhan hakkı kullanımı sonrası kalan bölümün halka arzı sırasında, nominal değerden daha yüksek bir ihraç fiyatı ile ihraç edilebilmektedir. Bununla beraber şirketler bazen ihraç fazlası bölümü direkt olarak limitli bir fiyat üzerinden menkul kıymet pazarına sürerek fiyatın burada oluşmasını seçebilmektedir (Kondak, 1999:63).

1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri kavramı, şirketlerin fiili değerleri ile defter değeri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Brealey vd., 2007:120). Hisse senedi değer kavramlarından biri olan işleyen teşebbüs değeri işletmenin faal durumda bütünüyle devredilmesi durumundaki değeri ifade eder. Hisse senedi değerlemesinde işleyen teşebbüs değeri üst sınırı temsil ederken, ileride bahsedilecek tasfiye değeri ise alt sınırı belirtmektedir (Apak, 1995:33).

1.2.6. Net Aktif Değeri

Bir şirkette pay sahibi olan kişiler şirketin aktifleri üzerinden belirli bir hakka sahip durumda bulunmaktadır. Pay sahibi fondan ayrılmak istediğinde ise pay sahibinin elinde bulunan hisse senetleri her pay için net aktif değer üzerinden nakde çevrilmektedir. Bu değer, piyasa değerinin altında bir değerdir ve fonda mevcut bulunan menkul kıymet değerinden şirketin yükümlülüklerinin düşülmesi sonucu elde edilen değer ihraç edilmiş olan tüm hisse senetlerinin toplam sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır (Basık, 2011:521).

1.2.7. Pazar (Borsa, Piyasa) Değeri

Hisse senedinin sermaye piyasasında arz ve talebe göre oluşan fiyatına pazar (borsa, piyasa) değeri denmektedir. Pazar değeri piyasalarda oluşan koşullara ve

makro dengelerdeki değişikliklere bağlı olarak değişebilmektedir (Gacar, 2009:31). Hisse senetleri sermaye piyasalarında bu fiyattan işlem görmektedir. Ancak pazar değeri, arz ve talep sonucu oluşan bir fiyatı ifade ettiğinden hisse senetlerinin gerçek değerlerinden farklı olabilmektedir. Her ne kadar teorik olarak gerçek değerle pazar değerinin birbirlerine yakın olmaları beklenmekte ise de piyasa koşullarında meydana gelen koşullar neticesinde pazar değeri gerçek değerin altına ya da üstüne çıkabilmektedir (Bakkal vd., 2012:80).

1.2.8. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, işletmenin tasfiye durumunda varlıklarını satarak borçlarını ödemesi aşamasından sonra eline kalan net gelir tutarının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değeri ifade etmektedir (Brealey vd., 2007:120). Tasfiye değeri, şirketin hisse senedi değerinin alt limiti olarak düşünölebilir. Eğer şirkete ait hisse senetlerinin piyasa değerleri tasfiye değeri tutarından daha alt bir değere düşmüş ise bu durumda şirket açısından en mantıklı hareket o şirketi tasfiye etmek olacaktır. Bununla birlikte tasfiye değeri hesaplanmasında uygulamada birtakım güçlükler de meydana gelebilmektedir. Özellikle yarı mamul ve bazı maddi duran varlıkların değerlerinin belirlenmesinde bilirkişi değerleme farklılıklarından kaynaklanabilen önemli değişkenlikler oluşabilir (Seyidoğlu, 2002:609).

1.2.9. Alternatif Gelir Değeri

şirket ortaklarının oluşturmuş olduğu sermayenin şirket sermayesi olarak kullanılmayarak başka bir şekilde farklı bir alanda kullanılması durumunda hisse senedi yatırımında kullanılacak miktar ile edinilebilecek alternatif gelir değerinin hisse başına denk gelen tutarını gösteren değer alternatif gelir değeri olarak ifade edilmektedir. Piyasaların gelişmişlik düzeylerine göre menkul kıymet piyasası araçlarının çeşidi arttıkça alternatif gelir değerinin belirlenmesinde kullanılan karşılaştırma türleri de artmaktadır (Apak, 1995:33).

1.3. Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörler

80’li yıllardan itibaren hisse senedi getirilerinin çeşitli faktörlerle arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik gerek ulusal gerekse de uluslararası çalışmaların sayısında artış yaşanmıştır (Canbaş vd., 2008:3). Bilindiği gibi yatırımcılar için esas

amaç en yüksek karı elde etmektir. Hisse senedi yatırımcıları da bu amaç doğrultusunda hisse senedi getirilerini etkileyen faktörleri takip ve analiz etmek durumundadırlar (Özer, 2012:1). Finansal yatırım araçları arasında riskli bir yatırım aracı olarak kabul edilen hisse senetlerinin getirilerinin maksimum seviyeye çıkarılması için yatırımcılar, bu risklerden korunmak amacıyla hisse senedi getirilerini etkileyen faktörleri iyi belirlemeli ve analiz etmelidir (Ayaydın ve Karaaslan, 2014:3).

Hisse senedi getirilerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerin bir bölümü firmanın kendisiyle alakalı faktörler iken diğer bir bölümü ise firmadan kaynaklanmayan ekonominin bütünüyle alakalı faktörlerden oluşmaktadır. Aşağıda öncelikle hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi faktörler açıklanacak, sonrasında hisse senedi getirilerini etkileyen firma dışı faktörlerden bahsedilecektir.

1.3.1. Firma İçi Faktörler

Firma içi faktörler, hisse senedi getirilerini etkileyen, firmanın kendi iç bünyesinden kaynaklanan faktörlerdir. Bu faktörler; entelektüel sermaye, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon, firmanın kâr payı dağıtım politikası, kurumsal yönetim yapısı, sermaye yapısı, finansal oranları, birleşme politikaları, firmanın finansal performansı, beta katsayısı, uluslararasılaştırma, firma büyüklüğü ve momentum yatırım stratejisi ve zıtlık yatırım stratejisidir.

1.3.1.1. Entelektüel Sermaye

İfade edilirken sermaye kavramı kullanılsa da entelektüel sermaye, bilinen şekilde bir muhasebe ya da ekonomi terimi olarak nitelendirilmez (Karacan, 2004:181). Günümüzde teknolojinin hızla gelişmesi ve danışmanlık hizmetlerinde fiziksel varlık mevcudunun düşmesi neticesinde entelektüel sermaye kavramı önem kazanmıştır. Buna bağlı olarak entelektüel sermaye kavramı teknik bilgi varlıkları için fiziksel varlıklara karşı kullanılmakta olan bir terimdir. Bu ifadeyi şu şekilde açıklamak mümkündür; firmaların değerleri fiziksel varlık değerlerinin üstünde bulunmaktadır ki bu değer farkı entelektüel sermayeyi ifade etmektedir. Entelektüel sermayeyi oluşturan en önemli unsurlar ise şunlardır;

1. İnsan sermayesi; firma personelinin şirkete olan katkısıdır.

2. *Organizasyonel sermaye*; firmanın marka değeri, şirket vizyonu, bilgi birikimi vs. den oluşan süreçlerin idare edilmesidir.

3. *Müşteri sermayesi*; müşterilerin verilen hizmetten memnuniyet dereceleri gibi unsurlardan oluşmaktadır (Berk, 2015:96-97).

1.3.1.2. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon

Yatırımcılardan farklı olarak şirket çalışanları, özellikle üst ve orta düzey yönetici ve çalışanlar, konumları dolayısıyla şirketle ilgili bazı önemli bilgilere önceden ulaşabilmektedir (Seyidoğlu, 2002:270). Bahsi geçen bu kişilerin şirket hisseleri üzerinde sahip oldukları bilgi ve bu bilgiler yoluyla elde ettikleri karlar içerden öğrenenlerin ticareti olarak ifade edilmektedir (Jaffe, 1974:410). İçerden öğrenenlerin ticaretinin etik dışı olduğu düşüncesinin ana sebebi haksız olmasıdır. Çünkü diğer yatırımcılar açısından bilgi eşitsizliği dezavantajı ortaya çıkmaktadır. Bu dezavantaj iki şekilde oluşmaktadır. Birincisi şirket içindekiler ile dışındakilerin eşit bilgiye sahip olmaması, ikincisi ise aslında birinci sebebin nedeni olan bilgiye eşit erişim şansının olmamasıdır (Moore, 1990:172).

Yatırımcılar karar alacakları esnada bazen dışarıdan yanlı bir müdahale neticesinde yanlış kararlar almak durumunda kalırlar ve bu durumda piyasanın doğal işleyiş dengesi etkilenecek olması gerekenden farklı bir fiyat oluşumu ortaya çıkar. Bu durum manipülasyon olarak ifade edilmektedir (Şensoy, 2013:378). Manipülasyon aldatıcı bir işlemdir ve sermaye piyasası yatırımcılarının haklarını ve hisse senedi fiyatlarını kamuyu aydınlatma ilkesi kararlarına uymayan bir biçimde etkilemektedir (Canbulut, 2008:12-13).

1.3.1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikası

Çeşitli yaklaşım ve görüşler mevcut olsa da kâr payı dağıtım politikası, yıl sonunda oluşan firma karının ortaklara mı dağıtılacağı yoksa yeni yatırımlara mı kaydırılacağı ile ilgili kararların alınmasını ifade etmektedir. Firmanın kuruluş nedenlerinin içinde en önemlisi olan kar elde etme ve bu karın ortaklara dağıtılması hususu hisse senetleri fiyatlarını yükseltmesi sebebiyle önem arz etmektedir. Bu durumda firma yöneticileri, daha doğrusu firmanın finansmanı ile meşgul olan firma yöneticileri açısından bir ikilem ortaya çıkmaktadır. Çünkü firma bir yandan

büyümeyi hedeflerken bir yandan da daha yüksek kâr payı dağıtılması hususunda karar vermek durumunda kalacaktır. Bunun nedeni olarak da yüksek kâr payı dağıtımı yapacak olan firma oto finansman miktarını düşürmek mecburiyetinde kalacaktır. Bu nedenle finans alanındaki yöneticiler uygun bir büyüme seviyesinde ve büyümeyi sıkıntıya düşürmeyecek oranda ve firma ortaklarını da memnun edebilecek bir düzeyde kâr payı dağıtım politikasını tercih etmek zorundadırlar (Pekkaya, 2006:184).

1.3.1.4. Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim, birtakım ilkelere dayalı olarak (şeffaf olma, adil olma, hesap verebilir olma ve sorumlu olma gibi) firmaların ortakları ve kamuoyu çıkarına ters düşmeyecek bir biçimde ve ayrıca çalışanları ile tedarikçilerine karşı gerekli sorumluluklara riayet ederek istikrarlı bir şekilde ekonomik değerler yaratma çabasıdır. Kurumsal yönetimin dayalı olduğu ilkelerin daha geniş bir uygulama alanına yayılması neticesinde rekabetçi ve eşit bir ortamın oluşturulması, yatırım için gerekli uygun ortamın daha da iyileştirilmesi gibi sonuçlar vasıtasıyla ekonomik kalkınmada destek unsuru olması hedeflenmektedir. Kurumsal yönetim şirketler açısından varlıklarının sürdürülmesi noktasında oldukça önemli bir konumdadır (Berk, 2015:43).

1.3.1.5. Sermaye Yapıları

Şirketler finansmanlarında kullanacakları kaynakları belli oranlarda ve belli yerlerden temin etmek durumundadırlar. İşte bu kaynakların nasıl, nereden ve hangi miktarda karşılanacağı ile ilgili verecekleri kararlar neticesinde oluşturacakları kaynak bileşimi sermaye yapısı kavramıyla açıklanmaktadır. Şirketler öncelikle bu kaynakların bileşimini oluşturmadan önce bir hedef yapı belirlemelidirler. Ancak bu yapı oluşturulduktan sonra muhakkak ki işletmenin içinde bulunduğu duruma bağlı olarak değiştirilebilmeli ya da güncellenebilmelidir. Bu sebeple sermaye yapısı (ya da kaynak yapısı) sabit bir bileşim değil aksine değişken bir yapıda olmalıdır (Sayılğan, 2017:325). Sermaye yapısında meydana gelecek değişimler neticesinde, maliyet ve risk açısından değiştirilen her sermaye kalemi etkilenecek ve sonuçta şirketin ağırlıklı sermaye maliyeti de değişecektir. Bu durumda sermaye

bütçelemesi için verilecek kararlar etkilenecek ve tüm bunlara bağlı olarak da şirketin hisse senedi fiyatı değişebilecektir (Okka, 2010:412).

1.3.1.6. Finansal Oranlar

Yatırımcılar, hisse senetlerinin gerçek değerlerini değerlendirebilmek amacıyla şirkete özgü oranlar olan finansal oranlardan yararlanabilmektedirler. Bu oranlar, şirketlerin gerçek finansal durumlarını gösteren oranlar olduklarından hangi finansal oranın hangi dönemler içerisinde hisse senedi getirilerini etkilediğinin bilinmesi yatırımcı açısından doğru yatırım planlamasının yapılmasında önemli bir belirleyici etken olacaktır. Örneğin şirketin önceki yıllardaki finansal oranları değerlendirilerek hisse senetlerinin nasıl bir performans izleyeceğinin tahmin edilmeye çalışılması yatırımcıların kullandıkları yöntemlerden biridir. Bununla beraber bilinmelidir ki finansal oranlar yoluyla doğru yatırım stratejisi belirlemeye çalışan yatırımcı açısından bu oranların kullanılması suretiyle kesinlikle doğru bilgiye ulaşılır algısı da her zaman gerçek olmayabilir (Ayaydın ve Karaaslan, 2014:2-3). Zira hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesinde sadece şirketin iç dinamikleri etkin değildir, şirketin haricinde piyasa ve genel ekonomik gelişmeler de etkindir (Yalçın vd., 2005:177).

1.3.1.7. Birleşme Politikaları

Şirketler büyümek için iki tür büyüme yöntemini kullanabilirler. Bunlardan birincisi, şirketlerin kapasitelerini arttırmak amacıyla şirket içi ya da dışı temin ettikleri fonlarla yeni yatırımlar yoluyla büyümelerini ifade eden içsel büyümedir. Diğer büyüme türü ise; başka şirket ya da şirketlerin bir kısmını ya da bütünü satın alması ve yönetimini ele alması şeklinde olan dışsal büyümedir. Dışsal büyüme yöntemlerinden olan şirket birleşmelerinin en yaygın şekilleri ise; yatay, dikey ve küme (çapraz) birleşme şekilleridir. Piyasada aynı mal ve hizmetleri üreten ve üretim ve dağıtım aşamaları aynı olan şirketlerin birleşmesi yatay birleşme, mal ve hizmet üretimlerinin farklı aşamalarında bulunan şirket ya da şirketlerin birleşmesi dikey birleşme, son olarak da başka sektörlerde faaliyette bulunan firmaların birleşmeleri ise küme (çapraz) birleşme olarak tanımlanmaktadır (Özer, 2012:76). Bu bağlamda birleşme ne şekilde olursa olsun, son yüzyılda şirket

birleşmelerinin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde hisse senedi getirilerinin de oldukça olumlu düzeyde olduğu gözlemlenmiştir (Brealey vd., 2007:625).

1.3.1.8. Finansal Performans

Hissedarlar, her zaman daha fazla kazanabilmek ve sistematik riski tazmin edebilmek için daha fazla temettü geliri elde etmek isterler. Bu bağlamda hisse senetlerinin finansal performansı da diğer faktörler kadar önemli bir konumda bulunmaktadır (Bacidore vd., 1997:19). Finansal performans ölçüsü şirketlerin hedeflerine ulaşma konusunda ne denli etkin ve verimli çalıştıklarını göstermektedir. Buna bağlı olarak da finansal performansın artması yatırımcıların dikkatini çekebilmek için önemli bir konumda yerini almaktadır. Yayınlanan finansal raporlar ve mali tablolar şirketlerin finansal performansları hakkında bilgi sağlamaktadır (Kurniaty vd., 2018:s.y.). Özellikle kriz dönemlerinde borsada işlem gören şirketlerin finansal performanslarını takip ve kontrol etmeleri ve gerekli hamleleri gerçekleştirebilmeleri, yatırımcıların bu şirketlerin hisse senetlerine yönelik yatırımlarında verecekleri kararlarda etkili olabilecektir (Buse ve Ştefan, 2014:149).

Finansal performans ve hisse senedi getirileri arasında ne yönlü bir ilişkinin olduğuna yönelik çok sayıdaki çalışmada, ilişkinin yönüyle ilgili olumlu ve olumsuz sonuçlar elde edildiği görülmektedir (Bayraktaroğlu, 2012:143). Ancak bu çalışmaların çoğunluğunda çıkan pozitif yönlü ilişkiden hareketle finansal performans ve hisse senedi arasındaki ilişkide genel kanı bu ilişkinin pozitif yönlü olduğudur. Yani finansal performansın yüksek olması hisse senedi getirilerini olumlu yönde etkilemekteyken, tersi durumda ise hisse senedi getirileri olumsuz etkilenmektedir (Puspitaningtyas, 2017:18). Tabi bu genel kanıya rağmen daha önce de belirtildiği gibi bu ilişkinin kesinliği tam olarak tespit edilememiştir (Ştefan, 2016:877).

1.3.1.9. Beta Katsayısı

Sistematik bir risk ölçüsü olan beta katsayısı, tüm menkul kıymetler için kullanılabilen ancak genelde hisse senetleri için daha çok kullanılan bir ölçüdür. Beta katsayısı, belirlenen bir piyasa göstergesi (borsa endeksi vb.) ile hangi hisse senedi üzerinde çalışılıyorsa o hisse senedinin fiyat değişimleri arasındaki ilişkiyi

ölçmekte kullanılır (Bolak, 2016:26). Hisse senedi getirisinin olası bir risk durumunda ne oranda hassasiyet gösterdiğini belirten beta katsayısı;

“Hisse senedi getirisinin, piyasa portföyü getirisi ile arasındaki regresyon doğrusunun eğimi ile veya hisse senedi getirisi ile piyasa portföyü getirisi arasındaki kovaryansın, piyasa portföyünün varyansına bölünmesi ile hesaplanır.” (Basık, 2011:101).

1.3.1.10. Uluslararasılaşma

Uluslararasılaşma birçok firma için uluslararası katılımlarını kademe kademe arttırdıkları bir süreç olmuştur. Ekonomik ve ticari faktörler çerçevesinde, bu sürecin özelliklerinin firmaların uluslararasılaşma düzenini ve hızını etkilediği görülmektedir (Johanson ve Vahlne, 1977:23). Bu sürece dahil olan işletmeler sonuçta rekabet güçlerine artı değerler katmakta ve rakip şirketlere göre avantajlı bir duruma gelmektedir (Akben, 2014:11). Örneğin uluslararası faaliyet gösteren bir firma daha düşük maliyetle kredi bulabilecek (Çam, 2010:81) ve uluslararası düzeyde güçlenen bu şirketlerin hisse senetleri de daha çok ilgiye mazhar olacaklar ve sonuçta şirketlerin kazançları artış gösterebilecektir.

1.3.1.11. Firma Büyüklüğü

Hisse senedi getirilerini etkileyen firma içi faktörlerden bir diğeri de firma büyüklüğü ya da literatürde incelenen adıyla firma büyüklüğü anomalisidir. Finansal yatırımcıların normalin üstünde getiriler elde edebilmek gayesiyle oluşturdukları yatırım stratejilerinden biri olan firma büyüklüğü, firmanın öz kaynaklarının piyasa değeri olarak tanımlanmaktadır. Firma büyüklüğü anomalisindeki mantık; öz kaynak piyasa değeri düşük seviyelerde olan nispeten küçük firmaların hisse senedi getirilerinin, daha yüksek öz kaynak piyasa değerine sahip olan nispeten büyük firmaların hisse senedi getirilerinden daha yüksek olduğudur (Arioğlu, 2007:3).

1.3.1.12. Momentum Yatırım Stratejisi ve Zıtlık (Ters Yönlü) Yatırım Stratejisi

Hisse senedi yatırımcıları için basit alım-satım stratejileri oldukça ilgi çekici bulunmaktadır. Söz konusu stratejiler önceki dönem hisse senedi getirileri

üzerinden modeller oluşturmaktadır. Bununla ilgili son yıllarda yapılmış olan çok sayıdaki çalışmada bazı basit alım-satım stratejileri ile hisse senetlerinin geçmiş yıllardaki eğilimlerine göre normalin üstünde getiriler elde edilebileceği belirtilmiştir. Yine yapılan bu çalışmalar ışığında getirinin devamlılığı fikrine dayanan momentum yatırım stratejisi ve getirinin dönüşleriyle alakalı zıtlık yatırım stratejilerinin ilginç bir şekilde karlı bulundukları görülmüştür. Bu bağlamda bu basit alım-satım stratejilerinden olan momentum ve zıtlık stratejileri öne çıkan zıt iki stratejidir (Tufan ve Sarıççek, 2013:177-178).

Bilindiği gibi etkin piyasalar hipotezine göre piyasadaki tüm fiyatlar bütün bilgileri içermektedir ve bu sebeple bu bilgilerin kullanılması suretiyle normalin üstünde getiri elde etmek imkânsızdır. Etkin piyasalar hipotezine göre tüm yatırımcılar piyasadaki tüm verilere aynı zaman ve düşük maliyette ulaşabilmektedir. Aynı zamanda bu hipoteze göre piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı olduğu varsayıldığından hiçbiri kendi başına fiyatı etkileyemeyecektir (Çelik ve Taş, 2007:13). Bununla birlikte davranışsal finans yaklaşımına göre yatırımcılar her durumda rasyonel davranmayacaklardır. Bu yaklaşıma göre genellikle yatırımcılar psikolojik durumlarına bağlı olarak piyasalarda düşük ya da aşırı tepki verebileceklerdir ve bu aşırı ya da düşük tepki neticesinde de normalin üzerinde kar elde edebileceklerdir (Kandır ve İnan, 2011:52).

Momentum stratejisinin özü, hisse senedi getirilerinin momentum etkisinde kalacağı ve geçmiş dönemde kötü bir performans gösteren hisse senetlerinin satılacağı, iyi performansa sahip hisse senetlerinin ise alımının devam edeceği düşüncesine dayanarak kısa vadede beklentilerin çok üstünde getiri elde edilebileceğidir (Kaldırım, 2017:142). Bu etki, bir dönemde iyi performans gösteren menkul kıymetlerin veya piyasaların bu performansı kısa vadede sonraki dönemlere kadar sürdürme eğiliminde olduğunu varsaymaktadır. Benzer şekilde, göreceli düşük performans yine kısa vadede korunma eğilimindedir. Bununla birlikte uzun vadede bu etkinin tersine dönme eğiliminde olduğu yönünde kanıtlar bulunmaktadır. Uzun vadede performans sürekliliğinin azalması neticesinde bu etkinin tersine döndüğü savunulmaktadır. Bu nedenle, daha uzun zaman zarfında, daha iyi performans gösteren menkul kıymetler veya piyasalar, ilk dönemde düşük performans gösteren firmalardan veya varlıklardan daha düşük nispi uzun vadeli

performansa sahip olma eğilimindedir. Bu durum da zıtlık stratejisi olarak adlandırılmaktadır (Stevenson, 2002:47).

1.3.2. Firma Dışı Faktörler

Hisse senedi getirilerini etkileyen firma dışı faktörler ise firmanın kendi bünyesi kaynaklı olmayan, ekonominin geneli ile ilgili faktörlerdir. Bu faktörler; faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, dış ticaret dengesi, altın fiyatları, para arzı, petrol fiyatları, sanayi üretim endeksi, yabancı portföy yatırımları ve risktir.

1.3.2.1. Faiz Oranı

Tasarruflarını belirli bir dönem için ödünç veren tasarruf sahiplerine ödünç vermeleri karşılığında ödenen bedel, faiz olarak tanımlanır (Dinler, 2012:150). Hisse senedi getirisi ile faiz oranı arasındaki ilişkide genel kabul gören kanı ise faiz oranındaki artışın hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilediğidir (Ayaydın ve Dağlı, 2012:49). Buna sebep olan nedenlerden ilki, şirketlerin nakit akımlarının üretimdeki maliyet ve kar oranı ve net bugünkü değere direkt olarak etki etmesidir. Faiz oranının yüksek olması faizli borçlarının maliyetini artırmasından ötürü şirketin karını düşürecektir (Yesuf, 2018:45). İkinci neden ise, piyasa faiz oranındaki yükselme neticesinde finansal yatırımcılar hisse senedine yatırım yapmak yerine yüksek getiri sağlayan faiz oranlarına yönelecek ve sonuçta hisse senetlerine olan talepte azalma meydana gelerek hisse senetlerinin değer kaybetmesine neden olacaktır.

1.3.2.2. Enflasyon

Bir ekonomideki bütün fiyatların ağırlıklı ortalamalarının ifadesi olan fiyatlar genel düzeyinin sürekli yükselmesi durumu enflasyon olarak tanımlanmaktadır (Yıldırım ve Karaman, 2001:319). Enflasyonun yüksek olması durumu yerli paranın değer kaybetmesi ve satın alma gücünün düşmesi ile sonuçlanmakta ve ülke ekonomisi açısından güven unsurunun zedelenmesine sebep olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:276).

Enflasyon özellikle gelişmekte olan ülkelerin en önemli problemlerinden biri olarak kendini göstermektedir. Yüksek enflasyon oranlarının düşürülebilmesi için para arzının yeterli düzeyde devamlılığının sağlanabilmesi ve iç tasarruf miktarının

arttırılması önem arz etmektedir. Ancak ülkedeki tasarruf miktarının yükseltilebilmesi için, yüksek enflasyon oranı bunu zorlaştırsa da sermaye piyasalarının geliştirilmesi gerekmektedir. Enflasyon ve hisse senedi ilişkisi ile ilgili üç farklı görüş bulunmakta olup birinci görüşe göre hisse senetleri enflasyon karşısında güvenli bir koruyucu konumundadır. Diğer bir görüş ise enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu yönündedir. Üçüncü ve son görüşe göre de hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı görüşüdür (Albeni ve Demir, 2005:4).

1.3.2.3. Döviz Kuru

En kısa ifade ile döviz kuru, dövizin değeri olarak ifade edilmektedir (Çelik, 2005:213). Döviz kuru ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların sonucunda oluşan genel kanı hisse senedi getirileri ile döviz kurları arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu yönündedir. Kurdaki yukarı yönlü bir eğilimin neticesinde hisse senedi fiyatları düşmekte, aksi durumda yani döviz kurundaki düşüş durumunda da hisse senedi fiyatları artmaktadır. Yani yükselen döviz kuru neticesinde yerel para değer kaybedeceği için yerel para biriminin değer kaybetmesi neticesinde döviz cinsinden borçları fazla olan şirketler zarar etme tehlikesiyle karşı karşıya kalacak ve hisse senetlerinin reel getirileri de azalacaktır (Albeni ve Demir, 2005:6). Ancak döviz cinsinden varlıkları fazla olan ya da ihracata yönelik hesapları yüksek değerlerde olan şirketlerin hisse senedi fiyatları ise döviz kurundaki artışa bağlı olarak yükselecektir (Taçali, 2008:59).

Ekonomik istikrarın en önemli etkenlerinden biri olan döviz kuru, birbirleriyle ticaret yapan ya da finansal yatırımların gerçekleştirildiği uluslararası tüm ekonomik faaliyetleri etkileyebilmektedir. İlişki içerisinde olan ülkelerden birinde yaşanabilecek bir para birimi istikrarsızlığı, o ülke ve ilişkide olduğu diğer tüm ülkeleri de negatif olarak etkileyebilecektir. Bunun sonucunda doğal olarak ekonomik istikrarsızlığa sebep olabilecektir. Bu bağlamda döviz kuru istikrarı dünya ticaretinin istikrarlı bir şekilde gelişmesine ve sermayenin optimum şekilde dağılmasına yardımcı olacaktır (Boyacıoğlu ve Çürük, 2016:144).

1.3.2.4. Dış Ticaret Dengesi

Hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerden biri de dış ticaret dengesidir. Dış ticaret dengesinin negatif yönde bozulması durumu yani dış ticaret açığının varlığı durumunda yatırımcıların güvenini etkilemesi sebebiyle hisse senedi fiyatları da etkilenebilmektedir (Abdullah ve Hayworth, 1993:53). Dış ticaret açığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelendiğinde açığın neden kaynaklandığına göre bu etki pozitif ya da negatif yönlü olabilir (Taçali, 2008:59). Artan bir ticaret açığı, hükümetin faiz oranlarını yükselterek ve toplam talebi azaltacak şekilde daha kısıtlayıcı bir politika izlemesi sonucunda hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz bir etki yaratabilecektir (Pajuste vd., 2000:12). Aksi durumda ihracat fazlası cari açığı kapatır ve faiz oranları düşer, yerel para değerlenir, bu sebeple sermaye kaçabilir ya da cari açığın kapanmasına neden olan ihracat fazlası neticesinde ekonomik büyüme canlanabilir ve firma kazançları artacağından hisse senetlerine yatırım artabilir.

1.3.2.5. Altın Fiyatları

Finansal piyasaların göstermiş olduğu gelişme ve bunun neticesinde finansal araçların çeşitliğinin hem hacimsel olarak hem de getiri olarak arttığı bir gerçektir. Ancak tüm bu gelişmeler beraberinde yüksek riski de getirmektedir. Böyle bir durumda altın genellikle güvenli bir yatırım aracı olarak görülmekle beraber bunu test eden ve kanıtlayan bir çalışmaya rastlanılmamıştır (Baur ve Lucey, 2010:217-218). Buna rağmen yine de borsalardaki belirsizlik ve istikrarsızlık durumunda uzun vadeli bir yatırım aracı olarak düşünüldüğünden altına yönelme eğilimi oldukça yaygındır (Arouri vd., 2015:273). Diğer taraftan altının bireysel bir varlık olarak riskli bir yatırım aracı olduğu, ancak getirilerinin diğer finansal araçlardan bağımsız olduğu görüşü de vardır. Böyle bir durumda da altının çeşitlendirilmiş bir portföyde önemli bir rol alacağı belirtilmektedir (Jaffe, 1989:53).

Ekonomi ve finans uzmanları ile yatırımcılar için önemli göstergelerden birisi de altın fiyatlarıdır (Tümer, 2018:1). Altın fiyatları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki hakkındaki genel kabul görmüş kanı, ilişkinin ters yönlü olduğudur. Geçmiş tecrübelerle göre borsalarda meydana gelen gerileme

dönemlerinde altın fiyatlarının artış eğiliminde olduğu belirtilmektedir (Bhunja ve Das, 2012:1).

1.3.2.6. Para Arzı

Para arzında meydana gelen değişiklikler öncelikle genel ekonomi üzerinde ve faizler üzerinde bir etki oluşturmaları nedeniyle hisse senetleri getirisi ile pozitif bir ilişki içerisinde (Taçali, 2008:59). Para arzındaki artış neticesinde tasarruf ve yatırım için kullanılacak para miktarı artmaktadır. Bahsedilen bu tutarın belli bir bölümünün de hisse senedi yatırımlarında kullanılması sonucunda hisse senedi getirileri de artacaktır. Bununla beraber para arzında meydana gelen artış toplam harcamalar vasıtasıyla işletmeler açısından satışların ve karların artmasıyla sonuçlanabilmektedir. Piyasada hisse senedine olan talebi artırıcı bir unsur olarak kabul edilen karların artması sonucunda da hisse senedi fiyatları artmaktadır (Albeni ve Demir, 2005:8-9).

1.3.2.7. Petrol Fiyatları

Petrol, alternatif enerji alanındaki gelişme ve genişlemeye rağmen işletmeler için halen çok önemli bir maliyet unsuru olarak yerini korumaktadır. Petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar birçok açıdan işletmeleri etkilemektedir. Bu etkilerin ön önemlileri; maliyetlerde artışa sebep olması, şirket karlarının azalması, enflasyonu tetiklemesi ve ülke ekonomisi açısından da cari açığın büyümesi olarak sayılabilir (Doğru, 2015:150). Bu olumsuzluklara bağlı olarak gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilmiş değerleri toplamını ifade eden değerin şirketin değeri olması nedeniyle değeri düşen şirketlerin hisse senedi değerlerinin düşeceği belirtilir. Petrolü üretim aşamasında direkt olarak kullanıyor olmasa bile şirketler, dolaylı maliyetler ve ülke ekonomisi açısından da (petrol ithalatçısı ülke için) yaşanan olumsuzluklar neticesinde petrol fiyatlarındaki artıştan etkilenecektir (Öztürk vd., 2013:65).

Petrol fiyatlarında meydana gelecek bir artışın yukarıda da bahsedildiği üzere önemli bir maliyet unsuru olması sebebiyle hisse senedi getirilerini direkt ya da dolaylı şekilde etkilemesi beklenir (Yesuf, 2018:43-44). Ancak bu durumun bu kadar kolay sonuca bağlanamayacağı ve petrol fiyatları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkide farklı unsurların da söz konusu olacağı ifade edilmektedir

(Koçoğlu, 2015:21). Bu bağlamda bakıldığında öncelikle hisse senedi ve petrol fiyatları arasındaki ilişki, incelenen ülkenin petrol ihracatçısı ya da ithalatçısı olmasına göre değişiklik göstermektedir. Petrol ithalatçısı ülke için petrol fiyatlarının artması ek bir maliyet unsuru iken, ihraç eden ülke için ise bu durum ekstra gelir anlamına gelmektedir ki bu durumda petrolü ihraç eden ülkenin hisse senetlerindeki getiri düzeyi petrol fiyatlarının yükselmesiyle artacaktır. Bu durumda bu iki değişken arasındaki ilişki pozitif olacaktır. Buna ek olarak dünya ekonomilerinin büyüme eğiliminde olduğu dönemlerde petrol fiyatları ve hisse senedi getirileri birlikte artış gösterebilmektedir. Çünkü bu dönemlerde büyüme beklentisi neticesinde hisse senedi getirileri artacak, petrole olan ihtiyaç da artış göstereceğinden oluşan talep neticesinde petrol fiyatları da yükselecektir (Awartani ve Maghyreh, 2013:28; Koçoğlu, 2015:30; Sattary, 2014:2).

1.3.2.8. Sanayi Üretim Endeksi

“Ekonominin sanayi kesiminde meydana gelen gelişmelerin ve uygulanan ekonomik politikaların, kısa dönemde olumlu veya olumsuz etkilerinin ölçülebilmesi için “Sanayi Üretim Endeksi” hesaplanmaktadır.” (TÜİK, 2019). Sanayi üretim endeksi, ekonomi açısından önemli göstergelerden biridir ve belirli zaman aralıklarıyla sanayi sektörünce yapılan üretimin sonucunda ortaya çıkan mal hacmi farklılıklarını açıklamakta kullanılır. Söz konusu endeks sanayi sektöründe katma değer ve istihdam oranı bağlamında ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu durum neticesinde sanayi sektörü dışındaki diğer sektörlerde de olumlu etkiler meydana gelmektedir (Waqar, 2016:1). Neticede olumlu etkilenen bu sektörlerle bağlı firmaların hisse senetleri de değerlendirilmektedir.

1.3.2.9. Yabancı Portföy Yatırımları

Özellikle seksenli yıllarda dünya ticaretinde başlayan serbestleşme hareketlerinden finansal piyasalar da etkilenmiştir (Albeni ve Demir, 2005:8). Böylelikle artan yabancı portföy yatırımları neticesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde işlem gören hisse senedi hacminde büyük artışlar meydana gelmiştir. Buna bağlı olarak da piyasada likidite artışı sağlanması ve çeşitlendirme neticesinde riskin azalması finansal piyasaları daha da geliştirmiş ve çok sayıda şirket finansal piyasalardan fayda sağlamaya başlamıştır. Sonuçta şirketlerin hisse senetlerinin

fiyatı azalan sermaye maliyetine bağı olarak artmıştır (Doğukanlı ve Çetenak, 2008:42-43). Elbette ki yabancı portföy yatırımlarının rekabeti arttırıcı, sermayenin daha etkin kullanımını sağlayan ve likiditeyi arttırıcı etkisi sonucu borçlanma maliyetlerini düşürmesi, yatırımlara finansman katkısı gibi olumlu etkilerinin yanında, sermaye hareketlerine bağı olarak oluşan bazı olumsuz koşullar da ortaya çıkmaktadır. Özellikle 2008 yılındaki küresel finansal krizde de gözlemlendiğı gibi sermayenin ülkelerden hızlı bir şekilde çıkışı ülke içindeki finansal piyasalar açısından ciddi sıkıntılar doğurabilmektedir (Doğukanlı ve Çetenak, 2008:44; Akışoğlu, 2013:1-2). Öyle ki Türkiye’de yaşanan 1994, 2000 ve 2001 krizlerinde sermaye hareketlerinden dolayı finans sektörünün ciddi ölçüde olumsuz etkilendiğı belirtilmektedir (Barışık ve Şarküneşi, 2009:20). Ayrıca kısa süreli sermaye hareketleri de hisse senedi fiyatlarının dalgalanmasına neden olmaktadır.

1.3.2.10. Risk

Yatırımcının finansal yatırımında beklediğı getiriden farklı bir sonuçla karşılaşma olasılığı risk kavramıyla açıklanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:592). Genel anlamda riski yüksek finansal yatırım araçlarının getirilerinin de yüksek olması beklenmektedir. Fakat unutulmamalıdır ki böyle bir durumda da yatırımcının zarar etme olasılığı da artmaktadır (Kartal, 2013:42). Risk, siyasi alanda meydana gelebilecek sorunlar, makroekonomik göstergelerde oluşan olumsuzluklar gibi geneli kapsayan sebeplerden kaynaklanabileceğı gibi firmanın faaliyetlerinde meydana gelebilecek bozulmalar vb. mikro nedenlerden de kaynaklanabilmektedir (Budak ve Fikirkoca, 2015:8). Bu sebeple risk, finansal açıdan yatırım yapılacak menkul kıymetlerin belirlenmesi ve getirilerinin analizinde dikkate alınması gereken bir unsurdur. Bu öneminden ötürü riskin hesaplanabilmesi için matematiksel ve istatistiki birçok yöntem de geliştirilmiştir (Varlık, 2017:13).

Risk konusu bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak inceleceğı için burada kısaca bahsedilmiştir.

2. RİSK VE POLİTİK RİSK

Bu bölümde öncelikle risk kavramı ve türlerinden bahsedilecek ve sonrasında politik risk kavramı ayrıntılı olarak anlatılacaktır.

2.1. Risk Kavramı

Genel anlamda risk kavramı, verilecek kararların hatalı olması, planlanana ulaşılamama ve zarar etme olasılığı gibi durumlar için kullanılmaktadır. Ancak risk kavramının her zaman olumsuz sonuçlar doğurmayacağı, olumlu olarak da sonuçlanabileceği belirtilmektedir (Bolak, 2016:3). Çünkü yatırımcı açısından yaptığı yatırımdan beklediği getiri tutarının düşük ya da yüksek olma ihtimali bulunmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:592). Yatırımcılar yabancı bir ülkeye yatırım yaparken çok sayıda risk faktörünü göz önünde bulundurlar (Szulczyk, 2014:251). Yatırım yapacakları ülkenin ekonomik, politik ve hukuki durumlarını dikkatle inceleyen yatırımcılar, yatırım yapılan ülkede oluşabilecek olası bir olumsuzluk durumunda özellikle fiziki sermaye yatırımlarında hemen o ülkeden ayrılmayacakları için muhtemel riskleri de üstlenmiş olurlar. Bu durumda oluşması beklenen durum ülke riski ile DYY arasında negatif bir ilişkinin oluşmasıdır (Kanlı ve Aydoğuş, 2017:179).

2.1.1. Risk Türleri

Yukarıda da bahsedildiği gibi yatırımcıların yatırım kararlarını vermelerinde önemli bir yer tutan risk, etki alanları ve/veya çeşitlendirilebilirliklerine göre türlere ayrılmaktadır. Risk türleri Tablo 2.1’de gösterilmiştir.

Tablo 2.1: Risk Türleri

Risk Türleri		
Sistemik Risk	Sistemik Olmayan Risk	Sistemik Risk
Piyasa Riski	Finansal Risk	
Enflasyon Riski	Faaliyet Riski	
Kur Riski	Yönetim Riski	
Faiz Oranı Riski	Sektör Riski	
Politik Risk		

Kaynak: Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz (2017); *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa, s. 611.

Tablo 2.1’de belirtilmiş olan risk türleri ayırımına göre aşağıda sırasıyla sistematik risk ve unsurları, sistematik olmayan risk ve unsurları ve sistemik risk açıklanacaktır.

2.1.1.1. Sistematik Risk

Pazarı etkileyen faktörlerin meydana getirdiği ve bu sebeple tüm menkul kıymetlere aynı oranda etkide bulunan ve çeşitlendirme yapılarak ortadan kaldırılamayan risk sistematik risk olarak tanımlanmaktadır (Okka, 2010:367). Sistematik risk, ülke ekonomisindeki değişiklikler, örneğin ev sahibi ülkedeki vergi reformu veya dünya enerji durumundaki bir değişiklik gibi genel piyasayı etkileyen risk faktörlerinden kaynaklanmaktadır. Bunlar, genel olarak menkul kıymetleri etkileyen risklerdir ve sonuç olarak çeşitlendirilemezler. Başka bir deyişle, çok yönlü bir portföyü olan bir yatırımcı bile bu tür risklere maruz kalacaktır (Van Horne ve Wachowicz, 2008:105). İşletmeler maruz kalacakları sistematik riskin ne düzeyde olduğunu, bahsi geçen risk türünün nelerden etkilendiğini, bu etkilerin büyüklüğünü, şiddetini ve yönünü dikkate alarak yaklaşık olarak değerlendirmek istemektedirler (Tanrıöven ve Aksoy, 2011:121).

Sistematik riske yol açan etmenler şu şekilde sıralanmaktadır;

2.1.1.1.1. Piyasa Riski

Piyasa riski özünde piyasada oluşabilecek belirsizlikleri ifade eder. Piyasa riski piyasadaki menkul kıymetlerin tümünü aynı yönde etkileyeceğinden bu riskin çeşitlendirme yoluyla tamamen ortadan kaldırılması mümkün değildir. Daha doğrusu piyasa riski çeşitlendirme sonrası kalan riski ifade etmektedir (Brigham ve Houston, 2014:272). Piyasa riski, piyasada gerçekleşen olayların yatırımcılar üzerindeki psikolojik etkilerinin neticesidir. Bilindiği gibi piyasada beklentiler yatırımcıların davranışlarına yön veren önemli bir etkindir. Örneğin; piyasada olumsuz karşılanabilecek (hükümetlerin alacağı kararlar, merkez bankasının faiz artırımı, enflasyonun yüksek çıkması, ekonomik kriz beklentisi, seçim sonucunun farklı çıkabilmesi, savaş tehlikesi gibi) olayların olma düşüncesi yatırımcıları ellerindeki hisse senetlerini ve diğer menkul kıymetleri satışa yönlendirebilecekken, tersi durumda yani piyasada olumlu bir hava oluşması durumunda da yatırımcılar menkul kıymetleri alıma yöneleceklerdir (Gacar,

2009:42). Piyasa riskinden korunabilmek için yatırımcılar, yatırım yapacakları hisse senedinin fiyatının piyasada gerçekleşen değişimler neticesinde oluşan duyarlılık derecesini (beta katsayısı) belirlemek durumundadır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:620).

2.1.1.1.2. Enflasyon Riski

Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelebilecek değişikliklerin finansal değişkenler üzerinde oluşturabileceği beklenmeyen etkilerden dolayı sistemin bütünüyle etkilenmesi durumu enflasyon riski olarak ifade edilmektedir (Büberkökü, 2016:36). Böyle bir durumda satın alma gücü düştüğü için menkul kıymet piyasalarındaki tüm ürünlerin getirileri aynı derece de olmasa da etkilenecektir. Yapılan çalışmalar neticesinde yüksek enflasyonun bulunduğu dönemlerde hisse senedi yatırımcılarının satın alma güçlerinin sabit kaldığı ya da düşük oranda etkilendiği gösterilirken, tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıların bu durumdan çok daha fazla etkilendikleri belirtilmektedir (Bolak, 2016:6). Bununla birlikte enflasyonist ortamda şirketlerin elde edecekleri karlar artacaktır. Ancak bir süre sonra maliyetlerin de artacağı düşünüldüğünde bu olumlu etki dengelenecektir. Buna rağmen yine de hisse senetlerinin enflasyondan en az düzeyde etkilenen menkul kıymet olduğu belirtilmektedir (Korkmaz vd., 2013:24). Son olarak sermaye piyasalarında yatırımcılar ister kişi olsun ister kuruluş, enflasyon tahmin ve beklentileri farklı düzeylerde gerçekleşeceği için uzun vadede enflasyon riski sermaye piyasalarını kısa vadeye göre daha fazla etkileyecektir (Çam, 2010:8).

2.1.1.1.3. Kur Riski

Yapılan yatırımın yabancı para cinsinden yapılması durumunda kurda meydana gelebilecek değişikliklere bağlı olarak ortaya çıkması muhtemel risk türü kur riski veya döviz riski olarak ifade edilmektedir. Özellikle menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıların finansal serbestleşmenin getirdiği olanaklarla yurtdışında yaptıkları yatırımların artması neticesinde kur riskinden daha fazla etkilenmeleri durumu ortaya çıkmaktadır. Bu duruma bağlı olarak kur riskinin yatırımcıların karlılık oranlarını önemli ölçüde etkilediği bir gerçektir. Yatırımcılar kur riskinden en az düzeyde etkilenmek amacıyla farklı ülkelerdeki menkul

kıymetlere yatırım yaparak riski en aza indirebilmeyi hedefleyeceklerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2017:620). Buna ek olarak kurdaki yükselme neticesinde ulusal para birimi değer kaybedecek ve buna bağlı olarak da ülkenin döviz borçlarındaki yükü artacaktır. Borç yükü ağırlaşan ülkenin bu borçları ödemekte zorlanması da ülke riskini artırıcı bir unsur olacaktır (Görmüş ve Aksoylu, 2017:205). Kurlardaki oynaklık neticesinde ihracata ya da ithalata yönelik çalışan işletmeler de bu durumdan olumlu ya da olumsuz etkilenebilecektir (Hacıoğlu, 2009:65).

2.1.1.1.4. Faiz Oranı Riski

Yatırımcıların karar alma süreçlerini etkileyen en önemli risklerden biri olan faiz oranı riski finansal yatırımları direkt olarak etkileyebilmekle beraber enflasyon ve döviz kurunu da etkileyebilmektedir (Hacıoğlu, 2009:64). Faiz oranlarında meydana gelen değişimler neticesinde menkul kıymet pazar değerlerinde oluşan değişimler faiz oranı riski olarak ifade edilmektedir (Okka, 2010:339). Faiz oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Faiz oranında meydana gelecek yükselme neticesinde yatırımcılar hisse senedi yerine faize yatırım yapmayı düşünmektedirler. Aksi durumda ise bu sefer talep yönü hisse senedi tarafına doğru olacaktır. Faiz oranında meydana gelecek değişimler hisse senetlerinden çok sabit getirili menkul kıymetleri (örneğin; tahvil), özellikle de vade tarihine uzun bir süre kalanları daha fazla etkileyecektir (Bolak, 2016:6). Ülke ekonomisi açısından bakıldığında yukarıda bahsedilen menkul kıymetlerden faize doğru kaçış gibi etkilerinin yanında faiz oranı riski ülkelerin ve o ülke içinde faaliyet gösteren firmaların borç ödeme yüklerini artıracığı için ülke riskini artırıcı bir etki yaratabilecektir.

2.1.1.1.5. Politik Risk

Yatırımcıların davranışlarını etkileyen birçok sebep bulunmaktadır (Bolak, 2016:6). Yatırım yapılacak ülkedeki yönetim biçiminin anti-demokratik bir yapıda olması ve sonucunda ekonomik ortamın da baskı altında kalması yabancı yatırımcılar açısından sorun teşkil etmektedir (Karagöz, 2007:939). Bir ülkede meydana gelen ekonomik ve siyasi belirsizlikler ya da istikrarsızlıkla birlikte savaş ihtimali gibi olaylar yatırımcının davranışlarını etkileyen önemli etkenlerdir. Bununla birlikte uluslararası ticarete ülkelerin koyabilecekleri kota vb.

uygulamaları, kur dalgalanmaları gibi riskler de önemli unsurlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2017:620). Bir ülkede yatırımcıların, o ülkedeki politik kararlar ya da politik ve toplumsal birtakım gelişmeler neticesinde zarara uğramaları veya beklediklerinden daha az kazanç elde etmeleri politik risk olarak tanımlanmaktadır (Aydın, 2013:30).

Politik risk kavramı ileride daha ayrıntılı açıklanacağı için burada kısaca bahsedilmiştir.

2.1.1.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, belirli bir şirket veya sektöre özgü risk olarak ifade edilebilir. Sistematik olmayan risk, tüm menkul kıymetleri sistematik bir şekilde etkileyen ekonomik, politik ve diğer faktörlerden bağımsızdır. Çoğu hisse senedi için, sistematik olmayan risk, hisse senedinin toplam riskinin veya standart sapmanın yarısını oluşturur. Bununla birlikte, sistematik olmayan risk, çeşitlendirme yoluyla azaltılabilir ve bu çeşitlendirme etkili olursa bu risk kaybolabilir (Van Horne ve Wachowicz, 2008:105-106). İleride bahsedilecek olan sistemik risk birbirini tetikleyen bir şekilde tüm piyasaya etki ederken sistematik olmayan risk ise yalnızca firma ve sektör bazlı bir etki yaratmaktadır (Hacıoğlu, 2009:73).

Sistematik olmayan risk unsurları aşağıda açıklanmıştır;

2.1.1.2.1. Finansal Risk

Finansal risk, bir ülkenin dış borçlarını geri ödeyememe riskini ifade eder. Kuşkusuz finansal riski yüksek olan ülkelerin finansal durumu daha kötü olduğunda yatırımcılar DYY'larını kolayca geri çekemezler. Bu nedenle yabancı firmalar ev sahibi ülkenin finansal riskine karşı çok hassas davranmak durumundadır (Sissani ve Belkacem, 2014a:134). Finansal yatırım açısından bakıldığında ise yapılan çalışmaların çoğunda finansal riskin ilgili ülkede işlem görmekte olan hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği belirtilmiştir (Oral ve Yılmaz, 2017:194). İşletmeler açısından bakıldığında ise işletmelerin bankalara olan kredi borçlarına ve tahvillere olan faiz geri ödemelerinin artış göstermesi neticesinde, bu borçların ödenememesi ihtimali de artmaktadır. Ancak tahvile göre hisse senetlerinin finansal riski daha

fazladır. Çünkü firma kötü durumda da olsa tahvil faizi borçlarını ödemek durumundadır. Fakat bu borç büyüdükçe hisse senedi sahiplerinin elde edeceği kar oranı da azalacaktır (Bolak, 2016:7). Buna ek olarak finansal riskin oluşmasında finansal yükümlülüklerin yerine getirilememesi, borçların artması, hammadde fiyatlarındaki sürekli artış, likiditenin azalması ve nihayetinde iflas etme olasılığı da finansal riski artırıcı unsurlardır (Gacar, 2009:43).

2.1.1.2.2. Faaliyet Riski

Firmalar için oldukça önemli bir risk türü de firmaların borçlanma yapmadan finansman gereksinimlerini karşılamaları durumunda oluşabilecek, firmaların faaliyetlerinden kaynaklı ortaya çıkabilen faaliyet riskidir (Brigham ve Houston, 2014:443). Çeşitlendirme ile etkisi azaltılabilen ya da kaybedilebilen bu risk türünde, firmaların karlarında meydana gelebilecek olumsuz yönlü değişimler neticesinde hisse senedi getirileri de olumsuz etkilenecek ve bu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar da önemli düzeyde zarara uğrayabilecektir (Korkmaz vd., 2013:28).

2.1.1.2.3. Yönetim Riski

Firmalar açısından en önemli unsurlardan biri de iyi yönetilmektir. Çünkü firmalar iyi yönetildikleri takdirde başarılı olurlar. Yönetim hatalarının firmaların başarısız olmalarında çok önemli bir faktör olduğu ve hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediği yapılan çalışmalarda belirtilmiştir (Bolak, 2016:7). Firmaları yönetenlerin verdikleri olumlu ya da olumsuz kararlar neticesinde de firma açısından riskler ortaya çıkabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2017:623). İşte yöneticilerin verdikleri kararlar neticesinde ortaya çıkan risk yönetim riski olarak ifade edilmektedir.

2.1.1.2.4. Sektör Riski

Firmanın faaliyet gösterdiği sektörden/sektörlerden kaynaklanan riskleri ifade eden sektör riskinin sebepleri arasında ilgili sektörde meydana gelebilecek grevler, hammadde temininde yaşanabilecek gecikme veya aksaklıklar, mal veya hizmet üretimi esnasında karşılaşılabilecek olumsuzluklar, rekabet ve yönetimden kaynaklı yanlışlıklar gösterilebilir (Bakkal vd., 2012:90). Oluşabilecek bu olumsuz

koşullara bağlı olarak şirketlerin karlarında meydana gelecek kayıplar, ilgili firmaya yatırım yapan hisse senedi yatırımcısının gelirinde kayıplara yol açacaktır (Korkmaz vd., 2013:28).

2.1.1.3. Sistemik Risk

Ekonominin her alanında olduğu gibi finansal piyasaların da gerek ulusal düzeyde gerekse uluslararası düzeyde bütünleşme seviyesinin artması, ulusal finans piyasasında oluşan bir kriz durumunun diğer ülkelere de yayılması sonucunu doğurmaktadır. Bu kapsamda, finansal sistemin bir bölümünde meydana gelen bir bozulma durumunun hızlı bir şekilde sistemin diğer bölümlerine de yayılması durumu sistemik risk olarak tanımlanmaktadır (Tunay ve Tunay, t.y.:2-3). Sistemik riskin gerçekleşmesi sonucu oluşan istikrarsızlık sonrasında yatırımcılar doğru karar vermekte zorlanmakta ve oluşan kargaşa neticesinde yanlış kararlar verebilmektedirler. Sistemik riske örnek olarak ABD de başlayıp bütün dünya mali piyasalarını etkisi altına alan konut piyasası kaynaklı mortgage krizi verilebilir (Hacıoğlu, 2009:73-74).

2.2. Politik Risk

Gerek kurumsal yatırımcılar gerekse de finansal yatırımcılar yapacakları yatırımlarda yatırımın yapılacağı ülkedeki ekonomik, finansal ve sosyo-politik ortamdan etkilenmektedir. Bu sebeple yatırımcılar sayılan bu faktörlerin toplamı olan ülke riskini iyi analiz etmek durumdadırlar (Çam, 2010:80). Ülke riski bileşenlerinden biri olan ve bu çalışmada incelenen politik risk özetle oyun başladıktan sonra siyasi otorite tarafından kuralların değiştirilme riski olarak ifade edilmektedir (Keleş, 2007:28; Butler ve Joaquin, 1998:599; Brealey vd., 2007:657). Sistemik risk unsurlarından biri olan politik risk özellikle seksenli yıllardan itibaren literatürde üzerinde çalışılan önemli konulardan biri halini almıştır. Politik risk özet itibarıyla hükümet politikalarının istikrarı ya da istikrarsızlığıyla ilgili olup hükümetlerin kontrollerinde olmayan birtakım gelişmeler neticesinde de ortaya çıkan ve genellikle politik faaliyetlerden kaynaklanan bir risk türüdür (Sissani ve Belkacem, 2014a:134; Tuncay, 2014:101). Howell (2007) politik riski, etnik çatışma, baskıcı devlet yönetimine halk tarafından verilen tepkiler veya devletin özel teşebbüsün kontrolü konusunda verdiği kararlar gibi politik faktörlerin neden

olacağı kayıp olasılığı olarak tanımlamaktadır. Ayrıca Howell'a göre politik risk tüm ülkeler için geçerlidir ve politik risk sadece hükümet kararlarını kapsamamakta, buna ek olarak yönetilen toplumlarla da ilgilidir (Howell, 2007:405). Aydın (2013)'e göre politik risk, bir ülkede meydana gelen politik ve sosyal olaylar neticesinde iş ve yatırım ortamının bu durumdan olumsuz etkilenmesi sonucu firmaların ve/veya yatırımcıların parasal kayıplarının olmasıdır.

Yukarıda da bahsedildiği gibi politik risk, ekonomik ve finansal risk ile birlikte ülke riski değişkenlerinden biridir. Politik risk değerlendirilmesinde ağırlıklandırılarak kullanılan bileşenler ise ileride daha ayrıntılı bahsedilecek olmakla birlikte kısaca; hükümet istikrarı, sosyoekonomik şartlar, yatırım profili, içsel çatışmalar, dışsal çatışmalar, rüşvet, askeri kanadın siyasetteki rolü, dinsel gerilimler, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasi kalitesi olarak belirtilebilir (Tükenmez ve Kutay, 2016:633; Howell, 2011:s.y.). Bununla birlikte kamulaştırma, mülkiyet hakları, adalet gibi kavramlar da politik risk ekseninde daha geniş bir çerçeveden incelemeye olanak sağlamaktadır (Türe vd., 2016:189).

Yabancı ülkelerde yatırım yapan firmalar, yerli firmalara göre daha fazla politik riske maruz kalmaktadırlar. Bu firmalar açısından politik risk, ülke politikasında gelecekte meydana gelebilecek değişikliklerin, hükümetlerin iş veya yatırımcılarla ilgili belirsizliği ve istikrarsızlığının bir sonucu olarak ortaya çıkan sonuçları ifade etmektedir. Kanunlarda ortaya çıkabilecek bir değişiklik, işlerin yürütülmesini etkileyebilecektir (Kozak, 2015:282). Politik risk, bir yatırım projesinin genel riski üzerinde ciddi bir etkiye sahip olduğu için, gerçekçi bir şekilde değerlendirilmesi gerekir. Ev sahibi hükümet ne kadar istikrarlı? Hâkim siyasi rüzgarlar nelerdir? Yeni kurulacak bir hükümetin yabancı yatırımcıya bakış açısı ne olabilir? Hükümet talepleri işleme koymakta ne kadar etkilidir? Hukuk sistemi ne kadar güvenilir? Bu soruların cevapları, bir yatırımda yer alan politik riske ilişkin önemli bilgiler vermelidir (Van Horne ve Wachowicz, 2008:651-652).

2.2.1. Kaynaklarına Göre Politik Riskler

Yatırımcı kararlarında çok önemli bir neden olarak görülen politik riskler yatırımın yapılacağı ülke içi kaynaklı olabileceği gibi ülke dışı kaynaklı da

olabilmektedir. Aşağıda sırasıyla iç kaynaklı ve dış kaynaklı politik riskler açıklanmıştır.

2.2.1.1. İç Kaynaklı Politik Riskler

İç kaynaklı politik risklerin bir kısmı hükümet kaynaklı politik riskler iken diğer bir kısmı da siyasi ortamdan kaynaklanabilmektedir. Aşağıda öncelikle hükümet kaynaklı politik riskler anlatılacak, sonrasında ise siyasi ortamdan kaynaklı politik riskler açıklanacaktır.

2.2.1.1.1. Hükümet Kaynaklı Politik Riskler

Politik risk bir anlamda ev sahibi ya da ana ülke hükümetlerinin işletmelerin faaliyet gösterdikleri piyasalarda oyunun kurallarını oyun başladıktan sonra değiştirmesidir (Keleş, 2007:28; Butler ve Joaquin, 1998:599; Brealey vd., 2007:657). Hükümet kaynaklı riskler en önemli politik risk kaynaklarındandır. Yabancı yatırımcı herhangi bir ülkede yatırım gerçekleştirdiğinde, ilgili ülke hükümeti kendi yasalarını, düzenlemelerini ve vergilerini uygulayacağı için yatırımcı buna göre pozisyonunu belirlemek durumunda olacaktır. Ancak sonrasında hükümetin değişmesi ya da farklı nedenlerle bazı hükümetler yabancı işletme ya da yatırımcılara karşı olumsuz tavır alabilmekte ve hatta bu kişi ya da kuruluşların mal varlıklarına el koyabilmektedir (Szulczyk, 2014:251). Bunun altında yatan düşünce ise ülkenin milli egemenliğiyle ilgili ya da milliyetçi düşüncelerden kaynaklı olabilmektedir. Bu bağlamda hükümet kaynaklı riskler, işletmelerin özellikle siyasi ve sosyal baskı konusunda ev sahibi ülke hükümetlerinin tavrı gibi konuları da dikkate alması gereken ve çokça karşılaşılan bir politik risk türüdür. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken bir husus da burada tüm sorumluluğun hükümete yüklenmesi durumunda diğer ilişkilerin göz ardı edilebileceğidir. Örneğin yerel işletme gruplarının kazanılmış menfaatleri, muhalefet güçlerinin özellikle yukarıda belirtilen milli egemenlik ile ilgili kaygıları gibi diğer unsurlar da hükümetleri karar almada zorlayıcı etkenler olmaktadır (Simon, 1984:125). Tüm bu unsurlarıyla hükümet kaynaklı politik riskler yatırımcılar açısından dikkate alınması ve takip edilmesi gereken önemli bir politik risk türü olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1.1.2. Siyasi Ortam Kaynaklı Politik Riskler

Bir diğ er iç kaynaklı politik risk türü de siyasi ortam kaynaklı risklerdir. Demokratik olmayan yönetim biçimine sahip ülkelerde demokratik yönetim biçimine sahip ülkelere nazaran daha yüksek olan siyasi ortam kaynaklı riskler, savaş, ülke yönetimindeki ani değişimler ya da siyasi çatışmalar gibi istikrarsızlık sebebi sayılan olgulara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Keleş, 2007: 20). Siyasi ortam kaynaklı risklerin en sık karşılanan şekli sık hükümet değişiklikleridir. Hükümet değişiklikleri, demokratik ortam kaynaklı yani seçimler vasıtasıyla gerçekleştirilebileceği gibi demokratik olmayan yollarla (darbe gibi) da gerçekleşebilmektedir. Elbette ki bu iki tür değişiklik şeklinin etkileri aynı olmayacaktır. Ancak her iki durumda da farklı derecelerde de olsa siyasi ortamdaki belirsizlik yatırımcılar açısından istenmeyen bir durumla sonuçlanabilecektir (Demirgil, 2011:126).

2.2.1.2. Dış Kaynaklı Politik Riskler

Dış kaynaklı politik riskler ise ana ülkeden kaynaklanabileceği gibi uluslararası ortamdan kaynaklı da olabilmektedir. Aşağıda öncelikle ana ülke kaynaklı riskler açıklanacak, sonrasında uluslararası ortam kaynaklı politik risklerden bahsedilecektir.

2.2.1.2.1. Ana  lke Kaynaklı Politik Riskler

Uluslararası düzeyde yatırım yapmak amacındaki kişi ya da kuruluşlar kendi ülkelerinde (ana ülke) de birtakım sorunlarla karşılaşabilmektedir. Ana  lke hükümetlerinin çıkarları ile uluslararası yatırım yapan firmaların çıkarları genelde  atışmamakla birlikte ana ülkede meydana gelen i  istikrarsızlıklar da firma ya da kişilerin yatırımlarını ve elde ettikleri kazançlarını kendi ülkelerinden çıkarmalarına neden olabilmektedir (Aguiar vd., 2012:149; Yılmaz, 2017:40). Genellikle yatırımın yapıldığı ülkeyle ilgili risk düzeyi incelendiğinden göz ardı edilen ana ülke riski, ana ülkenin iç ve dış politikaları kaynaklı riskler, sektörlere özgü riskler gibi unsurlardan kaynaklanmaktadır (Kobrak vd., 2004:5). Ana ülkenin dış politikalarından kaynaklanan risklere örnek olarak ABD h k metinin Küba, Kuzey Kore gibi ülkelere yönelik ticaret yasağı gösterilebilir (Aydın, 2013:28).

2.2.1.2.2. Uluslararası Ortam Kaynaklı Politik Riskler

Finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan dış kaynaklı politik risk türlerinden bir diğeri de uluslararası ortamdan kaynaklı politik risklerdir. Uluslararası ortamdan kaynaklı politik riskler yerel hükümet haricinde, çeşitli bölgesel nitelikli örgütler, uluslararası baskı grupları vb. ile diğer ülke hükümetlerinin izledikleri politika ve uygulamalar sonucunda ortaya çıkmaktadır (Simon, 1984:126). Uluslararası bir firmanın yaptığı bir uygulama neticesinde çeşitli baskı gruplarınca protesto edilmesi ya da finansal yatırımın yapılacağı ülkenin bulunduğu bölgede çevre ülkelerde çıkabilecek savaşlar ve/veya uluslararası bir terör eylemi uluslararası ortam kaynaklı politik risklere örnek gösterilebilir.

2.2.2. İşletmeye Etkilerine Göre Politik Riskler

Firmalar yabancı bir ülkede yatırım yapmayı düşündüklerinde, değerlendirilmesi ve yönetilmesi gereken birtakım politik risklere maruz kalabilmektedir. Bu bağlamda firmalar, yatırım yapılacak ülkedeki tüm firmaları etkileyebilecek olan makro politik risklere ek olarak yatırım yapılacak sektöre veya firmaya yönelik oluşabilecek mikro politik risklerle de karşı karşıya kalabileceklerdir (Alon ve Herbert, 2009:127). Aşağıda öncelikle makro politik riskten bahsedilecek, sonrasında mikro politik risk açıklanacaktır.

2.2.2.1. Makro Politik Risk

Ev sahibi ülkedeki tüm yabancı firmaları aynı şekilde etkilemekle birlikte ülkeden ülkeye farklılık gösterebilen risk türü makro politik risk olarak ifade edilmektedir. Örneğin yerel hükümetlerce tazminat ödemek suretiyle de olsa özel yatırımlara el konulması makro politik risk unsurudur (Emir ve Kurtaran, 2005: s.y). Makro politik risk, tüm yabancı firmalara yönelik beklenmedik çevresel değişimleri ifade eder (Sissani ve Belkacem, 2014a:134).

2.2.2.2. Mikro Politik Risk

En basit anlamıyla mikro politik risk, belirli bir firmayı, projeyi veya sektörü etkileyen politik risk olarak tanımlanmaktadır (Alon ve Herbert; 2009:127). Makro politik riskler ilgili ülkedeki bütünü kapsarken, mikro politik riskler, ülkedeki bir

sektör ya da bir firmaya yönelik olarak gerçekleşmektedir (Ecevit, 2008:83). Bu risklere örnek olarak, hükümetlerin sanayi sektörü üzerindeki düzenlemeleri, belirli sektörlere getirilen vergiler ve yerel bir takım yasal uygulamalar gösterilebilir (Rugman vd., 2006:378).

2.2.3. Politik Risk Kaynakları

Politik risk hükümetlerin kararları doğrultusunda oluşabileceği gibi hükümetlerin kararları dışındaki gelişmelerden de kaynaklanabilmektedir (Tuncay, 2014:101). Politik riskin genel kabul gören kaynakları; kamulaştırma, yerel istikrarsızlık, terörizm, savaş hareketleri, politik iklim ve ekonomik iklimdir.

2.2.3.1. Kamulaştırma

En önemli politik risk kaynaklarından olan kamulaştırma, yatırım yapılan ülke hükümeti tarafından uluslararası hukuk kriterleri, ulusal egemenlik riski ya da kamu yararı düşüncesiyle firmaya el konması durumudur. Yabancı yatırımcılar için önemli bir sorun teşkil eden kamulaştırma hukuki düzenlemeler ışığında bedelin peşin ödenmesi karşılığında gerçekleşse de önemli politik risk kaynaklarının başında gelmektedir (Bayraktutan ve Özgür, 2016:95). Kamulaştırma belli bir firmaya yönelik olabileceği gibi bütün bir sektör ya da ülkenin tamamında gerçekleştirilebilmektedir (Toptaş, 1996: 142).

2.2.3.2. Yerel İstikrarsızlık

Bir diğer politik risk kaynağı olan yerel istikrarsızlık yatırımın yapılacağı ülkede meydana gelebilecek isyanlar, gerilla savaşları, suikastler ve hükümet krizlerine yönelik eliğimin ölçüsüdür (Rummel ve Heenan, 1978:71). Yerel istikrarsızlığa neden olan bu olayların neticesinde işletmelerin ve finansal yatırımcıların zarar etmeleri muhtemeldir. Bu durum neticesinde de hisse senedi getirileri etkilenebilecektir.

2.2.3.3. Terörizm

Yatırımcılar açısından önem arz eden bir diğer politik risk kaynağı da yatırım yapılan ülke ya da bölgede gerçekleşen terör olaylarının artmasıdır. Terör eylemleri

yaşandığı ülke veya bölgede can ve mal kaybına sebep olmasının yanında ekonomik açıdan da o ülke ya da bölgeye birtakım sıkıntılar doğurmaktadır.

Terörizmin ekonomik açıdan yaşattığı kayıplardan can ve mal kaybı, alt yapı tahribatları vb. olumsuzluklar doğrudan kayıplar olarak nitelendirilmekte iken dolaylı etkiler olarak sayılabilecek tüketicilerin ve gerek yerli gerek yabancı yatırımcıların davranışlarını etkileyen korku ve güven ortamının bozulması neticesinde oluşabilecek ekonomik kayıplar çok daha büyük boyutlara ulaşabilmektedir. Yine bu bağlamda bakıldığında finansal yatırımcılar ve özelinde hisse senedi yatırımcıları da bu durumdan olumsuz olarak etkilenebilecektir. Çünkü böyle bir olayın gerçekleşmesi durumunda hisse senedi piyasalarında ciddi düşüşler gerçekleşebilmekte ve hisse senedi yatırımcıları büyük zararlara uğrayabilmektedir. Örneğin dünyanın en önemli terör eylemlerinden biri olarak gösterilen 11 Eylül saldırılarından sonra New York Borsası çok ciddi kayıplar yaşamıştır (Ağırman vd., 2014:103).

2.2.3.4. Savaş Hareketleri

Yatırımın yapılacağı ülke ya da bölgede (ya da komşu sınırlarında) oluşabilecek herhangi bir savaş hareketi yatırım yapacak firmalar açısından önemli bir risk oluşturmaktadır. Çünkü savaş ya da belirli düzeylerde yaşanabilecek sıcak çatışmalar neticesinde diplomatik ilişkilerin durması durumlarında, ilgili ülke içerisinde güven bunalımı yaşanabilmekte ve ekonomik ve politik açıdan istikrarsızlık ortamı oluşarak hem ilgili ülkeyi hem çevresindeki ülkeleri politik risk bağlamında etkiledikleri görülmektedir (Tuncay, 2014:106). Bunun sonucunda da hisse senedi getirileri düşüş gösterecektir. Ancak savaş hareketleri söz konusu olduğunda sektörel açıdan bazı avantajlı sonuçlar da doğabilmektedir. Örneğin, ilgili ülkede böyle bir durum oluştuğunda eğer varsa askeri teknoloji veya silah üreten sektörlerin hisse senedi getirileri artış gösterebilmektedir.

2.2.3.5. Politik İklim

Devletlerin politik ideolojilerine bağlı olarak uluslararası ticarete yönelik davranışları, politik kararlılıkları, parasal düzenlemeleri, ülkedeki bürokrasi yapıları vb. değişebilmektedir ve bu unsurlara bağlı olarak da o ülkenin politik iklimi şekil almaktadır. Her ülkede farklı şekillerde oluşabilen politik iklim

yatırımcılar açısından irdelendiğinde yatırımın yapıldığı ülkede devletin politika üretmede ve bunları gerektiğinde güncellemede ne ölçüde kararlı ve yetenekli olduğu önem arz etmektedir.

Her devletin ekonomik, sosyal ve politik yapısı farklıdır. Buna bağlı olarak da politik iklimin yapısı her ülkede değişik biçimlerde ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin geçmişten gelen siyasal yapıları, gelenekleri, yönetim biçimleri, gelişmişlik düzeyleri gibi birçok unsura bağlı olarak politik iklim değişiklik gösterebilir (Can vd., 2019:4).

2.2.3.6. Ekonomik İklım

Ekonomik iklim, yabancı yatırımcı açısından yatırım ortamının ve yatırımın yapılacağı ülkedeki hükümetin ekonomiye ne ölçüde müdahale eğiliminde olduğunun genel bir değerlendirmesini yansıtır (Rummel ve Heenan, 1978:71). Yatırım yapılacak ülkenin ekonomik göstergelerinin iyi durumda olması yatırımcılar açısından önemlidir. Çünkü yatırımcılar daha güvenilir ve riskin düşük olduğu piyasalara yatırım yapmak isterler (Tuncay, 2014:106). Politik riskin artışı ekonominin kötü yönetilmesi, yüksek oranda seyreden enflasyon, işsizlik, dış borç vb. gibi ekonomik göstergeler etkilidir (Toptaş, 1996:138). Bu noktada yatırım yapılacak ülkede ekonomi yönetiminin belirlediği ekonomi politikaları, ülke içerisinde ve özellikle hükümet açısından yabancı yatırımcıya nasıl yaklaşıldığı hususları da yatırımcılar için belirleyici etkenlerden olacaktır (Tunalı, 2012:54). Bu bağlamda politik risk genelde politik kararlara ya da gerçekleşmelere bağlı olarak görölmesine rağmen ekonomik olgu ve olaylarla da birlikte değerlendirilmesi daha gerėekçi sonuçlar elde edilmesinde yararlı bulunmaktadır. Çünkü yaşanan ekonomik gelişmeler sonucunda siyasi istikrarsızlıklar ortaya çıkabilmekte ya da tersi bir durum yani siyasi istikrarsızlık neticesinde ekonomide bozulmalar meydana gelebilmektedir (Çam, 2010:11).

2.2.4. Politik Riskin Ölçölmesi

Politik risk, ekonomik risk ve finansal risk ile birlikte ülke riskinin bileşenlerinden biri olmakla birlikte bu bileşenler içinde en fazla önem verilir (Howell, 2007:404). Politik riskin ölçölümü gerek DYY yapacak firmalar gerekse de portföy yatırımcıları açısından son derece önemlidir. Bu sebeple yabancı

yatırımcılar politik riskin ölçümünde oldukça hassas davranmak durumundadırlar. Bu başlık altında öncelikle politik riski ölçen kuruluşlar ve ölçüm yöntemlerinden bahsedilecek, sonra da bu çalışmada kullanılan ICRG' nin politik risk bileşenleri açıklanacaktır.

2.2.4.1. Politik Riski Ölçen Kuruluşlar ve Ölçüm Yöntemleri

Politik riskin ölçülmesi hususunda yatırımcılar kendi bünyelerinde bulunan uzman ekiplerden faydalanabileceği gibi bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlardan da yararlanabilmektedirler (Doğukanlı, 2017:205). Politik risk ölçümünde uzman kuruluşlardan en önde gelenleri; Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A. Enstitüsü, Institutional Investors Dergisi, Euromoney Dergisi, Economist Intelligence Unit (EIU) ve International Country Risk Guide (ICRG)' dir.¹Aşağıda bu kuruluşlarla ilgili kısaca bilgi verilmiştir;

Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A. Enstitüsü: 1966 yılından bu yana 140'ı aşkın ülkede derecelendirme ve analiz yapan BERI, operasyonel risk, politik risk, ekonomik risk ve finansal risk konularında istatistikî veri açıklamaktadır. BERI SA, ülke derecelendirmelerini ve niteliksel gözlemleri sağlayan iki daimî uzman paneline sahiptir. Bir panel ülkelerdeki politik koşulları değerlendirirken, diğeri çalışma ortamına bakış açısı önerilerinde bulunmaktadır (BERI, 2019).

Institutional Investors dergisi: Institutional Investors, dünya çapında tanınan önemli bankaların yaptıkları derecelendirmelere göre notlarını açıklamaktadır. Söz konusu uluslararası bankalar (yaklaşık 100 banka) her ülkeyi 0 ile 100 puan arasında değerlendirirler. Institutional Investors da bu değerlendirmeleri bir formül yardımıyla ağırlıklandırarak her 6 ayda bir açıklamaktadır (Gür, 2000:125; Erb vd., 1996:30; Aydın, 2013:32).

Euromoney: Euromoney dergisi 6 ayda bir London Interbank Borrowing Rate (LIBOR) kaynaklı verileri 115 ülkenin kamu kesimi kredileri ve kamu kesimi

¹ Bunların dışında Bank of America World Information Services, Control Risk Information Services (CRIS), Politik ve Ekonomik Risk Danışmanlık (PERC-Political and Economic Risk Consultancy), Dünya Geneli Yönetişim Göstergeleri (The Worldwide Governance Indicators, WGI Project), IHS Energy Group Political Risk Ratings and Ranking Index ve Political System Stability Index (PSSI) gibi kuruluşlar da politik risk ölçüm hizmeti vermektedir.

garantisi verilen özel krediler üzerinde analizini gerçekleştirerek yayınlamaktadır (Gür, 2000:125; Oetzel vd., 2001:140). Dergide politik risk analizi ülke riski analizine dahil edilerek ölçülmektedir (Loikas, 2003:98). Euromoney, ülke risk ağırlığının %25'ini politik riske, %25'ini ekonomik performansa vermekte ve geri kalan %50'sini diğer yedi değişkene bölmektedir (Howell, 2007:404).

Economist Intelligence Unit (EIU): The Economist Group bünyesinde bulunan EIU, 60 yıldır, dünyadaki ticari gelişmeler, ekonomik ve politik eğilimler, devlet düzenlemeleri ve kurumsal uygulamalar hakkında bilgi sunmaktadır. EIU bilgilerini; en son analizin günlük olarak güncellendiği dijital portföyüyle, bültenlerden yıllık referans eserlerine kadar basılı abonelik ürünleri aracılığıyla, araştırma raporları aracılığıyla ve seminer ve sunumlar düzenleyerek dört farklı şekilde sunmaktadır (EIU, 2011).

International Country Risk Guide (ICRG): 1980 yılından itibaren çok sayıda ülke için ülke riski ve 3 alt risk (ekonomik, finansal ve politik risk) hesaplaması yapan ICRG, PRS Group bünyesinde politik risk endeksi yayınlayan önemli bir kuruluştur. Son dönem çalışmalarda sıklıkla kullanılan ve güvenilir olarak kabul edilen ICRG, politik risk ölçümünde bir sonraki başlıkta incelenecek olan 12 alt politik risk bileşeni için verilmiş olan puanlar toplanarak politik risk primini belirlemektedir. ICRG'nin risk ağırlıklandırmasında %25 oranında ekonomik risk, %25 oranında finansal risk ve %50 oranında da politik risk yer almaktadır.

Çalışmalarda sıklıkla kullanılan ve güvenilir kabul edilen ICRG'nin politik risk primi hesaplamaları bu çalışmada kullanılmıştır. Ülke riski hesaplamalarında 22 ayrı bileşen üzerinden hesaplama yapan ICRG, bu bileşenleri ülke riski bileşenlerinden ekonomik riski 5, finansal riski 5 ve politik riski de 12 alt bileşen düzeyinde hesaplamaktadır. Ekonomik ve finansal risk prim hesaplamalarında en düşük değer '0', en yüksek değer de '50' iken politik risk prim hesaplamalarında bu değer aralığı 0-100 arasındadır. '0' değeri en yüksek potansiyel risk seviyesini ifade ederken '100' değeri ise en düşük potansiyel risk düzeyini göstermektedir. Yani ICRG ölçümünde politik risk primi ile politik risk seviyesi arasında ters yönlü ilişki mevcuttur (Yapraklı ve Güngör, 2007:206).

ICRG'nin politik risk ölçümünde bir alt başlıkta anlatılacak olan 12 alt bileşeni için hesaplanan puanlar toplanarak politik risk primini oluşturur. Risk primlerinin puan aralıkları ve potansiyel risk düzeyi karşılıkları aşağıda Tablo 2.2.'de gösterilmiştir.

Tablo 2.2: ICRG Politik Risk Puan Aralıkları ve Karşılıkları

POLİTİK RİSK PUAN ARALIKLARI	POTANSİYEL RİSK DÜZEYİ
0,0-49,9	Çok Yüksek Risk
50-59,9	Yüksek Risk
60-69,9	Orta Risk
70-79,9	Düşük Risk
80-100	Çok Düşük Risk

Kaynak: Llewellyn D. Howell (2011); "International Country Risk Guide Methodology," *East Syracuse, NY: PRS Group*.

Politik riski ölçen kuruluşların yanında uluslararası yatırımcılar yatırım yapacakları zaman, yatırımı gerçekleştirecekleri ülke için kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülkelere verdikleri notları da dikkate almaktadırlar. Çünkü bu kuruluşların verdikleri notlar ilgili ülkedeki piyasalar üzerinde etkili bir rol oynamaktadır (Yıldırım vd., 2018:9). Bu bağlamda ülkelerin politik risklerinin değerlendirilmesinde kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelerin politik, ekonomik ve sosyal yapılarına verilen notlar da önemli unsurlardandır (Kanlı ve Aydoğuş, 2017:181). Bu kuruluşlardan en önde gelenleri; Standard and Poors, Fitch ve Moody's'dir.

Standard and Poors Rating Group: Yaklaşık 150 yıllık bir geçmişe sahip olan Standard and Poors, dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından biridir. Devletler, şirketler, menkul kıymetler gibi birçok unsurla ilgili derecelendirme yapmakta olan kuruluş dünyada çok geniş bir alana yayılmış analistler, ekonomistler ve yöneticileri vasıtasıyla kredibilitiyi etkileyebilecek etkenleri ve yönelimleri değerlendirmektedir (S&P,2019).

Fitch: Otuzun üzerinde ülkede faaliyetini sürdüren Fitch kredi derecelendirme alanında dünyanın önde gelen organizasyonlarından biridir. Yaptıkları değerlendirmeler araştırmacılar ve yatırımcılar tarafından ileriye dönük karar almalarında takip edilen bir rol oynamaktadır. Fitch tarafından yapılan derecelendirme raporları yıllık olarak veya olaya dayalı olarak güncellenmektedir. Bununla beraber Fitch çeşitli ölçeklerde görüşlerini yayınlamaktadır. Bunlardan en yaygın olanları kredi derecelendirmedir, ancak kurum ayrıca finansal veya

operasyonel güçle ilgili derecelendirme, puan ve diğer görelî görüşlerini yayınlar (Fitch, 2019).

Moody's Investor Services: Dünya genelinde 13.000 kişiyi aşkın personeli bulunan ve 42 ülkede varlık gösteren Moody's bir diğer önemli kredi derecelendirme kuruluşudur. Firmanın derecelendirme kapsamı 135'ten fazla ülkeyi kapsamakta ve 100 yılı aşkın bir süredir bu kapsam gelişerek ve derecelendirme sembolleri ile tanımlarını periyodik olarak güncelleyerek devam etmektedir (Moody's, 2019).

Seksenli yıllardan sonra dışa açık ekonomilerin ön plana çıkışlarının hızlanması neticesinde finansal piyasalarda da önemli değişimler kaydedilmiştir. Özellikle gelişmekte olan birçok ülke bu hızlı değişime ayak uydurmakta zorlanmış ve bunun sonucunda söz konusu ülkeler borçlarını ödeyemez duruma gelmişlerdir. Oluşan bu durum neticesinde uluslararası borç veren kuruluşların önemi de artmıştır. Bu bağlamda devletin ekonomideki rolü, etkinliği ve oluşabilecek finansal krizlerden nasıl etkilenecekleri ve ne tür önlemler alacakları konusunda fikir ayrılıkları ortaya çıkmıştır. Sonuçta devletlerin alacakları önlemlerin ve uyguladıkları makro politikaların takibinde kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri önem arz etmeye başlamıştır (Balıkçioğlu ve Yılmaz, 2013:164).

Politik risk ölçüm yöntemlerinden başka, özellikle DYY yapacak firmalar için kullanılan politik risk analiz yöntemleri (bölge turu, danışmanlardan yararlanma, delphi tekniği, kantitatif yöntemler ve entegre analiz) de kullanılmaktadır. Konudan çok fazla sapmamak açısından bu analiz yöntemleri Ek 1'de açıklanmıştır.

2.2.4.2. Politik Risk Bileşenleri (ICRG)

Bu çalışmada yukarıda da bahsedildiği gibi son dönem çalışmalarında sıklıkla kullanılan ve güvenilirliği genel kabul görmekte olan International Country Risk Guide (ICRG) (Uluslararası Ülke Riski Rehberi) politik risk bileşenleri kullanılmıştır. ICRG'nin politik risk endeksinin hesaplanmasında kullandığı politik risk bileşenleri ve bileşenlerin kategori içinde aldıkları ağırlıklar aşağıda Tablo 2.3'de gösterilmiştir.

Tablo 2.3: Politik Risk Bileşenleri ve Bileşenlerin Politik Risk Kategorisi İçindeki Ağırlığı

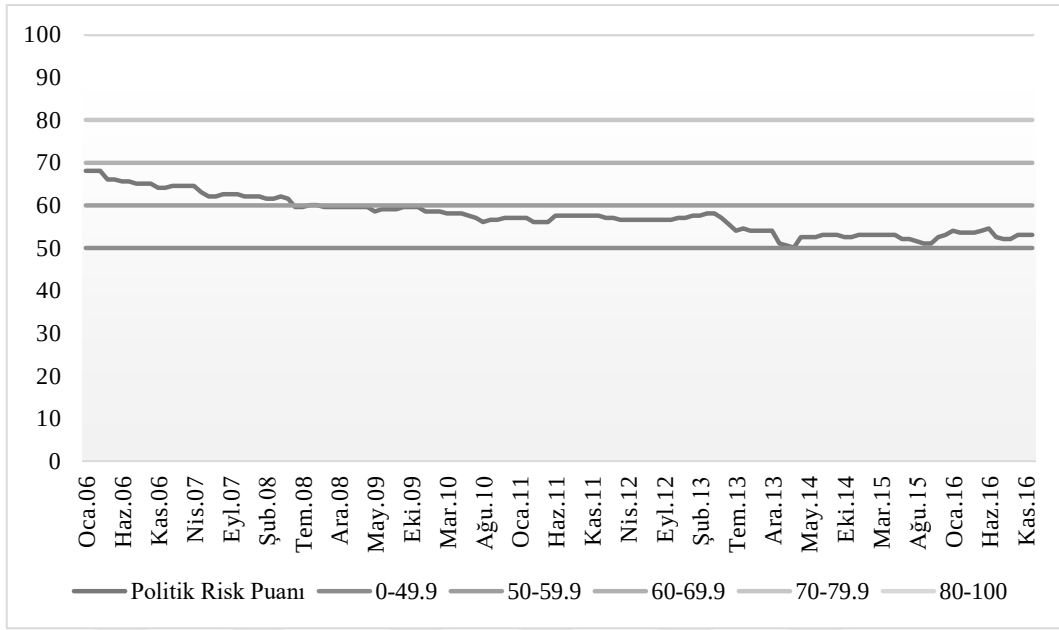
POLİTİK RİSK BİLEŞENLERİ	BİLEŞENLERİN POLİTİK RİSK KATEGORİSİ İÇİNDEKİ AĞIRLIĞI
Hükümet İstikrarı	12 Puan
Sosyoekonomik Şartlar	12 Puan
Yatırım Profili	12 Puan
İçsel Çatışmalar	12 Puan
Dışsal Çatışmalar	12 Puan
Rüşvet	6 Puan
Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü	6 Puan
Dinsel Gerilimler	6 Puan
Kanun ve Düzen	6 Puan
Etnik Gerilimler	6 Puan
Demokratik Hesap Verebilirlik	6 Puan
Bürokrasi Kalitesi	4 Puan
TOPLAM	100 PUAN

Kaynak: Llewellyn D. Howell (2011); “International Country Risk Guide Methodology,” *East Syracuse, NY: PRS Group*.

ICRG, politik riskini ölçtüğü ülke için toplam 100 puan üzerinden hesaplama yapmaktadır. Tablo 2.3’de belirtilen politik risk bileşenleri kategorisi içerisindeki ağırlıklarına göre en fazla alabilecekleri puan ölçüsünde derecelendirilmektedir. Örneğin ölçüm yapılan ülkede hükümet istikrarı bileşeni en fazla 12 puan alabilirken, bürokrasi kalitesi bileşeni maksimum 4 puan alabilmektedir. Her bir alt bileşenin aldığı puanlar toplanarak o ülkenin politik risk değeri bulunmaktadır. ICRG’nin metodolojisinde kullandığı bu bileşenlerin açıklamaları Ek 2’de tablo halinde gösterilmiştir.

Daha önce de bahsedildiği gibi seksenli yıllardaki finansal serbestleşme hareketlerini takiben özellikle gelişmekte olan ülkeler için sermaye birikimi oldukça önemli bir konuma ulaşmıştır. Türkiye’de bu gelişmelerden etkilenmiş ve politik riskin etkileri daha çok takip edilir hale gelmiştir. Süreç zarfında genellikle orta riskli ve yüksel riskli ülkeler grubunda yer alan Türkiye zaman zaman çok yüksek riskli ülkeler grubuna da girmiştir. Bu noktadan hareketle kısaca çalışmada incelenen 2006:1-2016:12 dönemi bazında Türkiye’nin politik risk puanlarının nasıl bir seyir izlediği ve benzer yapı gösteren gelişmekte olan ülkeler olan BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkelerinin politik risk puanlarıyla karşılaştırıldığında ortaya çıkan tablodan bahsetmenin faydalı olacağı düşünülmüştür. Aşağıda öncelikle Grafik 2.1’de ICRG verilerine göre 2006:1-2016:12 dönemi için Türkiye’nin politik risk seyri gösterilmiştir.

Grafik 2.1: Türkiye’de Politik Risk (2006:1-2016:12)



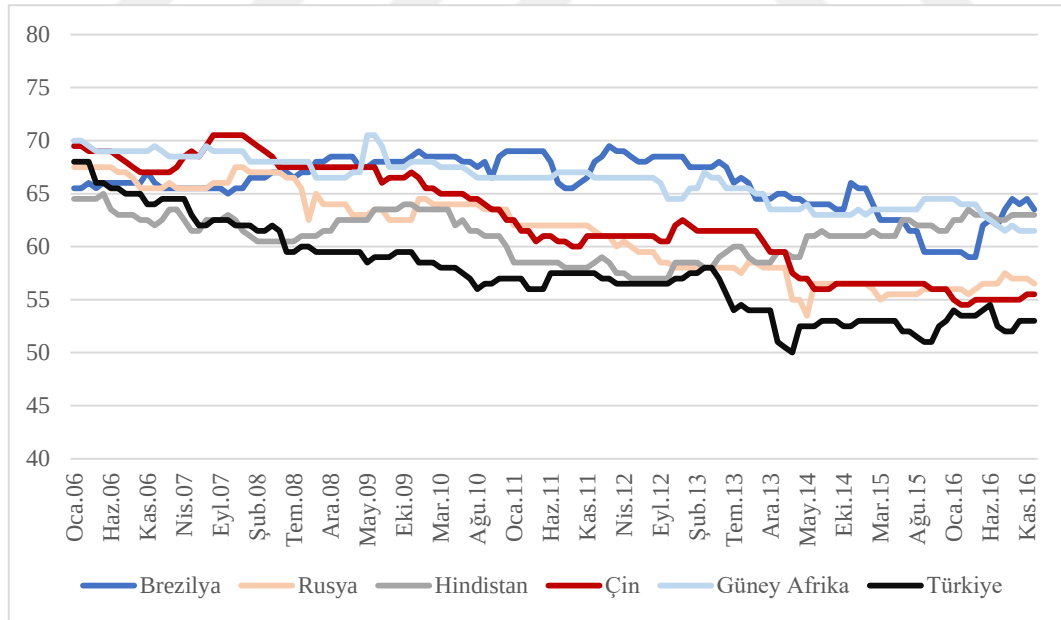
ICRG’nin bu tez çalışmasının içerdiği dönem olan 2006:1-2016:12 döneminde Türkiye için vermiş olduğu puanların grafiksel gösterimi incelendiğinde Eylül 2008’e kadar politik risk düzeyinin Türkiye’de genelde orta risk düzeyinde seyrettiği, sonrasında ise Türkiye’nin politik risk düzeyinin yüksek risk seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir.

Türkiye de tıpkı gelişmekte olan diğer ülkeler gibi sermaye ihtiyacı duymakta ve gerek DYY’ların gerekse de finansal yatırımların ülkeye getirilebilmesi noktasında özellikle 1980’li yıllardan itibaren çeşitli politikalar ekseninde finansal serbestleşme sürecine uyum sağlamaya çalışmıştır. Nitekim 24 Ocak kararları olarak bilinen kararlarla dışa kapalı bir ekonomi modelinden daha küresel bir ekonomi yapısına geçmek için önemli adımlar atmaya çalışmıştır. Ancak bu kararların alınmasını takiben aynı yıl içerisinde gerçekleşen 12 Eylül 1980 darbesi ile karşı karşıya kalmıştır. Yıllar içerisinde çeşitli ekonomik programlar ya da paketlerle yabancı yatırımcıları ülkeye çekebilecek ortam oluşturulmaya çalışılsa da gerek zaman zaman askeri kanadın yönetim üzerindeki etkileri gerekse de uzun yıllardır yaşanan terör tehditi ile çevre ülkelerde gerçekleşen iç karışıklıklar/savaşlar vb. olaylar neticesinde istediği değişimleri gerçekleştirmekte zorlanmıştır. Buna ek olarak gerek bürokratik engeller, rüşvet gibi etkenlerin de bu sürecin istenilen düzeyde yürütülememesinde etkili olduğu söylenebilir.

Türkiye'nin politik risk düzeyini incelediğimizde, bu tez çalışmasında da kullanılan ICRG politik risk derecelendirmesine göre (1985-2016) Türkiye özellikle seksenli yılların sonu ve doksanlı yılların başı ile yine doksanlı yılların sonunda çok yüksek riskli ülkeler gurubunda yer almıştır. 21. Yüzyılın başından 2008 yılına kadar politik risk bağlamında nispeten iyi bir çizgi yakalayan Türkiye bu süreç boyunca orta risk riskli ülkeler gurubunda yer almış ve hatta kısa bir süre de olsa düşük riskli ülkeler gurubuna yükselebilmiştir. Bir dönem AB ile iyi giden ilişkiler, terör olaylarının azalması gibi etkenlerin bu süreçte önemli rol oynadığı söylenebilir. Ancak 2008 yılının Ekim ayı itibariyle Türkiye, ICRG politik risk derecelendirmesine göre yine yüksek riskli ülkeler gurubuna gerilemiştir.

Türkiye dışındaki benzer gelişmekte olan ülkelerin politik risk eğilimleri de aynı dönem için gösterilmek istenmiştir. Bu bağlamda Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika'nın oluşturduğu ve bu ülkelerin İngilizce isimlerinin baş harflerinden dolayı BRICS ülkeleri olarak adlandırılan ülkelerle Türkiye'nin 2006:1-2016:12 dönemi politik risk seviyeleri Grafik 2.2'de gösterilmektedir.

Grafik 2.2: Türkiye ve BRICS Ülkeleri Politik Risk Puanları (2006:1-2016:12)



Grafik 2.2'ye göre BRICS ülkeleri içerisinde (1) Brezilya'nın sadece 2015 yılı sonu ve 2016 yılı başında "yüksek risk" grubuna girdiği, bunun haricinde ilgili dönemde "orta risk" grubunda yer aldığı görülmektedir. (2) Rusya, Haziran 2012'ye kadar "orta risk" grubunda iken bu tarihten sonra "yüksek risk" grubunda

yer almıştır. (3) Hindistan ilgili dönem içerisinde 2011-2014 yılları arasında “yüksek risk” grubuna gerilemiş, kalan yıllarda ise “orta risk” grubunda yer almıştır. (4) Çin 2006:1-2016:12 döneminde 2007 yılında sadece birkaç ay “düşük risk” grubuna girebilmeyi başarmış ancak sonrasında genel olarak “orta risk” grubunda yer almıştır. 2014 yılından itibaren de “yüksek risk” grubuna gerilemiştir. (5) Güney Afrika ise politik risk bağlamında yükseliş eğilimde görünse de 2006:1-2016:12 dönemi içerisinde “orta risk” grubundaki yerini korumuştur.

BRICS ülkeleriyle karşılaştırıldığında Türkiye’nin, ilgili dönemin sonuna doğru bir toparlanma eğilimi göstereceği genel itibarıyla aynı risk grubunda yer almalarına rağmen diğer beş ülkeye göre politik risk puanı en düşük seviyede görünen ve politik risk bağlamında nispeten daha riskli konumdaki ülke durumunda bulunduğu söylenebilir.

Ekonometrik analize geçmeden önce son olarak politik riskten korunma yollarından kısaca bahsetmek gerekli görülmüştür. Politik riskin ortadan kaldırılması veya tamamen kontrol altına alınması imkânsızdır, ancak şirketler politik eylemlerin şirketleri üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için birtakım önlemler alabilirler. Öncelikle, yabancı şirketler yasal prosedürlerin uygulanmasındaki takibi haricinde, ev sahibi ülkenin hükümeti ve vatandaşlarına yapılan yatırımın iki taraf açısından da yararlı olduğu izlenimini veren bir anlayışa sahip olmalıdır. Bununla birlikte, ev sahibi ülke için böyle bir anlaşmanın şartlarının yerine getirilmesinin zorunlu olmadığı unutulmamalıdır. Yine de alınabilecek önlemlerden bazıları yatırım yapılacak sektörün doğru tercih edilmesi, ortak yatırım vs. ile politik riski azaltma yoluna gidebilir. Bunun dışında giderek artan bir uygulama da politik risk sigortasıdır. Politik risk sigortası ile şirketler kamulaştırma, para transferi ve dönüştürülebilirliği, savaş ya da iç karışıklık gibi durumlarda sigortayı yaptırdıkları uluslararası kurum ya da şirketlerden kayıplarının önemli bir kısmını tazmin edebilmektedirler (Van Horne ve Wachowicz, 2008:652; Kozak, 2015:283-284).

3. POLİTİK RİSKİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

1960'lı yıllardan sonra literatürde incelenmeye başlanan politik risk, özellikle kamulaştırma, kar transferlerine engel getirme gibi uygulamalar neticesinde DYY'ların nasıl etkilendiğiyle gündeme gelmiştir. Bu noktadan sonra ekonomik krizlerin tetikleyicilerinden olarak kabul edilen politik risk literatürde daha fazla incelenmeye başlanmıştır. Globalleşme sürecinde finansal piyasalarda da önemli değişimler yaşanmış, daha aktif ve rekabetçi ancak bir o kadar da belirsizliklere açık bir konuma gelinmiştir. Finansal piyasaların bu yeni durumu politik risklerden daha kolay etkilenen bir yapıya bürünmesinde etkili olmuştur. Bütün bu olanlar politik riskin üzerine yapılan çalışmaların artması ile neticelenmiştir (Kaya vd., 2014:76). Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak teorik çerçeve açıklanacak, sonrasında ise uygulamalı literatür ve ekonometrik analiz kısmı anlatılacaktır.

3.1. Teorik Çerçeve

Finansal serbestleşme neticesinde hisse senedi getirileri ile ekonomik ve politik olayların etkileşimi artmış ve hisse senetlerinin bu olaylara karşı olan duyarlılık derecesi de artmıştır (Albeni ve Demir, 2005:2). Hisse senedinin fiyatını etkileyen faktörler yatırımcılar açısından karar alınmasında oldukça önemli bir göstergedir. Çünkü bu faktörler bilinirse hisse senedi fiyatları bu faktörlere bağlı olarak değişim göstereceğinden yatırımcıların hisse senedi hareketlerinin yönünü tahmin edebilmeleri daha kolay olacaktır. Aksi takdirde yatırımcı açısından olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilecek ve yatırımı başarısız olabilecektir (Ayaydın ve Dağlı, 2012:46). Bu faktörlerden birisi de önceki bölümde de bahsedildiği gibi risk faktörüdür. Bilindiği gibi risk özellikle finansal açıdan bakıldığında beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark olarak ifade edilmektedir (Kartal, 2013:42). Bu faktörün içerisinde yer alan sistematik risk unsurlarından biri konumundaki politik risk son yıllarda akademik çalışmalarda üzerinde daha çok durulmaya başlanmış önemli bir risk türüdür. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından yabancı portföy yatırımları oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Buna göre hisse senedi getirileri üzerinde etkili olan faktörlerin dikkate alınması yatırımcıların kar beklentileri için göz önünde bulundurulması gereken önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır (Tükenmez ve Kutay, 2016:632). Ülkemizde de finansal piyasalar tıpkı

gelişmekte olan çoğu ülke gibi politik etkilerden kendini soyutlayamamıştır. Bu nedenle politik riskin dikkate alınması finansal piyasaların gelişimini doğru analiz edebilmek ve gerektiğinde önlemler alabilmek açısından önem arz etmektedir (Tuncay, 2014:67). Ayrıca politik riskin gelişmekte olan ülkeleri gelişmiş ülkelere göre daha fazla oranda etkilediği de belirtilmektedir (Diamonte vd., 1996:71).

Uluslararası alanda meydana gelen finansal bütünleşme, sağladığı faydalarının yanında artan döviz kuru riski, faiz riski ve politik riski de beraberinde getirmiştir (Kozak vd., 2015:240). Politik risklerin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri öncelikle finansal piyasalarda kendini hissettirmektedir. Öyle ki yatırımın yapıldığı ülkede politik riskte meydana gelen artışlar öncelikle firmaların yaşayacağı ekonomik zorluklar ve genel ekonominin büyüme seviyesi üzerindeki etkileri sebebiyle hisse senedi getirilerinde düşüş meydana getirecektir. Bu durumla karşılaşmak istemeyen yatırımcılar yatırım yapacakları ülkedeki olası tüm politik şartları değerlendirmek mecburiyetindedir. Politik risk ve hisse senedi getirisi ile ilgili yapılan ampirik çalışmalar neticesinde genel kanı, politik riskin artış göstermesi neticesinde hisse senedi getirilerinin bu artıştan negatif yönlü etkilendiği yönündedir (Yapraklı ve Güngör, 2007:205).

Literatürdeki genel kanı politik riskte meydana gelebilecek bir artışın hisse senedi getirileri üzerinde olumsuz etkisi olduğu yönünde olmasına karşın, politik risk bileşenleri başlığı altında ifade edilen politik risk bileşenlerinin özelinde incelendiğinde bazen sektörel bazda da olsa politik riskteki artış hisse senedi getirilerini söz konusu sektör özelinde pozitif yönde etkileyebilir. Örneğin alt bileşenlerden çatışma ya da savaş durumunda, askeri teknoloji veya silah üreten sektörlerin hisse senedi getirileri artabilecektir ya da rüşvet (yolsuzluk) yoluyla politik riskin yüksek olduğu bir durumda şirketler birtakım kayırmalar sayesinde avantaj sağlayabilir ve sonuçta daha karlı duruma geçerek hisse senedi getirilerini arttırabilirler. Yukarıda yazılanları destekler nitelikte Howell (2007), politik riskin farklı yatırımcı seviyelerinde, yani tüm yabancı yatırımcılar, belirli bir endüstri, belirli bir firma veya belirli bir proje için değişebileceğini ifade etmektedir. Bununla beraber yine yapılmış olan ampirik çalışmalarda politik risk artışının hisse senedi getirilerini etkilemediği yönünde sonuçlara da rastlanmaktadır.

Hukukun üstünlüğü, düşük yolsuzluk düzeyi, mülkiyet hakları ve özgürlüklerin korunması, güven ortamının sağlanması demokratik rejime sahip ülkelerin özellikleridir (Koçak ve Uzak, 2017:707) ve politik riskin azaltılmasında önemlidirler. Ters yönünde görüşler ve kimi zaman gerçekleştirmeler olsa da demokratik yönetim biçimine sahip ülkeler politik risk açısından yatırımcılara daha güvenli bir ortam sunabilmektedir. Anti-demokratik yapıya sahip bir ülkede politik kararlar bir kişi ya da zümre tarafından verilebildiği için genellikle bu tür ülkeler politik risk bağlamında güvensiz kabul edilmektedir. Elbette ki politik risk yatırımcı açısından hiçbir şekilde göz ardı edilebilecek bir unsur değildir. Genel olarak bakıldığında politik riskin artış eğilimi yatırımcıların karlarını olumsuz yönde etkilemektedir.

Uygulamalı literatür kısmına geçmeden önce kısaca Borsa İstanbul'dan bahsetmenin faydalı olacağı düşünülmüştür.

Tarihimizde ilk borsa faaliyetlerinin görülmesi Osmanlı dönemindeki 1854 Kırım Savaşı sonrasında oluşan devlet borçlarının finansmanı amacıyla tahvil satışı yapılması neticesinde ortaya çıkmıştır. Bu durumu takiben 1866 yılında bir borsa kurulmuş ve 1873 yılında da Dersaadet Tahvilat Borsası adını almıştır. Daha sonra 1906 yılında Esham ve Tahvilat Borsası olarak adı değiştirilmiştir (BİST, 2019).

Cumhuriyet tarihine bakıldığında ise 1926 yılında İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası kurulmuş lakin çok da önemli bir varlık gösterememiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1981 yılında çıkarılması ile borsa konusu tekrar önem görmeye başlamış ve 6 Ekim 1983 tarih ve 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname çıkartılmıştır. Bu olayı takip eden süreç neticesinde de 2 Ocak 1986 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete başlamıştır (Seyidoğlu, 2002:299). 30 Aralık 2012 tarihli 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğü girmesine kadar İMKB adıyla faaliyette bulunan kurum bu tarihten sonra Borsa İstanbul A.Ş.(BİST) olarak faaliyetine devam etmektedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na dayalı olarak kurulmuş olan ve özel hukuk tüzel kişiliğine haiz olan Borsa İstanbul'un başlıca amacı ve faaliyet konusu şu şekilde ifade edilmektedir;

“Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde,sermaye piyasası araçlarının,kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılablmesini sağlamak,bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandırarak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir.”(BİST, 2019).

3.2. Uygulamalı Literatür

Politik risk ekonominin geneli üzerinde oldukça etkili olan bir unsurdur ve bu etkinin ilk gözleendiği piyasalar ise finansal piyasalardır. Bir ülkenin politik riski artış gösterdiğinde öncelikle firma ve genel ekonomi (örneğin ekonomik büyüme hızının düşmesi) üzerinde meydana gelen olumsuz etkilerle birlikte hisse senedi getirileri de azalacaktır. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin politik risk unsurlarını bütünüyle derinlemesine analiz etmeli ve oluşabilecek bütün riskleri göz önüne almalıdır. Bu bağlamda politik risk ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyle ilgili genel kabul gören kanı politik riskin artması sonucunda hisse senedi getirilerinin düştüğü yönündedir (Kaya vd., 2014:76). Uygulamalı literatürde öncelikle politik risk ve hisse senedi arasındaki korelasyonun negatif yönlü olduğu yönündeki çalışmalardan bahsedilecek, sonrasında ise söz konusu ilişkiyi pozitif yönde bulan çalışmalar belirtilecektir. Son olarak ise yapılan ampirik çalışmalarda istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı çalışmalar açıklanacaktır.

Kaya, Güngör ve Özçomak (2014); politik riskin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini 1998:1-2012:12 dönemini baz alarak analiz etmişlerdir. Yapılan regresyon analizi sonucunda politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Tuncay (2014); Borsa İstanbul’da işlem gören 47 firmaya ait hisse senedi getirilerinin 1997:1-2013:6 dönemi için politik risk ile ilişkisini Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM) çerçevesinde ampirik olarak sınamıştır. Çalışma sonucunda ICRG’nin 12 politik risk bileşeninden sadece hükümet istikrarı bileşeninde meydana gelen politik risk artışının beklenen getirilere olumlu yansıdığı, kalan 11 risk bileşeni için ise ilişkinin negatif yönlü olduğu bulunmuştur. Erb, Harvey ve Viskanta (1996); Ocak 1984-Temmuz 1995 dönemi için 117 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada,

ekonomik, finansal ve politik risk ile ülke riski primleri ve kurumsal yatırımcı kredi değerlendirmelerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini yatay kesit analizi ve zaman serisi analizi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda politik risk ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Perotti ve Oijen (2001); gelişmekte olan ekonomilerde özelleştirmenin politik risk bağlamında yerel borsa gelişimine etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda politik risklerdeki değişimlerin borsa gelişimi ve getirileri üzerinde güçlü bir etkisinin bulunduğu ve başarılı bir süreçten geçen özelleştirmelerin sonucunda politik riskteki azalmanın gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasası için önemli bir unsur olduğu sonucuna varmışlardır.

Lehkonen ve Heimonen (2015); 2000-2012 yılları arasında 49 gelişmekte olan ülke piyasası üzerinde panel veri yöntemi kullanarak demokrasi ve politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz neticesinde demokrasi ve politik riskin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğunu ve politik riskteki azalışın hisse senedi getirilerini daha çok arttırdığını bulmuşlardır. Çam (2010); ekonomik, finansal ve politik riskten oluşan ülke riski ile İMKB'ye kayıtlı firmaların değerleri arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi ile 2000-2009 dönemi için incelemiş ve sonuçta ekonomik, finansal ve politik risk endekslerinin her birinin dolayısıyla ülke riskinin firma değerini olumsuz etkilediği sonucunu bulmuştur. Yine Çam (2014); politik risk ile İMKB'ye kayıtlı firmaların değerleri arasındaki ilişkiyi 2000-2009 dönemi için panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, politik riskin firma değerini olumsuz yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Kara ve Karabıyık (2015); 1999:01-2013:12 dönemi için yaptıkları çalışmada ICRG tarafından hesaplanan ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve bunların bütünü temsil eden ülke riski verileri ile Borsa İstanbul 100 endeksi hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi Johansen Eşbütünleşme Testi ve Vektör Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik Testi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda; ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riski göstergelerinden hisse senedi fiyatlarına doğru kısa ve uzun dönem nedenselliğin var olduğunu ve regresyon tahminleri neticesinde de ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riskinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz olarak etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Oral ve

Yılmaz (2017); finansal ve politik risk endeksinin BİST Sınai Endeksi üzerindeki etkisini, ICRG finansal ve politik endeks değerleri ile BİST Sınai Endeksi kapanış verilerini sınır testi (ADRL) ile 1992-2004 dönemi için analiz ettikleri çalışmalarında, BİST Sınai Endeksi ile finansal ve politik risk arasında kısa ve uzun dönemli bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre, finansal ve politik riskte gerçekleşecek artışlar, BİST Sınai Endeksi'ni olumsuz etkilemektedir.

Ayaydın ve Karaaslan (2014); 2003-2012 dönemi için panel veri analizi kullandıkları çalışmada, ülke riskinin Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 12 bankaya ait hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemişler ve ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riskindeki artışların Türk bankacılık sektöründeki hisse senedi fiyatlarını negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yine Ayaydın ve Karaaslan'ın (2016) panel veri analizi yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada, 2008-2013 dönemi için BİST 'te sanayi sektöründe faaliyet gösteren 147 firma için politik belirsizliğin firma yatırım kararlarına olan etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda incelenen 12 Eylül 2010 Anayasa referandumu değişkeni ile firma yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, 29 Mart 2009 mahalli idareler seçimi ve 12 Haziran 2011 milletvekili genel seçimleri değişkenleri ile firma yatırımları arasında negatif ve anlamlı bir ilişkiye ulaşmışlardır. Çıkan bu sonucu, yatırımcıların ve firma yöneticilerinin 12 Eylül 2010 Anayasa referandumunu seçim olarak görmediği ve politik bir belirsizlik olarak düşünmedikleri, 29 Mart mahalli idareler seçimi ve 12 Haziran 2011 milletvekili genel seçimlerini ise politik belirsizlik olarak yorumladıkları şeklinde açıklamışlardır. Ayaydın, Pala ve Barut (2016); Türkiye için (2002:01-2015:12 döneminde) ülke riskinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini zaman serileri ile sınımış ve sonuç olarak ekonomik, finansal ve politik risk primlerinden oluşan ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında olumsuz bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yapılan nedensellik analizi sonuçlarında ise; ekonomik risk ve hisse senedi getirileri arsında çift yönlü ilişki bulunmakla beraber finansal risk, politik risk ve ülke riskinden hisse senedi getirisine doğru tek taraflı nedensellik tespit edilmiştir.

Yapraklı ve Güngör (2007); 1986:1-2006:12 dönemini kapsayan İMKB 100 Endeksi üzerine yaptıkları çalışmalarında ülke riskinin hisse senedi fiyatlarına

etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Yapılan regresyon analizi sonucunda, ülke riski primleri ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli ve negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2015); ekonomik, finansal ve politik riskten meydana gelen ülke riski bileşenlerinin hangisinin bankacılık ve reel sektör performansları üzerinde gösterdikleri etkinin daha fazla olduğunu ölçmeye çalışmışlardır. 1993 Aralık-2015 Eylül dönemi çeyrek yıllık verilerin kullanıldığı ve ADRL yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmanın sonucunda ekonomik ve politik riskin bankacılık sektörü üzerinde, finansal riskin ise reel sektör bazında negatif yönlü ve anlamlı sonuçlar verdiğini belirtmişlerdir. Yine bir diğer çalışmalarında Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2017), ülke riski bileşenlerinin (ekonomik risk, finansal risk ve politik risk) geçiş ekonomileri kapsamındaki Azerbaycan, Rusya ve Kazakistan ile Türkiye’de reel sektör performansına olan etkisini panel ADRL modeli ile 1998-2015 dönemi için incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, temel risk bileşenleri ve ülke riski ile reel sektör performansı arasında eşbütünleşmenin mevcut olduğu ve uzun dönem içerisinde kısa dönemde ortaya çıkan sapmaların görülmediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Kim ve Mei (2001); 1989-1993 dönemi için GARCH modelini kullanarak yaptıkları ampirik çalışma sonucunda politik gelişmelerin hisse senedi piyasası volatilitesi ve getirileri üzerinde önemli ve negatif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Tükenmez ve Kutay (2016); gelişmekte olan iki ülke olan Türkiye ve Arjantin için ülke riskinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini 1996:10-2013:12 dönemi için ICRG verilerini kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan analiz neticesinde Türkiye’de politik risk ve finansal risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli ilişkiye ulaşılmış olup her iki endeksin de hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediğini belirtmişlerdir. Arjantin için ise, sadece finansal risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğu belirtilmekle birlikte yine sadece finansal riskin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Chan ve Wei (1996); politik riskin Hong Kong hisse senetleri volatilitesi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, Hong Kong borsasında en yüksek sermayeli elli hisse senedinin bulunduğu Hang Seng endeksini temsilen Blue-Chip

hisselerini ve Çin ile ilgili hisse senetlerini temsilen Red-Chip endeksini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, politik riskteki olumlu gelişmelerin Hang Seng endeksini pozitif yönde etkilediğini, politik riskteki olumsuz gelişmelerin ise yine aynı endeksi negatif yönde etkilediğini bulmuşlardır. Yine aynı çalışmanın sonucunda politik riskin Red-Chip endeksi hisse senedi getirilerinin üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını belirtmişlerdir. Dimic, Orlov ve Piljak, 2015 yılında yaptıkları çalışmada 1990-2013 döneminde panel veri analizi kullanarak politik risk faktörlerinden hangilerinin gelişmekte olan, gelişme ihtimali olan ve gelişmiş borsalara sahip 64 ülkede hisse senedi getirilerini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, gelişme ihtimali olan borsalar için hükümet istikrarı ve yasama gücünün etkili olduğu, gelişmekte olan borsaların ise yine politik risk faktörlerinden askeri kanadın siyasetteki rolü, demokratik hesap verebilirlik, yolsuzluk ve yatırım profiline daha çok duyarlı olduğu belirtilmiştir. Gelişmiş ülke borsalarında ise diğer iki borsa kategorisinde de etkili olan hükümet istikrarının etkili olduğu ifade edilmiştir. Sonuç olarak politik riskteki artışın hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilediğini bulmuşlardır. Bailey ve Chung (1995); döviz kuru dalgalanmaları ve politik riskin bireysel sermaye getirileri farklarını gözeterek hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini 1986-1994 dönemi için Meksika üzerinde zaman serisi analizi ile incelemişlerdir ve hisse senedi piyasasının bu risklere maruz kaldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bilson, Brailsford ve Hooper (2002); politik risk ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi, getiriye etkileyen küresel ve yerel etkenleri de dikkate alarak 1984:1-1997:12 dönemi özelinde regresyon yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma neticesinde özellikle Pasifik Havzasında gelişmekte olan piyasalarda politik riskin etkisinin önemli olduğu ve getirilerin negatif yönde etkilendiği sonucuna varmışlardır. Gelişmiş ülkelerde ise anlamlı bir ilişkiye ulaşamamışlardır. Diamonte, Liew ve Stevens tarafından 1996 yılında yapılan çalışmada, Ocak 1985-Haziran 1995 dönemi için, politik riskteki düşüş eğiliminin gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre hisse senedi getirilerini daha fazla arttırdığını belirtilmiştir. Ayrıca son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde politik riskin azalış eğiliminde olduğu, aksine gelişmiş ülke piyasalarında ise arttığı belirtilmiş ve bu eğilimin devamı halinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde politik riskin getiriler üzerindeki farklı etkilerinin azalabileceği ifade edilmiştir.

Le ve Zak (2006); 1976-1991 dönemi üzerinde 45 gelişmekte olan ülke için panel veri yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında, anayasaya aykırı hükümet değişikliği, iç ayaklanmalar gibi politik risk bileşenlerinin artışı neticesinde sermayenin kaçışının hızlandığını bulmuşlardır. Aynı şekilde Lensink, Hermes ve Murinde (2000), 1971-1991 dönemi için 84 gelişmekte ülke üzerinde yaptıkları regresyon analizi neticesinde politik riskin sermayenin kaçışına sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Khan ve Akbar (2013); 1986-2009 dönemi için 94 ülke bazında yaptıkları çalışmada politik risk ile DYY'lar arasındaki ilişkiyi panel data analizi ile incelemişler ve sonuçta politik risk ile DYY'lar arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu bulmuşlardır. Kanlı ve Aydoğuş (2017); ülke riski faktörlerinin DYY'lar üzerindeki etkisini panel veri analizi ile farklı model ve dönemler için test etmişlerdir. Ayrıca test edilen ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre de incelemişlerdir. Çalışmada ülke riski düzeyi kredi notu ve risk primi göstergelerinden yararlanılarak analize katılmıştır. Çalışma sonucunda ülke riskinin gelişmekte olan ülkelere DYY girişini negatif yönde etkilediği, buna karşın gelişmiş ülkelere ise bu etkinin anlamsız olduğu bulunmuştur. Busse ve Hefeker (2007); politik risk, kurumlar ve DYY girişlerinin aralarındaki bağlantıyı panel veri analizi yöntemi ile araştırdıkları çalışmalarında gelişmekte olan 83 ülke bazında 1984-2003 dönemi verilerini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, yabancı yatırım girişlerinde hükümet istikrarı, yolsuzluk, içsel ve dışsal çatışmalar, etnik gerilimler, kanun ve düzen, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasi kalitesi gibi politik risk unsurlarının yabancı yatırımcının gelmesinde önemli belirleyiciler olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Behname, 2012 yılında yaptığı çalışmasında politik riskin Pasifik kıyısı ülkelerinde DYY'lar üzerindeki etkisini 1984-2008 yılları arasında incelemiştir. Politik Risk Hizmetleri Grubu (PRS)'nin 12 politik risk endeksi için panel data analizi kullanılarak yapılan tahminler neticesinde yolsuzluk, dışsal çatışmalar, içsel çatışmalar, yatırım profili ve askeri kanadın siyasete etkisi risk türlerinin söz konusu ülkelere DYY'lar üzerinde önemli etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Duyvesteyn, Martens ve Verwijmeren (2016), 1993:12-2014:4 dönem aralığı için yaptıkları panel veri analizi neticesinde devlet tahvili fiyatlarının politik

riskteki değişikliklere yavaş yavaş uyum sağladığını ve politik risk notları iyileşen ülkeler için beklenen tahvil getirisinin politik risk notları bozulan ülkelerdeki beklenen tahvil getirilerinden daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Uzay ve Koçak (2018); 1984-2015 dönemi için Türkiye’de ülke riskinin toplam faktör verimliliği (TFV) üzerindeki etkisini yapısal kırılmalı eşbütünleşme ve dinamik en küçük kareler (DOLS) yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda ekonomik risk, politik risk ve birleşik riskte meydana gelecek bir düşüşün TFV üzerindeki etkisinin pozitif ve istatistikî olarak anlamlı olduğu, buna karşın finansal risk ile TVF arasında istatistikî olarak anlamı bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Jiménez (2011), 1999-2006 yılları arasında Güney Avrupa ülkelerinden Kuzey Afrika ile Orta ve Doğu Avrupa’daki yeni AB üyesi ülkelere yönelik DYY girişlerini panel veri analizi yöntemi ile politik risk bağlamında incelemiştir. Buna göre yüksek seviyedeki politik riskin daha yüksek oranda DYY girişine neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Huang, Wu, Yu ve Zhang (2015); 1998-2007 yılları arasındaki 109 uluslararası siyasi krizin verilerinin 34 borçlu ülke devlet tahvili üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda uluslararası politik risk ile devlet tahvillerinin getirileri arasında olumlu ve anlamlı bir bağlantı bulunmuşlardır. Ayrıca, borçlu ülke istikrarlı bir siyasi sisteme ve güçlü bir yatırımcı korumasına sahip olduğunda uluslararası politik riskin tahvil fiyatları üzerinde olumsuz bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Cutler, Poterba ve Summers (1989); 1971-1986 dönemi için VAR analizini kullanarak yaptıkları çalışma neticesinde politik ve makroekonomik haberlerin hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını söylemişlerdir. Sissani ve Belkacem (2014b); 1990-2012 döneminde politik risk ve finansal riskin DYY’lar üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz neticesinde, Cezayir için politik riskin DYY’lar üzerinde önemli bir etkisinin bulunmadığı, finansal riskin ise etkili olduğu bulgusu elde edilmiştir. Yine Sissani ve Belkacem 2015 yılında yaptıkları benzer bir çalışmada yine aynı dönem için ülke riski faktörleriyle DYY’lar arasındaki ilişkiyi Cezayir ekonomisi özelinde incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda 2014 yılındaki çalışmalarının sonucuna benzer bir şekilde politik riskin DYY’ların Cezayir’e gelmesinde önemli bir etkiye sahip olmadığı,

ekonomik ve finansal risk faktörlerinin ise DYY üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Almahmoud (2014); yaptığı çalışmada Suudi Arabistan (2005:1-2012:12 dönemi) için ekonomik, finansal ve politik risk endekslerinin borsadaki fiyat hareketleri üzerindeki etkisini kısa ve uzun dönemli olarak ADRL yöntemiyle test etmiştir. Çalışma sonucunda, finansal ve ekonomik risklerin borsa getirilerine politik riske göre daha fazla duyarlı olduklarını yani Suudi Arabistan için politik risk faktörünün daha az dikkate alındığını belirtmiştir.

Beaulieu, Cosset ve Essaddam (2005), 1990:1-1996:12 dönemi için GARCH modelini kullanarak Kanada ve Kanada'nın bağımsızlık taraftarı bir eyaleti olan Quebec için politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma neticesinde Quebec eyaletinin bağımsızlığı ile ilgili politik haberlerden Quebec bölgesindeki firmaların hisse senetlerinin etkilendiği, Kanada genelinde ise etkisi olmadığı yönünde bulgulara ulaşmışlardır. Richards ve Deddouche (1999), 1989-1998 dönemi için yaptıkları çalışmada ülke riskinin gelişmekte olan ülkelerde bulunan bankaların piyasa değerleri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Uygulamalı literatür Ek 3'te özet tablo halinde gösterilmiştir.

3.3. Model ve Veri Seti

Türkiye'de 2006-2016 dönemi arasında sektörel düzeyde politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini aylık veriler ile tahmin etmek için kullanılacak logaritmik model aşağıdaki gibidir:

$$\ln F_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} \ln PRISK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Model 3.1'de $i=1,2,3,...,N$ yatay kesit sayısını (ilgili sektördeki firma sayısını), $t=1,2,3,...,T$ zaman/dönem boyutunu (2006-2016 aylık), ε hata terimini, $\ln F$ bağımlı değişken olarak hisse senedi getirisi (kapanış fiyatı) ve $\ln PRISK$ bağımsız/açıklayıcı değişken politik riski temsil etmektedir. β_0 sabit terimi ve β_1 politik riskin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini ortaya koyan tahmin parametresini göstermektedir. Analizdeki kullanılan değişkenlere ait değerler arasındaki istatistikî farkların azaltılması ve serilerin kısmen durağanlaştırılması için doğal logaritmaları alınmıştır. Hisse senetlerinin kapanış fiyatlarına yönelik

veriler Borsa İstanbul (BİST)’dan ve politik riski gösteren veriler PRS-ICRG (Political Risk Services-International Country Risk Guide/ Politik Risk Hizmetleri-Uluslararası Ülke Risk Rehberi)’den elde edilmiştir. Politik risk puanı, 0-100 arasında olup puandaki bir artış (düşüş) ilgili ülkedeki politik riskin düşüşünü (artışını) göstermektedir. Bu puanlama sistemi ekonometrik bulguların yorumlanmasında karışıklığa neden olma ihtimali nedeniyle 1/risk puanı şeklinde tarafımızca bir dönüştürme işlemine tabi tutulmuştur. Böylece risk puanındaki bir artış (düşüş) ilgili ülkede riskin arttığını (düştüğünü) ifade etmektedir. Tablo 3.1 ekonometrik analiz için kullanılan verilere yönelik özet bilgi sunmaktadır.

Tablo 3.1: Verilere Yönelik Özet Bilgiler

Değişken	Açıklama	Birimi	Kaynak
lnF	Hisse senedi aylık ortalama kapanış fiyatı	TL	BİST
lnPRISK	Politik risk puanı	0-100	PRS-ICRG

Çalışmada bankacılık, enerji, gayrimenkul, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ve perakende sektörlerinde faaliyette bulunan toplam 36 firmanın verileri panel olarak incelenecektir. Her bir sektör ayrı ayrı değerlendirilerek, politik riskin sektörel etkisi karşılaştırmalı olarak ele alınacaktır. Çalışmada ekonometrik uygulamaya dâhil edilen sektör ve firmalar Tablo 3.2’de rapor edilmektedir.

Tablo 3.2: Ekonometrik Uygulamaya Dahil Edilen Sektör ve Firmalar

Sektör (Kısaltma)	Firmalar	Dönem
Bankacılık (B)	Akbank T.A.Ş., Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Türkiye İş Bankası A.Ş. (C), Denizbank A.Ş.,	2006:1-2016:12
Enerji (E)	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş., Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	2006:1-2016:12
Gayrimenkul (G)	Ak Merkez GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Alarko GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Ata GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Avrasya GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Deniz GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Doğu GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., İş GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Nurol GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Özderici GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Pera GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Vakıf GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Yapı Kredi GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş., Yeşil GYM Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2006:1-2016:12
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik (K)	Aygaz A.Ş., BAGFAŞ Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş., BRISA BRIDGESTONE Sabancı Lastik, Sanayi ve Ticaret A.Ş., Deva Holding A.Ş., DYO Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş., GOODYEAR Lastikleri T.A.Ş., Hektaş Ticaret T.A.Ş., MARSHALL Boya ve Vernik Sanayi A.Ş., PETKİM Petrokimya A.Ş., Sasa Polyester Sanayi A.Ş., SODA Sanayi A.Ş., TÜPRAŞ Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	2006:1-2016:12

Perakende (P)	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş., Migros Ticaret A.Ş., MİLPA Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama, Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2006:1-2016:12
------------------	---	----------------

Ekonometrik analizlerde haftalık, aylık, üç aylık dönemlerdeki zaman serileri mevsimsel hareketlilikler göstermektedir. Örneğin tarım, sanayi, turizm ve inşaat sektörleri mevsimsel hareketlerden doğrudan etkilenmektedir. Benzer şekilde bir mali yıl içinde devlet harcamaları, gayrimenkul satışları ve faizler de düzenli mevsimsel hareketler göstermektedir. Yeni yıl, anneler günü, babalar günü, resmî dini bayramlar ve okul takvimleri perakende satışları doğrudan etkilemektedir. Ekonomik değişkenlere yönelik bu mevsimsel hareketler regresyon tahmin sonuçlarının güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu nedenle analizde kullanılan değişkenlerin mevsimsel hareketlerinin belirlenmesi ve ortadan kaldırılması sağlam tahminler elde edilmesi için önemlidir (Alper ve Aruoba, 2001). Bu tezde ekonometrik analize geçmeden önce serilerin mevsimsel hareketleri Census X-11 yöntemini kullanarak arındırılmıştır.

Ek 4’de analizde kullanılan değişkenlerin mevsimsel hareketlerden arındırıldıktan sonraki eğilimleri gösterilmektedir.

3.4. Ekonometrik Yöntem

Bu alt bölümde Türkiye’de politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini tahmin etmek için kullanılacak panel veri yöntemi hakkında bilgi verilecektir. Ekonometrik yöntem dört adımdan oluşmaktadır. Birinci adım, birim kök testleri olarak ifade edilen değişkenlerin durağanlığının incelenmesidir. İkinci adım, değişkenler arasındaki eş-bütünleşme (ya da uzun dönemli ilişki) ilişkisini ortaya koyan eş-bütünleşme analizidir. Üçüncü adım, regresyon parametrelerinin (model 3.1) tahmin edilmesidir. Dördüncü ve son adım ise, değişkenler arasındaki olası karşılıklı ilişkiler hakkında bilgi sağlayan nedensellik araştırmasıdır.

3.4.1. Durağanlık Analizi

Zaman serisi ve panel veri analizlerinde, regresyon denklemini tahmin etmeden önce birim kök testlerini kullanarak durağanlık analizi yapılması gerekmektedir. Çünkü durağan olmayan serilerle yapılan regresyon tahminleri istatistiki olarak anlamlı olsa bile gerçek bir ilişkiyi açıklamamakta ve sahte

regresyon sorununa neden olmaktadır. Bu nedenle ekonometrik tahmine geçmeden önce analizde kullanılan serilerin durağanlığı onaylanmalıdır (Ay vd., 2016).

Bir zaman serisinin durağan olması, bu serinin dışsal şoklardan etkilenmemesi veya dışsal şokların etkilerinin uzun dönemde ortadan kalkması şeklinde ifade edilmektedir. Tersine seri durağan değilse dışsal şoklar bu serinin yapısını bozmaktadır (Koçak, 2016:130). Sahte regresyon sorununun ortadan kaldırılması için regresyon tahmininden önce analizde kullanılan serilerin durağanlığı birim kök testleri ile sınanmalıdır. Birim kök testlerinde önce serilerin düzey değerleri analiz edilmelidir. Test sonucunda seri birim kök içermiyorsa (durağansa) doğrudan regresyon tahmini yapılabilir. Ancak seri birim kök içeriyorsa (durağan değilse), bu durumda serinin ilk/birinci farkı alınmalı ve durağan hale getirilmelidir.

Bu tez çalışmasında analizde kullanılan serilerin durağanlığı Levin, Lin ve Chu (LLC, 2002) ve Im, Peseran ve Shin (IPS, 2003) panel birim kök testleri ile araştırılacaktır.

LLC (2002) panel birim kök testi için aşağıdaki gibi bir model kullanılmaktadır:

$$\Delta y_{it} = \delta y_{it-1} + \sum_{L=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta y_{it-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad m = 1, 2, 3. \quad (3.2)$$

Denklem (3.2)'de Δ ilk/birinci fark işlemcisini, d kukla değişkeni ve ε hata terimini göstermektedir. Modelde Δy_{it} ve Δy_{it-1} 'in Δy_{it-L} ile ayrı ayrı regresyonları bulunmakta ve bu regresyonlardan kalıntılar elde edilmektedir. Son olarak L ($L=1,2,...,p_i$) bilgi kriterlerince belirlenen optimal gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. LLC birim kök testinin boş hipotezi (H_0) “Seri birim kök içermektedir (durağan değildir)” şeklinde ifade edilirken; alternatif hipotez (H_1) “Seri birim kök içermemektedir (durağandır)” şeklinde gösterilir. Bu hipotezler t testi ile araştırılmaktadır. Araştırma sonucunda boş hipotezin reddedilmemesi ile serinin birim kök içerdiği (durağan olmadığı) yönünde karar verilmektedir.

IPS (2003) panel birim kök testi de (3.2) numaralı denklem ile üretilmekte, aynı boş hipotezi sınamaktadır. Test sürecinde tüm kesitler için zaman serileri ayrı ayrı bireysel ADF testine tabi tutulmaktadır. Sonrasında, ADF test istatistiklerinin

ortalaması hesaplanmakta ve normalleştirme işlemi uygulanmaktadır. Hesaplanan t istatistiği sonucuna göre boş hipotez hakkında karar verilmektedir.

3.4.2. Panel Eş-bütünleşme Testi

Ekonomik değişkenlere ait seriler -iktisadi yapı gereği- genellikle dışsal şoklardan etkilenmektedir. Ekonometrik araştırmaların birim kök analiz sonuçları genellikle serilerin düzey değerlerinde değil, ilk farklarında durağan olduğunu göstermektedir. Eğer seriler ilk farklarında durağansa, bu durumda regresyon tahminine geçmeden önce değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı (eş-bütünleşme ilişkisi) araştırılmalıdır. Bu tez eş-bütünleşme ilişkisinin araştırılmasında literatürde sıklıkla takip edilen Pedroni (1999;2004) panel eş-bütünleşme test yöntemini kullanacaktır.

Pedroni (1999;2004) değişkenler arasındaki eş-bütünleşme ilişkisini, “Değişkenler arasında eş-bütünleşme yoktur” boş hipotezini, “Değişkenler arasında eş-bütünleşme vardır” alternatif hipotezine karşı sınamaktadır. Sınama için yedi farklı test istatistiği geliştirmiştir. Test istatistikleri aşağıda gösterilmektedir (Pedroni, 1999):²

Panel-v İstatistiği:

$$T^2 N^{3/2} Z_{\hat{v}N,T} \equiv T^2 N^{3/2} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \quad (3.3)$$

Panel-p İstatistiği:

$$T \sqrt{N} Z_{\hat{p}N,T-1} \equiv T \sqrt{N} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i) \quad (3.4)$$

Panel-t İstatistiği (Parametrik değil):

$$Z_{tN,T} \equiv (\tilde{\sigma}_{N,T}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1}^2 \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i) \quad (3.5)$$

Panel-t İstatistiği (Parametrik):

² Test istatistiklerinin elde edilme süreci için bakınız (Pedroni, 1999: 660).

$$Z_{tN,T}^* \equiv (\hat{s}_{N,T}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2})^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^* \quad (3.6)$$

Grup-ρ İstatistiği:

$$TN^{-1/2} \tilde{Z}_{\rho,N,T-1} \equiv TN^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i) \quad (3.7)$$

Grup-t İstatistiği (Parametrik değil):

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN,T} \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\sigma_i^2 \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i) \quad (3.8)$$

Grup-t İstatistiği (Parametrik):

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN,T}^* \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \tilde{s}_i^{*2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2})^{-1/2} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^* \quad (3.9)$$

Panel-v istatistiğinin pozitif büyük değerler alması ve diğer altı istatistiğin negatif ve büyük değerler alması durumunda boş hipotez reddedilmektedir (Koçak, 2016:136). Bu durumda değişkenler arasında eş-bütünleşme ilişkisinin varlığı doğrulanmaktadır.

3.4.3. Panel Eş-Bütünleşme Katsayı Tahmincileri

Eş-bütünleşme analizi sonucu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı onaylanırsa, sonraki aşamada regresyon parametreleri tahmin edilmektedir. Literatürde panel eş-bütünleşme tahmini için Pedroni (2000, 2001) tarafından üretilen panel tam değiştirilmiş en küçük kareler yöntemi (FM-OLS) ve panel dinamik en küçük kareler yöntemi (D-OLS) sıklıkla kullanılmaktadır. Panel FM-OLS ve D-OLS tahmincileri regresyon tahmininde içsellik ve otokorelasyon problemlerini ortadan kaldırmakta ve panel OLS tahmincisine göre daha sağlam sonuçlar vermektedir (Kızılkaya vd., 2017:73).

Pedroni (2000), panel FM-OLS tahmincisini aşağıdaki gibi bir panel regresyon modelini kullanarak elde etmektedir:

$$y_{it} = \alpha_{it} + \delta_{it}t + \beta x_{it} + \mu_{it} \quad (3.10)$$

$$x_{it} = x_{it-1} + e_{it}$$

(3.10) numaralı denklemde y_{it} bağımlı değişkeni, x_{it} bağımsız değişkenleri ve α_i için sabit etkileri göstermektedir. Hata terimleri durağan bir süreci işaret eder. Eğer y_{it} birinci dereceden bütünleşikse y_{it} ile x_{it} arasında bir eş-bütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Bu ilişki varsa, β tahmin edilmesi gereken eş-bütünleşme parametresini (regresyon katsayısını) ifade etmektedir.

FM-OLS tahminci için önce her bir kesit için bireysel katsayı tahmini ve t testi elde edilmektedir. İkinci aşamada her bir kesit için katsayı ve t testi ortalaması hesaplanmaktadır. Elde edilen grup ortalaması FM-OLS tahmin sonucunu ve grup t testi ortalaması katsayı anlamlılık testini göstermektedir.

Pedroni (2001), panel D-OLS tahmincisi aşağıdaki gibi dinamik bir regresyon modelini kullanarak elde etmektedir:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i x_{it} + \sum_{k=-K_i}^{K_i} \gamma_{ik} \Delta x_{it-k} + \varepsilon_{it} \quad (3.11)$$

(3.11) numaralı denklemde $-K_i$ ve K_i modeli dinamikleştiren öncül ve gecikme sayılarını temsil etmektedir. D-OLS tahmincisi için FM-OLS tahmincisinin elde edilmesindeki süreç takip edilmektedir.

3.4.4. Panel Nedensellik Analizi

Regresyon parametrelerinin tahmini, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Ancak değişkenler arasındaki ilişkiler tek yönlü olabileceği gibi çift yönlü de olabilmektedir. Bağımsız değişken bağımlı değişkeni etkilerken, bağımlı değişken de bağımsız değişkeni etkileyebilmektedir. Bu nedenle nedensellik analizleri, değişkenler arasındaki olası tek ya da çift yönlü ilişkileri tahmin etmek için kullanılmaktadır. Bu tez çalışması Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen ve bireysel Wald istatistiklerine dayanan panel nedensellik test yöntemini kullanacaktır. Bu yöntemde iki durağan seri ile test uygulanmakta ve heterojenliği de dikkate almaktadır. Bu nedenle nedensellik testi için seriler durağan değilse ilk farkları alınıp durağanlaştırılması gerekmektedir.

Dumitrescu ve Hurlin (2012) aşağıdaki gibi doğrusal bir modele dayanarak test sürecini işletmektedir:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^{(k)} y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} x_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.12)$$

Bu test, gecikme sayısının her bir kesit ve panel için aynı olduğunu varsaymaktadır. Boş hipotez “Bütün kesitler için x’den y’ye nedensellik ilişkisi yoktur” şeklinde ifade edilirken, alternatif hipotez “Kesitler için x’den y’ye nedensellik ilişkisi vardır.” yönündedir. Monte-Carlo simülasyonunu kullanarak test istatistiklerini ve bu istatistiklere ait olasılık değerlerini hesaplamaktadır.

3.5. Ekonometrik Bulgular

Tablo 3.3.’de panel birim kök test bulguları rapor edilmiştir. İlk olarak tüm değişkenlerin düzey değerleri birim kök sınamasına tabi tutulmuştur. Her iki test sonucuna göre tüm değişkenler düzey değerlerinde birim kök içermekte olup durağan değildir. İkinci aşamada değişkenlerin ilk farkları alınmıştır. Test sonuçları, değişkenlerin tamamı için “Seri birim kök içeriyor.” şeklindeki boş hipotez %1 istatistiki önem düzeyinde reddedildiğini ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle seriler ilk farklarında durağandır. Bu durumda regresyon katsayılarını tahmin etmeden önce, eş-bütünleşme ilişkisinin varlığı onaylanmalıdır.

Tablo 3.3: Panel Birim Kök Testi

Değişkenler	LLC (2002)	IPS (2003)
lnPRISK	-0,884 (0,185)	-1,103 (0,138)
lnF _B	-0,094 (0,462)	-0,847 (0,198)
lnF _E	0,314 (0,623)	-1,034 (0,154)
lnF _G	0,949 (0,828)	0,407 (0,655)
lnF _K	1,021 (0,846)	2,013 (0,978)
lnF _P	0,805 (0,744)	0,461 (0,678)
ΔlnPRISK	-8,754* (0,000)	-12,293* (0,000)
ΔlnF _B	-5,812* (0,000)	-9,894* (0,000)
ΔlnF _E	-15,354* (0,000)	-13,026* (0,000)
ΔlnF _G	-11,761* (0,000)	-13,815* (0,000)
ΔlnF _K	-8,618* (0,000)	-12,127* (0,000)
ΔlnF _P	-5,989* (0,000)	-7,881* (0,000)

Not:

(a) * %1 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

(b) LLC testi için BarlettKernel yöntemi ve Bandwith genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

(c) Δ ilk fark işlemcisini, parantez içindeki değer olasılık değerini ve değişkenlerdeki alt indisler ilgili sektörü temsil etmektedir.

Tablo 3.4’de her bir sektör için Pedroni (1999;2004) panel eş-bütünleşme test sonuçları gösterilmektedir. “Değişkenler arasında eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.” şeklindeki boş hipotez sonuçları aşağıdaki gibidir:

- (1) Bankacılık ve enerji sektörü için yedi istatistikten altısı,
- (2) Gayrimenkul ve perakende sektörü için yedi istatistiğin tamamı ve
- (3) Kimya vd. sektörü için yedi istatistikten dördü boş hipotezi reddetmektedir.

Bu bulgular, 2006-2016 dönemi için tüm sektörlerde politik risk ile hisse senedi getirileri arasında birlikte/eş hareket olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle kısa vadeli şoklar uzun dönemde ortadan kalkmaktadır ve değişkenler bir denge durumuna ulaşmaktadır. Eş-bütünleşme ilişkisinin doğrulanmasından sonraki aşamada, politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak için regresyon parametrelerinin tahminine geçilmektedir.

Tablo 3.4: Panel Eş-bütünleşme Testi

Testler	Sektörler				
	Bankacılık	Enerji	Gayrimenkul	Kimya vd.	Perakende
Panel v	1,979** (0,021)	2,708* (0,003)	2,682* (0,002)	1,089 (0,137)	1,674** (0,047)
Panel rho	-2,277* (0,010)	-2,201** (0,012)	-2,638* (0,000)	-1,698** (0,046)	-2,476* (0,005)
Panel PP	-1,914* (0,010)	-1,682** (0,046)	-2,477* (0,006)	-1,455*** (0,073)	-1,736** (0,042)
Panel ADF	-3,044* (0,000)	-2,249* (0,010)	-3,563* (0,000)	-2,477* (0,006)	-2,131** (0,010)
Grup rho	-1,256 (0,115)	-1,225 (0,118)	-1,571** (0,050)	-0,248 (0,402)	-1,497*** (0,067)
Grup PP	-1,550*** (0,062)	-1,388*** (0,082)	-2,048** (0,020)	-0,620 (0,268)	-1,432*** (0,075)
Grup ADF	-2,875* (0,004)	-2,049** (0,024)	-3,663* (0,000)	-1,989** (0,023)	-2,128** (0,016)

Not: (a) *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.5’de regresyon tahmin sonuçları sunulmaktadır. Açıklayıcı değişkeninin (lnPRISK) bağımlı değişken (lnF) üzerindeki etkisi FM-OLS ve D-OLS tahmincileri ile araştırılmıştır. FM-OLS ve D-OLS sonuçlarına göre sırasıyla; (1) bankacılık sektöründe lnPRISK değişkeninin katsayısı -1,74 (%5’de anlamlı) ve -1,77 (%5’de anlamlı) olarak tahmin edilmiştir. Buna göre Türkiye’de 2006-2016 yıllarında politik riskte meydana gelen bir artış bankacılık sektöründe hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilemektedir. (2) Enerji sektöründe lnPRISK değişkeninin katsayısı -3,97 (%1’de anlamlı) ve -3,64 (%1’de anlamlı) bulunmuştur. Politik riskte meydana gelen bir artış enerji sektöründe hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilemektedir. (3) Gayrimenkul sektöründe lnPRISK değişkeninin katsayısı -3,51 (%1’de anlamlı) ve -3,11 (%1’de anlamlı) olarak

hesaplanmıştır. Buna göre politik riskte meydana gelen bir artış gayrimenkul sektöründe hisse senedi getirilerini azaltmaktadır. (4) Kimya vd. sektöründe lnPRISK değişkeninin katsayısı -4,59 (%1’de anlamlı) ve -3,97 (%1’de anlamlı) olarak tahmin edilmiştir. Kimya vd. sektöründe hisse senedi getirileri de politik riskteki artışlara negatif yönde tepki vermektedir. (5) Son olarak perakende sektöründe lnPRISK değişkenine ait katsayı -0,47 (%1’de anlamlı) bulunmuştur. Tüm sektörlerin hisse senetleri Türkiye’de politik riskte meydana gelen artışlardan negatif yönde etkilenmektedir. (6) Katsayı büyüklüklerini dikkate aldığımızda politik riskten etkilenen sektörlerin başında kimya vd. ile enerji sektörü gelmektedir. Üçüncü sırada gayrimenkul, dört ve beşinci sıralarda ise bankacılık ve perakende sektörleri bulunmaktadır.

Tablo 3.5: Katsayı Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken: lnF)

Sektörler	FM-OLS			D-OLS		
	Katsayı (lnPRISK)	t istatistiği	Olasılık Değeri	Katsayı (lnPRISK)	t istatistiği	Olasılık Değeri
Bankacılık	-1,741**	-2,111	0,035	-1,778**	-2,157	0,031
Enerji	-3,976*	-3,382	0,000	-3,644*	-3,084	0,002
Gayrimenkul	-3,513*	-4,544	0,000	-3,119*	-3,999	0,000
Kimya vd.	-4,598*	-6,454	0,000	-3,975*	-5,610	0,000
Perakende	-0,479*	-7,581	0,000	-0,474*	-6,572	0,000

Not: (a) *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılığı göstermektedir.

Ekonometrik araştırmanın son aşamasında nedensellik test sonuçları değerlendirilmektedir. Regresyon tahmini politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Ancak hisse senedi piyasasındaki değişikliklere politik risk de tepki verebilmektedir. Bu tepkiyi ortaya koymak için Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik test bulguları Tablo 3.6’da rapor edilmiştir. Test sonuçları, tüm sektörler için %1 istatistiki önem düzeyinde lnPRISK’den lnF’ye doğru nedensellik ilişkisini ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar regresyon tahmin bulgularını da desteklemektedir. Diğer taraftan “lnF’den lnPRISK’e doğru nedensellik ilişkisi yoktur.” şeklindeki boş hipotez hiçbir sektör için reddedilememektedir. Diğer bir ifadeyle, politik risk değişimleri hisse senedi getirilerini etkilerken; hisse senedi getirilerindeki değişimler politik risk üzerinde bir etkiye sahip değildir.

Tablo 3.6: Nedensellik Test Sonuçları

Sektörler	lnPRISK → lnF		lnF → lnPRISK	
	Wald istatistiği	Olasılık Değeri	Wald istatistiği	Olasılık Değeri
Bankacılık	3,054*	0,000	1,082	0,910

Enerji	5,138*	0,000	0,659	0,670
Gayrimenkul	3,760*	0,000	1,247	0,549
Kimya vd.	3,621*	0,000	0,550	0,581
Perakende	5,876*	0,000	0,981	0,485

Not:

(a) *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılığı göstermektedir.

(b) $\ln PRISK \rightarrow \ln F$, politik riskten hisse senedi getirisine doğru ve $\ln F \rightarrow \ln PRISK$, hisse senedi getirisinden politik riske doğru bir nedensellik ilişkisi göstermektedir.

(c) Olasılık değerleri bootstrap döngüsü ile elde edilmektedir.

(d) Optimal gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Yapılan analiz neticesinde; Erb, Harvey ve Viskanta (1996), Chan ve Wei (1996) (Bleu-Chip), Lehkonen ve Heimonen (2015), Perotti ve Oijen (2001), Kim ve Mei (2001), Oral ve Yılmaz (2017), Kara ve Karabıyık (2015), Ayaydın ve Karaaslan (2014), Ayaydın, Pala ve Barut (2016), Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2015), Tükenmez ve Kutay (2016), Çam (2010), Çam (2014), Yapraklı ve Güngör (2007), Kaya, Güngör ve Özçomak (2014), Tuncay (2014), Dimic, Orlov ve Piljak (2015), Bailey ve Chung (1995), Bilson, Brailsford ve Hooper (2002), Diamonte, Liew ve Stevens (1996)'ın çalışmalarında elde ettikleri sonuçlarla benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

SONUÇ

Özellikle 1980’li yılları takiben ortaya çıkan finansal serbestleşme ile birlikte finansal yatırımlar da uluslararası bir boyuta ulaşmıştır. Bu süreç neticesinde de finansal yatırımlar bağlamında tüm dünya ülkeleri ve özellikle de gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemli sonuçlara sebebiyet verebilecek boyutlara ulaşılmıştır. Bu bağlamda yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları ülkelerdeki ekonomik, finansal ve politik koşulları daha fazla dikkate alır hale gelmişlerdir. Bu tez çalışmasının da konusu olan ve sistematik risk unsuru olan politik risk kavramı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki de yine seksenli yıllardan itibaren literatürde sıklıkla incelenen bir konu halini almıştır.

Bu tez çalışmasının amacı politik risk ile BİST’te işlem gören Enerji, Banka ve Özel Finans Kurumları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Perakende ve Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik sektörlerinde yer alan firmaların hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi 2006:1-2016:12 dönemi için ekonometrik olarak analiz etmektir. Bu kapsamda yapılan panel veri analizinde kullanılan hisse senedi günlük kapanış verileri BİST’ten alınarak aylık ortalama değerleri hesaplanmış olup politik risk için ise kullanılan veriler PRS-ICRG’den temin edilmiştir.

Politik risk ve ilgili beş sektörün hisse senedi getirilerinin arasındaki ilişkinin incelenmesinde öncelikle sahte regresyon sonucunun ortadan kaldırılması için durağanlık testi yapılmış ve yapılan birim kök testi neticesinde verilerin birinci farklarında durağan oldukları tespit edilmiştir. Daha sonra Pedroni (1999; 2004) panel eş-bütünleşme test yöntemi ile panel eş-bütünleşme testi gerçekleştirilmiştir ve Pedroni (2000,2001)’nin panel FM-OLS ve panel D-OLS tahmincisini elde ettiği panel regresyon modelleri kullanılmıştır. Son olarak da Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen ve bireysel Wald istatistiklerine dayanan panel nedensellik test yöntemi kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkinin yönü tespit edilmiştir.

Durağanlık testi neticesinde durağan olmadıkları anlaşılan değişkenler yapılan birim kök testi neticesinde birinci farklarında durağan hale getirilmiştir. Panel eş-bütünleşme testine göre 2006:1-2016:12 dönemi için tüm sektörlerde politik risk ile hisse senedi getirileri arasında birlikte/eş hareket olduğu

görülmektedir. Diğer bir ifadeyle kısa vadeli şoklar uzun dönemde ortadan kalkmaktadır ve değişkenler bir denge durumuna ulaşmaktadır. Sonrasında politik riskin ilgili beş sektör hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak için gerçekleştirilen Panel regresyon sonuçlarına göre Eş-bütünleşme ilişkisinin doğrulanmasından sonraki aşamada, politik riskin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak için regresyon parametrelerinin tahminine geçilmiştir ve sonuç olarak politik riskte meydana gelen artışın Enerji, Banka ve Özel Finans Kurumları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Perakende ve Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik sektörlerinin hepsini negatif yönde etkilediği bulunmuştur. Katsayı büyüklüklerini dikkate aldığımızda politik riskten etkilenen sektörlerin başında Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik sektörü, sonrasında Enerji sektörü gelmektedir. Üçüncü sırada Gayrimenkul, dördüncü sırada Bankacılık ve beşinci sırada ise Perakende sektörleri bulunmaktadır. Son olarak yapılan panel nedensellik test sonuçlarına göre politik risk değişimleri hisse senedi getirilerini etkilerken; hisse senedi getirilerindeki değişimler politik risk üzerinde bir etkiye sahip değildir sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçlar, Erb, Harvey ve Viskanta (1996), Chan ve Wei (1996) (Bleu-Chip), Lehkonen ve Heimonen (2015), Perotti ve Oijen (2001), Kim ve Mei (2001), Oral ve Yılmaz (2017), Kara ve Karabıyık (2015), Ayaydın ve Karaaslan (2014), Ayaydın, Pala ve Barut (2016), Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2015), Tükenmez ve Kutay (2016), Çam (2010), Çam (2014), Yapraklı ve Güngör (2007), Kaya, Güngör ve Özçomak (2014), Tuncay (2014), Dimic, Orlov ve Piljak (2015), Bailey ve Chung (1995), Bilson, Brailsford ve Hooper (2002) ve Diamonte, Liew ve Stevens (1996)'ın elde ettiği sonuçlarla benzer niteliktedir.

Yapılan analiz neticesi de göstermektedir ki literatürdeki genel kanıya uygun olarak politik risk, hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye birikimi oldukça önemli bir konudur. Bu sebeple daha çok finansal yatırım çekilmesi gelişmekte olan ülkeler açısından hayati bir öneme sahiptir. Finansal yatırımın önünde engel teşkil eden politik riskin düşürülmesi de bu ülkeler için önemlidir. Bu bağlamda ülke hükümetleri ve etken diğer kuruluşlar politik riski artırıcı eylemlerden kaçınmalı, özellikle demokratik hak ve özgürlükler, sözleşme serbestliği, mülkiyet haklarının korunması, demokratik kapsayıcı bir kurum politikasının geliştirilmesi konusunda

geleceğe yönelik adımlar atmalı ve yapısal reformlar gerçekleştirmelidirler. Ayrıca bu çalışmanın ülke sayısının artırılarak diğer gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi getirileri üzerinde de gerçekleştirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.



KAYNAKÇA

- Abdullah, Dewan A. ve Steven C. Hayworth (1993); "Macroeconometrics of Stock Price Fluctuations," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Volume 32, No 1, s. 50-67.
- Aguiar, Sandra, Luís Aguiar-Conraria, Mohamed Azzim Gulamhussen ve Pedro C. Magalhães (2012); "Foreign Direct Investment and Home-Country Political Risk: The Case of Brazil," *Latin American Research Review*, Volume 47, No 2, s. 144-165.
- Ağırman, Ensar, Muhammet Özcan ve Ömer Yılmaz (2014); "Terörizmin Finansal Piyasalara Etkisi: Ampirik Bir Çalışma.," *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar/Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, Cilt 8, Sayı 2, s. 99-117.
- Akben, İbrahim (2014); "İşletmelerin Uluslararasılaşma Derecesini Etkileyen Faktörler, Uluslararasılaşma Derecesi ve Performans İlişkisi: Bir Alan Çalışması," Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Akışoğlu, Berkay (2013); "Portföy Yatırımı İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması," Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Albeni, Mesut ve Yusuf Demir (2005); "Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)," *Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt 1, Sayı 14, s. 1-18.
- Almahmoud, Abdulaziz I. (2014); "Country Risk Ratings and Stock Market Movements: Evidence from Emerging Economy," *International Journal of Economics and Finance*, Volume 6, No 10, s. 88-96.
- Alon, Ilan ve Theodore T. Herbert (2009); "A stranger in a strange land: Micro political risk and the multinational firm," *Business Horizons*, Volume 52, Issue 2, s. 127-137.
- Alper, C. Emre ve S. Borağan Aruoba (2001); "Makroekonomik Verilerin Mevsimsellikten Arındırılması: Türkiye'deki Uygulamalı Araştırmacılara Dikkat Notu," *Alper_Aruoba_2001_Turkish. pdf*, 22, 2017. Erişim adresi: http://econweb.umd.edu/~webpace/aruoba/research/paper1/Alper_Aruoba_2001_Turkish.pdf
- Apak, Sudi (1995); *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Arıoğlu, Emrah (2007); "Firma Büyüklüğü İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Farklı Yöntemlerle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulamalı Bir Analiz," Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

- Arouri, Mohamed El Hedi, Amine Lahiani ve Duc Khuong Nguyen (2015); “World gold prices and stock returns in China: Insights for hedging and diversification strategies,” *Economic Modelling*, Volume 44, s. 273-282.
- Awartani, Basel ve Aktham Issa Maghyreh (2013); “Dynamic spillovers between oil and stock markets in the Gulf Cooperation Council Countries,” *Energy Economics*, Volume 36, s. 28-42.
- Ay, Ahmet, Oktay Kızılkaya ve Tuba Akar (2016); “Gelişmekte Olan Ülkelerde Yolsuzluk ve Demokrasi'nin DYY Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir İnceleme,” *Business & Economics Research Journal*, Volume 7, No 3, s.73-88.
- Ayaydın, Hasan, Fahrettin Pala ve Abdülkadir Barut (2016); “Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz,” *Global Journal of Economics and Business Studies*, Cilt 5, Sayı 10, s. 66-75.
- Ayaydın, Hasan ve İbrahim Karaaslan (2014); “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Türk Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma,” *Gümüşhane University Electronic Journal of the Institute of Social Science/Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, Cilt 5, Sayı 10, s.1-28.
- Ayaydın, Hasan ve İbrahim Karaaslan (2016); “Politik Belirsizlik Kaynağı Olarak Seçimler ve Firma Yatırım Kararları: BİST’ e Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma,” *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICAFR 16 Özel Sayısı, s. 743-755.
- Ayaydın, Hasan ve Hüseyin Dağlı (2012); “Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi,” *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 26, Sayı 3-4, s. 45-65.
- Aydın, Kenan (2013); “Uluslararası Pazarlama Açısından Politik Risk ve Yönetimi,” *Ankara Sanayi Odası Yayın Organı*, Mayıs/Haziran, s. 24-39.
- Bacidore, Jeffrey M., John A. Boquist, Todd T. Milbourn ve Anjan V. Thakor (1997); “The Search for the Best Financial Performance Measure,” *Financial Analysts Journal*, Volume 53, Issue 3, s. 11-20.
- Bailey, Warren ve Y. Peter Chung (1995); “Exchange rate fluctuations, political risk, and stock returns: Some evidence from an emerging market,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 30, No 4, s. 541-561.
- Bakkal, Muharrem, Süreyya Bakkal ve Şükrü Süha Öztürk (2012); *Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler*, Hiper Link Yayınları, İstanbul.
- Balıkçioğlu, Eda ve H. Hakan Yılmaz (2013); “Ülkelerin Finansal Açından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bu Faktörler Çerçevesinde Değerlendirilmesi,” *Maliye Dergisi*, Sayı 165, s. 163-188.

- Barişık, Salih ve Aykut şarkgüneşi (2009); “Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri (1990-2007 Dönemi Nedensellik Analizi),” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 9, s. 19-33.
- Basık, Feryal Orhon (2011); *Ansiklopedik Muhasebe ve Finans Terimleri Sözlüğü*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- Baur, Dirk G. ve Brian M. Lucey (2010); “Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold,” *Financial Review*, Volume 45, Issue 2, s. 217-229.
- Bayraktaroğlu, Ali (2012); “Performans Ölçütlerinin Hisse Senedi Getirilerini Açıklayabilme Gücü Üzerine Ampirik Bir Çalışma,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 53, s. 139-158.
- Bayraktutan, Yusuf ve Meltem Tarı Özgür (2016); “Politik Riskler, İki Taraflı Yatırım Anlaşmaları ve Uyuşmazlıklar Bağlamında Doğrudan Yabancı Yatırımlar,” *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, s. 87-104.
- Beaulieu, Marie-Claude, Jean-Claude Cosset ve Naceur Essaddam (2005); “The impact of political risk on the volatility of stock returns: The case of Canada,” *Journal of International Business Studies*, Volume 36, Issue 6, s. 701-718.
- Behname, Mehdi (2012); “Foreign Direct Investment and Political Risk in Pacific Rim,” *Economic Analysis*, Volume 45, No 1-2, s. 74-80.
- BERI (2019); <http://www.beri.com/Publications.aspx>, (Erişim Tarihi: 30.06.2019).
- BERI (2019); <http://www.beri.com/About-BERI/Who-We-Are.aspx>, (Erişim Tarihi: 30.06.2019).
- Berk, Niyazi (2015); *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitapevi, İstanbul.
- Bhunja, Amalendu ve Amit Das (2012); “Association between gold prices and stock market returns: Empirical evidence from NSE,” *Journal of Exclusive Management Science*, Volume 1, Issue 2, s. 1-7.
- Bilson, Christopher M., Timothy J. Brailsford ve Vincent C. Hooper (2002); “The explanatory power of political risk in emerging markets,” *International Review of Financial Analysis*, Volume 11, Issue 1, s. 1-27.
- BİST (2019); <https://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf>, (Erişim Tarihi: 28.04.2019).
- BİST (2019); <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>, (Erişim Tarihi: 28.04.2019).
- BİST (2019); <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>, (Erişim Tarihi: 28.04.2019).

- BİST (2019); <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri>, (Erişim Tarihi: 13.04.2019).
- Bolak, Mehmet (2016); *Risk ve Yönetimi*, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- Boyacıoğlu, Melek Acar ve Derya Çürük (2016); “Döviz Kuru Değişimlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 70, s. 143-156.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (2007); *İşletme Finansının Temelleri*, (Çev.: Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston (2014); *Finansal Yönetimin Temelleri-Fundamentals of Financial Management*, (Çev.: N. Aypek, T. Susmuş, A. Şahin, C. Kayahan, S. Demir, D. Demirhan, İ. H. Ekşi, E. Ö. Kaya, P. O. Gökten ve S. Gökten), 7. Basımdan Çeviri, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Budak Alparslan ve Ekin Fikirkoca (2015); *Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası*, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) Yayınları, İstanbul.
- Buse, Lucian ve Iulia Oana Ştefan (2014); “Study on the Correlation between Economic and Financial Performance and Stock Exchange Performance in Romanian Companies from Oil and Retail Trade Industries,” *Procedia Economics and Finance*, Volume 16, s. 149-159.
- Busse, Matthias ve Carsten Hefeker (2007); “Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment,” *European journal of political economy*, Volume 23, Issue 2, s. 397-415.
- Butler, Kirt C. ve Domingo Castelo Joaquin (1998); “A note on political risk and the required return on foreign direct investment,” *Journal of International Business Studies*, Volume 29, Issue 3, s. 599-607.
- Büberkökü, Önder (2016); “Banka Hisselerinin Zamanla Değişen Toplam Riskinin Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk Bileşenlerine Ayrılması: AR (p)-DCC-GARCH (p, q) Modeline Dayalı Bir Analiz,” *Uluslararası Bilimsel Araştırmalar Dergisi (IBAD)*, Cilt 3, Sayı 1, s. 35-54.
- Can, Esin, Saniye Yıldırım Özmutlu ve Cansu Aykaç (2019); “Politik İklim Değişikliklerinin Ülkelerarası Ticaretle İlişkisi: Türkiye Rusya Uçak Krizi Üzerine Ekonometrik Bir İnceleme,” *Siyasal: Journal of Political Sciences*, Cilt 28, Sayı 1, s. 1-18.
- Canbaş, Serpil, Serkan Yılmaz Kandır ve Ahmet Erişmiş (2008); “İMKB Şirketlerinde Büyüklük ve Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisinin Analizi,” *İMKB Dergisi*, Cilt 10, Sayı 39, s. 1-18.

- Canbulut, Gonca (2008); “*Finansal Bilgi Manipülasyonu ve Örnek Bir Uygulama*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İzmir.
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz (2017); *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Chan, Yue-cheong ve KC John Wei (1996); “Political risk and stock price volatility: The case of Hong Kong,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 4, Issue 2-3, s. 259-275.
- Cutler, David M., James M. Poterba ve Lawrence H. Summers (1989); “What moves stock prices?,” *Journal of Portfolio Management*, Volume 15, Issue 3 s. 4-12.
- Çam, Alper Veli (2010); “*Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İ.M.K.B’ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Çam, Alper Veli (2014); “Politik Riskin Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama,” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 15, Sayı 1, s. 109-122.
- Çelik, Kenan (2005); *Uluslararası İktisat*, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Çelik, Tankut Taner ve Oktay Taş (2007); “Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları,” *İTÜ DERGİSİ/b*, Cilt 4, Sayı 2, s. 11-22.
- Demirgil, Hakan (2011); “Politik İstikrarsızlık, Belirsizlik ve Makroekonomi: Türkiye Örneği (1970-2006),” *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 31, Sayı 2, s. 123-144.
- Diamonte, Robin L., John M. Liew ve Ross L. Stevens (1996); “Political Risk in Emerging and Developed Markets,” *Financial Analysts Journal*, Volume 52, Issue 3, s. 71-76.
- Dimic, Nebojsa, Vitaly Orlov ve Vanja Piljak (2015); “The political risk factor in emerging, frontier, and developed stock markets,” *Finance Research Letters*, Volume 15, s. 239-245.
- Dumitrescu, Elena-Ivona ve Christophe Hurlin (2012); “Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels,” *Economic Modelling*, Volume 29, Issue 4, s. 1450-1460.
- Dinler, Zeynel (2012); *İktisat*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Doğukanlı, Hatice (2017); *Uluslararası Finans*, Karahan Kitapevi, Adana.
- Doğukanlı, Hatice ve Hüseyin Çetenak (2008); “Yabancı Portföy Yatırımları İle Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki: İMKB’de Sınama,” *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 12, Sayı 2, s. 37-57.

- Doğru, Ercument (2015); “*Petrol Fiyatları ile Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Getiri ve Volatilite Etkileşimi: Gelişen Ülkeler Üzerine Bir Araştırma*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Duyvesteyn, Johan, Martin Martens ve Patrick Verwijmeren (2016); “Political risk and expected government bond returns,” *Journal of Empirical Finance*, Volume 38, s. 498-512.
- Ecevit, Cenk (2008); “*Küreselleşen Dünyada Çok Uluslu Şirketler ve Politik Risk*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- EIU (2011); “Timor-Leste,” *Economist*.
- Emir, Mustafa ve Ahmet Kurtaran (2005); “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 28.
- Erb, Claude B., Campbell R. Harvey ve Tadas E. Viskanta (1996); “Political risk, Economic Risk, and Financial Risk,” *Financial Analysts Journal*, Volume 52, No 6, s. 29-46.
- Fitch (2019); <https://www.fitchratings.com/site/about>, (Erişim Tarihi: 26.05.2019).
- Gacar, Anıl (2009); “*Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İzmir.
- Gegez, A. Ercan (1997); “Politik Risk Analiz Yöntemleri ve Risk Değerlendirilmesinde Karşılaşılan Bazı Sorunlar,” *Öneri*, Cilt 1, Sayı 6, s. 187-191.
- Görmüş, Şakir ve Esra Aksoylu (2017); “Ülke Riskinin Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swaplarını Etkileyen Faktörler: Asimetrik Nedensellik Yöntemi,” *ICPESS (International Congress on Politic, Economic and Social Studies)*, No 2, s. 201-229.
- Gür, Timur Han (2000); “Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler,” *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 18, Sayı 2, s. 119-139.
- Hacıoğlu, Ümit (2009); “*Çatışma Riskinin Hisse Senedi Performansı Üzerine Etkisi*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Howell, Llewellyn D. (2007); “Political risk at the interface of civilizations: Bosnia and Herzegovina, Croatia, Iraq, and the United Arab Emirates,” *Thunderbird International Business Review*, Volume 49, Issue 4, s. 403-416.
- Howell, Llewellyn D. (2011); “International Country Risk Guide Methodology,” *East Syracuse, NY: PRS Group*.

- Huang, Tao, Fei Wu, Jing Yu ve Bohui Zhang (2015); “International political risk and government bond pricing,” *Journal of Banking & Finance*, Volume 55, s. 393-405.
- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003); “Testing for unit roots in heterogeneous panels,” *Journal of Econometrics*, Volume 115, Issue 1, s. 53-74.
- Jaffe, Jeffrey F. (1974); “Special Information and Insider Trading,” *The Journal of Business*, Volume 47, No 3, s. 410-428.
- Jaffe, Jeffrey F. (1989); “Gold and Gold Stocks as Investments for Institutional Portfolios,” *Financial Analysts Journal*, Volume 45, Issue 2, s. 53-59.
- Johanson, Jan ve Jan-Erik Vahlne (1977); “The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments,” *Journal of international business studies*, Volume 8, Issue 1, s. 23-32.
- Jiménez, Alfredo (2011); “Political Risk as a Determinant of Southern European FDI in Neighboring Developing Countries,” *Emerging Markets Finance and Trade*, Volume 47, Issue 4, s. 59-74.
- Kaldırım, Yusuf (2017); “Momentum Anomalisi ve Momentum Anomalisinde Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı, Firma Büyüklüğü, Fiyat/Kazanç Oranı Etkisi,” *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 6, Sayı 1, s. 139-162.
- Kandır, Serkan Yılmaz ve Halime İnan (2011); “Momentum Yatırım Stratejisinin Karlılığının İMKB’de Test Edilmesi,” *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, Cilt 5, Sayı 2, s. 51-70.
- Kanlı, Nilüfer Kaya ve Osman Aydoğuş (2017); “Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi,” *Ege Akademik Bakış/Ege Academic Review*, Cilt 17, Sayı 2, s. 179-190.
- Kara, Esen ve Lale Karabıyık (2015); “The Effect of Country Risk on Stock Prices: An Application in Borsa İstanbul”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 20, Sayı 1, s. 225-239.
- Karacan, Sami (2004); “Entelektüel Sermaye ve Yönetimi,” *İSMMM Mali Çözüm Dergisi*, Sayı 69, s. 177-199.
- Karagöz, Kadir (2007); “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: 1970–2005,” *Journal of Yaşar University*, Cilt 2, Sayı 8, s. 929-948.
- Kartal, Cem (2013); “Sigortacılıkta Sermaye Yeterliliği’nin Türk Sigorta Şirketlerinin AB’ye Uyumunu Açısından İncelenmesi,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Kaya, Abdülkadir, Bener Güngör ve M. Suphi Özçomak (2014); “Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk midir? Borsa İstanbul Örneği,” *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 16, Sayı 1, s. 74-87.
- Keleş, Cengiz (2007); “*Siyasi Riskin Finansal Yansımaları Üzerine Bir Çalışma*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Khan, Mashrur Mustaque ve Mashfique Ibne Akbar (2013); “The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment,” *International Journal of Economics and Finance*, Volume 5, No 8, s. 147-156.
- Kızılkaya, Oktay, Emrah Sofuoğlu ve Ahmet Ay (2017); “Yüksek Teknolojili Ürün İhracatı Üzerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dışa Açıklığın Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Panel Veri Analizi,” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt 18, Sayı 1, s.63-78.
- Kim, Harold Y. ve Jianping P. Mei (2001); “What makes the stock market jump? An analysis of political risk on Hong Kong stock returns,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 20, Issue 7, s. 1003-1016.
- Kobrak, Christopher, Per H. Hansen ve Christopher Kopper (2004); “*Business, Political Risk, and Historians in the Twentieth Century, European Business, Dictatorship, and Political Risk, 1920-1945*,” (Ed.: Christopher Kobrak, and Per H. Hansen), Berghahn Books, New York, s. 3-21.
- Koçak, Emrah (2016); “*Demokrasi, Ekonomik Özgürlükler ve Büyüme: Teori ve Ampirik Uygulama*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Koçak, Emrah ve Nisfet Uzay (2017); “Türkiye’de Demokrasi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Ampirik Bir Araştırma,” *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt 24, Sayı 3, s. 705-723.
- Koçoğlu, Şahnaz (2015); “*Enerji Sürdürülebilirliğinin Petrol Fiyatları İle Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki İlişkiye Etkisi: WEC Enerji Sürdürülebilirliği Endeksi Üstüne Bir Çalışma*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kondak, Nuray (1999); *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*, Der Yayınları, İstanbul.
- Korkmaz, Turhan, Nurhan Aydın ve Güven Sayılğan (2013); *Portföy Yönetimi*, Açıköğretim Fakültesi Yayını, Eskişehir.
- Kozak, Yuriy, G. Shlemovich, T. Sporek, A. Gribincea, S. Smyczek, T. Shengelia, J. Szoltysek, N. Logvinova, E. Voronova, V. Osipov, N. Prytula, A. Kozak, M. Kochevoy, O. Zakharchenko, A. Zborovska ve D. Aliabieva (2015); *International Finance Training Manual*, Ministry of Education and Science of Ukraine.

- Kök, Recep, Ramazan Ekinci ve A. Elif Ay Yalçınkaya (2015); “Ülke Riski Bileşenlerinin Bankacılık ve Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, 1993-2015,” *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 19, Sayı 2, s. 151-171.
- Kök, Recep, Ramazan Ekinci ve A. Elif Ay Yalçınkaya (2017); “Ülke Riski Bileşenlerinin Reel Sektör Üzerindeki Etkisi: Azerbaycan-Kazakistan-Rusya ve Türkiye Örneği,” *Bilgi*, Sayı 83, s. 281-302.
- Kurniaty, Suhadak, Siti Ragil Handayani ve Sri Mangesti Rahayu (2018); “Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value,” *Asian Journal of Accounting Research*.
- Le, Quan Vu ve Paul J. Zak (2006); “Political risk and capital flight,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 25, Issue 2, s. 308-329.
- Lehkonen, Heikki ve Kari Heimonen (2015); “Democracy, political risks and stock market performance,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 59, s. 77-99.
- Lensink, Robert, Niels Hermes ve Victor Murinde (2000); “Capital Flight and Political Risk,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 19, Issue 1, s.73-92.
- Levin, Andrew, Chien-Fu Lin ve Chia-Shang James Chu (2002); “Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties,” *Journal of econometrics*, Volume 108, Issue 1, s. 1-24.
- Loikas, Antti (2003); “A Government Analysis of Political Risk: Exploring Equilibrium, Instability, and Pluralism at the Local, National and Supranational Level in Europe,” *Publications of the Turku School of Economics and Business Administration*, s. 1-297.
- Moody’s (2019); <https://www.moody's.com/Pages/atc.aspx>, (Erişim Tarihi: 26.05.2019).
- Moore, Jennifer (1990); “What is Really Unethical About Insider Trading?,” *Journal of Business Ethics*, Volume 9, Issue 3, s. 171-182.
- Oetzel, Jennifer M., Richard A. Bettis ve Marc Zenner (2001); “Country risk measures: How risky are they?,” *Journal of World Business*, Volume 36, Issue 2, s. 128-145.
- Okka, Osman (2010); *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Oral, İbrahim Orkun ve Cihan Yılmaz (2017); “Finansal ve Politik Risk Endeksinin BİST Sınai Endeksi Üzerindeki Etkisi,” *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*, Cilt 33, Sayı 33, s. 192-202.

- Özer, Ali (2012); “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Panel Veri Analizi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Öztürk, M. Başaran, Gülüzar Kurt Gümüş, F. Dilvin Taşkın ve Efe Çağlar Çağlı (2013); “Petrol ve Doğalgaz Fiyatları ile İmalat ve Kimya-Petrol-Plastik Sektörlerinin Endeksleri Arasındaki İlişki,” *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, s. 64-74.
- Pajuste, Anete, Gatis Kepitis ve Peter Högfeldt (2000); “Risk factors and predictability of stock returns in Central and Eastern Europe,” *Ostekonomiska Institutet*.
- Pedroni, Peter (1999); “Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Volume 61, Issue S1, s. 653-670.
- Pedroni, Peter (2000); “Fully modified OLS for heterogeneous cointegrated panels,” *Advances in Econometrics*, Volume 15, s. 93-130.
- Pedroni, Peter (2001); “Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels,” *Review of Economics and Statistics*, Volume 83, No 4, s. 727-731.
- Pedroni, Peter (2004); “Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis,” *Econometric Theory*, Volume 20, Issue 3, s. 597-625.
- Pekkaya, Mehmet (2006); “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz,” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, s. 183–209.
- Perotti, Enrico C. ve Pieter Van Oijen (2001); “Privatization, political risk and stock market development in emerging economies,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 20, Issue 1, s. 43-69.
- Puspitaningtyas, Zarah (2017); “Is Financial Performance Reflected in Stock Prices?,” *2nd International Conference on Accounting, Management, and Economics 2017 (ICAME 2017)*, Atlantis Press, s. 17-28.
- Richards, Anthony ve David Deddouche (1999); “Bank rating changes and bank stock returns-puzzling evidence from the emerging markets,” *IMF Working Paper*, No 151.
- Rummel, Rudolph J. ve David A. Heenan (1978); “How multinationals analyze political risk,” *Harvard Business Review*, Volume 56, No 1, s. 67-76.
- Rugman, Alan M., Simon Collinson ve Richard M. Hodgetts (2006); *International Business*, Pearson Education, England.
- S&P (2019); https://www.spratings.com/en_US/what-we-do, (Erişim Tarihi: 26.05.2019).

- Sattary, Ali (2014); “*Petrol Fiyatları ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki Oynaklık Geçişkenliğinin Analizi ve Portföy Yönetimine Yansımaları*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Sayılğan, Güven (2017); *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Seyidoğlu, Halil (2002); *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, Halil (2007); *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Simon, Jeffrey D. (1984); “A Theoretical Perspective on Political Risk,” *Journal of International Business Studies*, Volume 15, Issue 3, s. 123-143.
- Sissani, Midoun ve Zairi Belkacem (2014a); “The Impact Of Country Risk Components On Algeria Attractiveness For Foreign Direct Investments (1990-2012),” *Applied Econometrics and International Development*, Volume 14, Issue 1, s. 133-146.
- Sissani, Midoun ve Zairi Belkacem (2014b); “The Effect of Political Risk on Foreign Direct Investment: The Case of Algeria,” *Hyperion Economic Journal*, Volume 2, Issue 3, s. 29-35.
- Sissani, Midoun ve Zairi Belkacem (2015); “Country Risk Components Effects On Algeria Attractiveness for foreign direct investment (1990-2012),” *Revue El Bahith*, No 15, s. 19-30.
- SPK (2019); <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/76>, (Erişim Tarihi: 16.07.2019).
- Stevenson, Simon (2002); “Momentum Effects and Mean Reversion in Real Estate Securities,” *Journal of Real Estate Research*, Volume 23, Issue 1-2, s. 47-64.
- Szulczyk, Kenneth R. (2014); “*Money, Banking, and International Finance*,” New York.
- Şensoy, Deniz (2013); “Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar,” *Ankara Barosu Dergisi*, Sayı 3, s. 371-399.
- Ştefan, Iulia-Oana (2016); “The implications of financial performance on stock exchange indicators of listed companies: empirical evidence for the Romanian capital market,” *Audit Financiar*, Volume 14, No 140, s. 875-896.
- Taçali, Eda Derya (2008); “*Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Analizi: Türkiye Örneği*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İzmir.

- Tanrıöven, Cihan ve Emine Ebru Aksoy (2011); “Sistemik Riskin Belirleyicileri: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 51, s. 119-138.
- TCMB (2019); https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c3927382-c5ee-4555-b8ba-1aa96980ee4b/RIPMetaveri_08.11.2018.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c3927382-c5ee-4555-b8ba-1aa96980ee4b-mrP8YSg, (Erişim Tarihi: 02.08.2019).
- Toptaş, Mehmet (1996); “*Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Analizi*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Tufan, Cenk ve Reyhan Sarıçiçek (2013); “Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme,” *Trakya University Journal of Social Science/Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2, s. 159-182.
- Tunalı, Pınar (2012); “*Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Politik Risk ve Türk İlaç Sektöründe Politik Riskin Değerlendirilmesi*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Tunay, Necla ve K. Batu Tunay (t.y.); “Türk Sigorta Sektöründe Kırılganlık: Krizlerin Etkilerini Öngörmek ve Korunabilmek,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Sayı 1, s. 1-25.
- Tuncay, Merve (2014); “*Finansal Piyasalardaki Sermaye Varlıklarının Değerlemesinde Politik Risklerin Etkisi: Türkiye Uygulaması*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- TÜİK (2019); http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1024, (Erişim Tarihi: 04.07.2019).
- Tükenmez, Nevser Mine ve Nilgün Kutay (2016); “Ülke Riskinin Hisse Senetleri Getirileri Üzerine Etkisi: Türkiye ve Arjantin Piyasaları İçin Bir Karşılaştırma,” *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 20, Sayı 2, s. 631-645.
- Tümer, Kenan (2018); “*Oil Prices, Gold Prices and Stock Markets: Evidence from Brics and Mint Economies*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Türe, Hasan, Soner Gökten ve Furkan Başer (2016); “Politik Risk ve Ekonomik Gelişmişlik Arasındaki İlişkinin İncelenmesinde Kapsamlı Bir Yaklaşım,” *İşletme Araştırmaları Dergisi/ Journal of Business Research-Türk*, Cilt 8, Sayı 4, s. 187-201.
- Unay, Cafer (1999); *Makro Ekonomi*, Vipaş A.Ş., Bursa.

- Uzay, Nisfet ve Emrah Koçak (2018); “Ülke Risk Göstergelerinin Toplam Faktör Verimliliği Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bulgular,” *Maliye Dergisi*, Sayı 175, s. 70-95.
- Van Horne, James C. ve John Martin Wachowicz (2008); *Fundamentals of financial management*, Pearson Education, England.
- Varlık, Batu (2017); “*Borsa İstanbul’da (BİST) Hisse Senedi Fiyatlarının Spektral Analizi*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Waqar, Osama (2016); “*Sanayi Üretim Endeksi Üzerinde Kalıcı ve Geçici Şokların Etkisi: Türkiye Üzerinde Uygulama*,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Yalçın, Kürşat, Murat Atan ve Derviş Boztosun (2005); “Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki,” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 27, s. 176-187.
- Yapraklı, Sevdâ ve Bener Güngör (2007); “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma,” *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt 62, Sayı 2, s. 199-218.
- Yesuf, Abdurahman Jemal (2018); “*Economic Policy Uncertainty, Global Oil Price, Interest Rate, and Stock Market Returns- A Cointegration and Causality Analysis*,” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yıldırım, Hasan Hüseyin, Ceren Yıldız ve Özgür Aydemir (2018); “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016,” *Maliye Finans Yazıları*, Cilt 1, Sayı 109, s. 9-30.
- Yıldırım, Kemal ve Doğan Karaman (2001); *Makroekonomi, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı*, Eskişehir.
- Yılmaz, Yunus (2017); “Sermaye Piyasasında İşletmeler Açısından Politik Riskin Değerlendirilmesi,” *International Journal of Management and Administration*, Cilt 1, Sayı 2, s. 39-44.

EKLER

Ek 1: Politik Risk Analiz Yöntemleri

POLİTİK RİSK ANALİZ YÖNTEMLERİ	
1. Bölge Turu	Bölge turu analizinde yabancı yatırımcı, yatırımın yapılacağı ülkeye bir inceleme ve değerlendirme ekibi gönderir. Bu ekip pazar araştırmasının yanı sıra ilgili ülkenin bürokratları ve iş insanlarıyla görüşmeler gerçekleştirir. Yöntemin sakıncası ise bu ziyaretler esnasında şirket ekibine ülkenin gerçek ekonomik ve politik durumunu yansıtmayan bilgiler verilebilir.
2. Danışmanlardan Yararlanma	Danışmanlardan yararlanma yönteminde ÇUŞ (Çok Ulusal Şirketler)'lar yatırım yapmayı planladıkları bölge hakkında o bölgeyi ya da ülkeyi iyi bilen diplomatlar, iş insanları, gazeteci vs. kişilerden danışmanlık alırlar. Bu kişiler bazen şirketlerde daimi personel olarak görev almaktayken bazen de sadece gerektiğinde danışmanlık hizmeti vermektedir. Yöntemin sakıncası ise danışmanlık hizmeti alınan bu kişilerin bilgi ve deneyimlerinin yeterli düzeyde olamaması durumunda ortaya çıkabilmektedir.
3. Delphi Tekniği	Delphi tekniğinde şirketler öncelikle yatırımın yapılacağı ülkenin politik tarihindeki etkileşim süreçlerini incelemektedir. Ülkenin askeri gücü, yabancı yatırımcıların karşılaştıkları problemler ve politik durum vb. ile ilgili koşulları değerlendirerek ağırlıklandırır ve oluşturulan kontrol listesi uzmanlar tarafından incelenir. Tekrar gözden geçirilen bu liste üzerinde uzmanlar anlaştıktan sonra önem sırası belirlenerek birleştirilir ve yüksek, orta ve düşük seviyelerinde politik risk ölçüsü oluşturulmaya çalışılır. Yöntemin sakıncası ise kontrol listesi oluşturulurken önemli bir unsurun gözden kaçırılması neticesinde yanıltıcı sonuçların çıkabilmesi olasılığıdır.
4. Kantitatif Yöntemler	Kantitatif yöntemlerde şirketler sübjektif yaklaşımların ulaştığı sonuçları sayısal anlamda doğrulama imkânı bulurlar. Bu yöntemlerde şirketler inceledikleri ülkelerin geçmişteki ve şuanki politik durumlarını tahmin etmeye ve ülkeyi etkileyen politik ilişkileri açıklamaya çalışmaktadırlar. Bu yöntemin sakıncası ise şirketlerin ve bu hesaplamaları yapan uzmanların kullandıkları nicel ölçüm yöntemlerini sürekli güncel tutma gereklilikleridir.
5. Entegre Analiz	Entegre analiz, yukarıda bahsedilen analiz yöntemlerinin bir arada kullanılarak bu yöntemlerin eksik noktalarının kapatılmasını sağlayan bir analiz yöntemidir. Politik risk tahmininde hem kantitatif hem de kalitatif yöntemlerin bir arada kullanılması neticesinde her bir yöntemin ayrı ayrı kullanılması halinde oluşabilecek olumsuzluklar çözülerek daha başarılı bir analiz süreci elde edilebilecektir.

Kaynak: A. Ercan Gegez (1997); "Politik Risk Analiz Yöntemleri ve Risk Değerlendirilmesinde Karşılaşılan Bazı Sorunlar," *Öneri*, Cilt 1, Sayı 6, s. 187-191.; Rudolph J. Rummel ve David A. Heenan (1978); "How multinationals analyze political risk," *Harvard Business Review*, Volume 56, No 1, s. 67-76.

Ek 2: Politik Risk Bileşenleri

POLİTİK RİSK BİLEŞENLERİ	
1. Hükümet İstikrarı (12 Puan)	Politik risk bileşenlerinden ilki olan hükümet istikrarı, özetle yatırım yapılacak ülkede yönetimin sıklıkla değişmemesi olarak ifade edilebilir. Daha ayrıntılı olarak ifade etmek gerekirse hükümetlerin programlarını belli bir disiplin çerçevesinde uygulaması ve görevde kalabilme yetisinin değerlendirilmesidir. Bu bileşen her biri en fazla 4, en az 0 puan verilen üç alt bileşenden meydana gelmektedir. Bu alt bileşenler; hükümet birliği, yasama gücü ve popüler destektir. Her bir bileşen için 4 puanlık bir netice çok düşük bir riski temsil ederken, 0 puan en yüksek risk anlamına gelmektedir.
2. Sosyoekonomik Şartlar (12 puan)	Sosyoekonomik şartlar, ülkedeki yatırımları kısıtlayabilecek veya sosyal memnuniyetsizliği körükleyebilecek sosyoekonomik baskıların bir değerlendirmesidir. Yine her biri 4 ile 0 arası puanlandırılan üç alt bileşenden meydana gelmektedir. Bu alt bileşenler; işsizlik, tüketici güveni ve yoksulluktur. Her bir bileşen için 4 puanlık bir netice çok düşük bir riski temsil ederken, 0 puan en yüksek risk anlamına gelmektedir.
3. Yatırım Profili (12 Puan)	Bu bileşende diğer sayılan politik risk bileşenlerinin dışında kalan yatırım riskini etkileyen faktörlerin değerlendirmesi yapılır. Bu bileşen de üç alt risk bileşeninden oluşmaktadır. Bu alt bileşenler; sözleşmenin uygulanabilirliği / kamulaştırma, karların geri dönüşü ve ödeme gecikmeleridir. Her bir bileşen için 4 puanlık bir netice çok düşük bir riski temsil ederken, 0 puan en yüksek risk anlamına gelmektedir.
4. İçsel Çatışmalar (12 Puan)	İçsel çatışma bileşeni, ülkedeki politik şiddetin ve yönetim üzerindeki gerçek veya potansiyel etkisinin değerlendirmesini ifade eder. En yüksek puanlama, hükümete silahlı veya sivil bir muhalefetin bulunmadığı ülkelere verilir ve hükümet, kendi halkına karşı doğrudan veya dolaylı olarak keyfi şiddete başvurmaz. En düşük puan, devam eden bir iç savaşta olan ülkeye verilir. Bu bileşenin alt bileşenleri; iç savaş / darbe tehdidi, terörizm / siyasi şiddet ve sivil bozukluktur. Her bir bileşen için 4 puanlık bir netice çok düşük bir riski temsil ederken, 0 puan en yüksek risk anlamına gelmektedir.
5. Dışsal Çatışmalar (12 Puan)	Dışsal çatışmalar bileşeni, görevde olan hükümete karşı şiddet içermeyen dış baskıdan (diplomatik baskılar, yardımın durdurulması, ticaret kısıtlamaları, toprak anlaşmazlıkları, yaptırımlar, vb.) şiddet içeren dış baskıya kadar (sınır ötesi çatışma) değişen risklerin değerlendirilmesidir. Dışsal çatışmalar, operasyonlar üzerindeki kısıtlamalardan ticaret ve yatırım yaptırımlarına, ekonomik kaynakların tahsisinde yaşanan çarpıklıklardan toplum yapısındaki şiddetli değişime kadar pek çok açıdan yabancı ticareti olumsuz etkileyebilir. Dışsal çatışmalar bileşeni de üç alt bileşenden oluşmaktadır. Bu alt bileşenler; savaş, sınır ötesi çatışma ve yabancı baskılardır. Her bir bileşen için 4 puanlık bir netice çok düşük bir riski temsil ederken, 0 puan en yüksek risk anlamına gelmektedir.
6. Rüşvet	

(6 Puan)	Politik sistem içerisinde rüşvetin yaygınlaşması; ekonomik ve finansal çevreyi bozmakta, yatırımcıların yetenekleriyle değil de farklı güç unsurlarını kullanarak devletin ve iş dünyasının verimliliğini azaltmakta ve sonuç olarak iç politikada istikrarsızlığa sebep olmaktadır. Bu sebeple yabancı yatırımcılar açısından önemli bir tehdit unsuru olarak kabul edilmektedir.
7. Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü (6 Puan)	Askeri kanadın siyasetteki rolüyle ilgili birçok etken bulunmaktadır. Öncelikle ordunun siyasete karışması genel olarak demokratik hesap verebilirliği azaltmaktadır. Diğer bir etken herhangi bir büyük iç ya da dış tehdit neticesinde savunma bütçesinin artması bütçedeki dengeleri değiştirecektir. Bir başka ve önemli etken ise ordunun yönetimi devralma tehdidi ya da tam anlamıyla devralması ve böyle bir durum neticesinde silahlı iç muhalefet gruplarının devreye girmesi gibi tüm unsurlarıyla yatırımcılar için bu bileşeni en önemli politik risk bileşenlerinden biri haline getirmektedir.
8. Dinsel Gerilimler (6 Puan)	Dinsel gerilimler, dini grupların yönetime hükmetme isteği, medeni hukukun yerini dinî hukukla değiştirmeyi ve diğer dinleri siyasi ve / veya sosyal süreçten çıkarmayı amaçlaması ve neticede dini özgürlüklerin kısıtlanmasını amaçlaması neticesinde oluşan bir politik risk bileşenidir.
9. Kanun ve Düzen (6 Puan)	Tek bir bileşenden oluşan ancak ayrı ayrı değerlendirilen kanun ve düzen diğer bir politik risk bileşenidir ve her biri 0'dan 3'e kadar puanlandırılır. Kanun unsuru değerlendirilirken hukuk sisteminin gücü ve tarafsızlığı göz önünde bulundurulurken, düzen unsuru, yasaların halkı gözetimi ve uygulanması ile ilgili bir değerlendirmedir.
10. Etnik Gerilimler (6 Puan)	Ülke içerisinde ırk, uyruk ve dil gibi farklılıklardan ortaya çıkabilecek gerilimlerin derecesini değerlendiren politik risk bileşenidir. Birbirlerine rakip etnik grupların hoşgörü ve uzlaşmaya isteksiz olmaları sebebiyle, ırksal ve milliyetçi gerilimlerin yüksek olduğu ülkelere düşük puan verilir. Bu farklılıklar mevcut olmakla birlikte, gerilimlerin az olduğu ülkelere ise daha yüksek puanlar verilir.
11. Demokratik Hesap Verebilirlik (6 Puan)	Demokratik hesap verebilirlik bileşeni hükümetlerin ülkenin yönetim şekline ve demokratik yapının şekline göre halka karşı ne kadar duyarlı olduğunun bir ölçüsüdür.
12. Bürokrasi Kalitesi (4 Puan)	Bürokrasinin kurumsal gücü ve kalitesi, hükümetler değiştiğinde politika revizyonlarını en aza indireyen bir başka bileşendir. Bu nedenle, bürokrasinin hükümet politikalarında ya da hükümet hizmetlerinde kesinti yapılmaksızın ciddi değişikliklere yol açmadan idare etme gücü ve uzmanlığına sahip olduğu ülkelere yüksek puanlar verilmektedir. Bu düşük riskli ülkelerde, bürokrasi politik baskıdan bağımsız bir şekilde işlemektedir. Aksi durumda yani bürokrasinin politik baskıdan bağımsız bir şekilde işleyemediği ülkeler, hükümette meydana gelecek bir değişimin bürokrasinin işleyişini olumsuz etkilemesi söz konusu olduğundan düşük puan almaktadırlar.

Kaynak: Llewellyn D. Howell (2011); "International Country Risk Guide Methodology," East Syracuse, NY: PRS Group.

Ek 3: Literatür Özet Tablosu

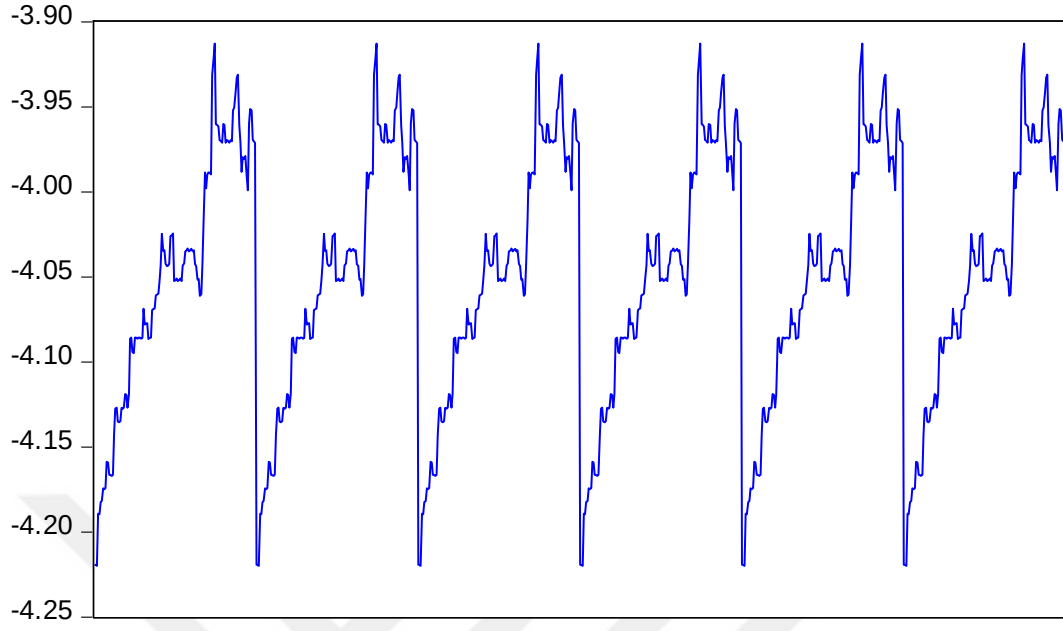
Yazar (Yıl)	Dönem	Ülke	Bulgular
Kaya, Güngör ve Özçomak (2014)	1998:1-2012:12	Türkiye	Politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü ilişki vardır.
Tuncay (2014)	1997:1-2013:6	Türkiye	Politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü ilişki vardır.
Erb, Harvey ve Viskanta (1996)	1984:1-1995:7	117 Ülke	Politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü ilişki vardır.
Perotti ve Oijen (2001)	1988-1995	31 Ülke	Politik risk ile gelişmekte olan ülkeler hisse senedi piyasası arasında negatif yönlü ilişki vardır.
Lehkonen ve Heimonen (2015)	2000-2012	49 Gelişmekte Olan Ülke	Politik riskin azalması hisse senedi getirilerini arttırmaktadır.
Çam (2010)	2000-2009	Türkiye	Ülke riski firma değerini olumsuz etkilemektedir.
Çam (2014)	2000-2009	Türkiye	Politik risk firma değerini olumsuz etkilemektedir.
Kara ve Karabıyık (2015)	1999:01-2013:12	Türkiye	Ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riskinden hisse senedi fiyatlarına doğru kısa ve uzun dönem nedensellik mevcut olup ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riski hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir.
Oral ve Yılmaz (2017)	1992-2004	Türkiye	Finansal ve politik riskte gerçekleşecek artışlar, BİST Sınai Endeksi'ni olumsuz etkilemektedir.
Ayaydın ve Karaaslan (2014)	2003-2012	Türkiye	Ekonomik, finansal, politik ve ülke riskindeki artışlar bankacılık sektörü hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilemektedir.
Ayaydın ve Karaaslan (2016)	2008-2013	Türkiye	12 Eylül 2010 Anayasa referandumu değişkeni ile firma yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, 29 Mart 2009 mahalli idareler seçimi ve 12 Haziran 2011 milletvekili genel seçimleri değişkenleri ile firma yatırımları arasında negatif ve anlamlı bir ilişkiye ulaşılmıştır.
Ayaydın, Pala ve Barut (2016)	2002:1-2015:12	Türkiye	Ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında olumsuz bir ilişki bulunmuştur.
Yapraklı ve Güngör (2007)	1986:1-2006:12	Türkiye	Ülke riski ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.
Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2015)	1993:12-2015:9	Türkiye	Politik riskin bankacılık sektörü üzerinde negatif yönlü ve anlamlı sonuçlar verdiği bulunmuştur.

Kök, Ekinci ve Yalçınkaya (2017)	1998-2015	Azerbaycan, Rusya, Türkiye ve Kazakistan	Ülke riski ve temel bileşenleri ile reel sektör performansı arasında eşbütünleşme mevcuttur.
Kim ve Mei (2001)	1989-1993	Hong Kong	Politik gelişmelerin hisse senedi piyasası volatilitesi ve getirileri üzerinde negatif bir etkisi bulunmaktadır.
Tükenmez ve Kutay (2016)	1996:10-2013:12	Türkiye ve Arjantin	Türkiye’de politik risk ve finansal risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli ve negatif yönde ilişkiye ulaşılmış olup Arjantin için ise, sadece finansal risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun ve negatif yönde ilişki tespit edilmiştir.
Chan ve Wei (1996)	1990:1-1993:5	Hong Kong ve Çin	Hang Sang endeksi için politik risk ile hisse senedi getirileri arasında ters yönlü ilişki bulunmuş olup politik riskin Red-Chip endeksi hisse senedi getirilerinin üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı belirtilmiştir.
Dimic, Orlov ve Piljak (2015)	1990-2013	64 Ülke	Politik riskteki artış hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilemektedir.
Bailey ve Chung (1995)	1986-1994	Meksika	Döviz kuru dalgalanmaları ve politik risk hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilemektedir.
Bilson, Brailsford ve Hooper (2002)	1984:1-1997:12	Pasifik Havzasındaki Gelişmekte Olan Ülkeler	Gelişmekte olan ülkelerde politik risk hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilemektedir.
Diamonte, Liew ve Stevens (1996)	1985:1-1995:6	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Politik riskteki düşüş gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre hisse senedi getirilerini daha fazla arttırmaktadır.
Le ve Zak (2006)	1976-1991	45 Gelişmekte Olan Ülke	Anayasaya aykırı hükümet değişikliği, iç ayaklanmalar gibi politik risk bileşenlerinin artışı neticesinde sermayenin kaçışının hızlanmaktadır.
Lensink, Hermes ve Murinde (2000)	1971-1991	84 Gelişmekte Olan Ülke	Politik risk sermayenin kaçışına sebep olmaktadır.
Khan ve Akbar (2013)	1986-2009	94 Ülke	Politik risk ile DYY’lar arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur.
Kanlı ve Aydoğuş (2017)	Farklı Dönemler	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Ülke riski gelişmekte olan ülkelerde DYY girişini negatif yönde etkilemekte iken gelişmiş ülkelerde bu etkinin anlamsızdır.
Busse ve Hefeker (2007)	1984-2003	83 Gelişmekte Olan Ülke	Yabancı yatırım girişlerinde hükümet istikrarı, yolsuzluk, içsel ve dışsal çatışmalar, etnik gerilimler, kanun ve düzen, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasi kalitesi gibi politik risk unsurlarının yabancı yatırımcının gelmesinde önemli belirleyicilerdir.

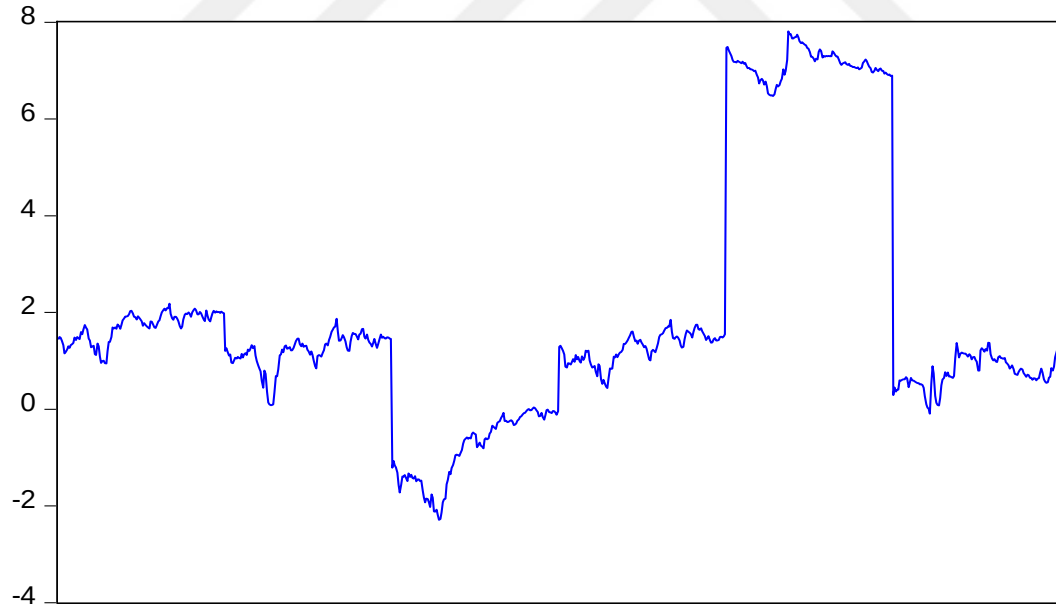
Behname (2012)	1984-2008	Pasifik Kıyısı Ülkeleri	Yolsuzluk, dışsal çatışmalar, içsel çatışmalar, yatırım profili ve askeri kanadın siyasete etkisi DYY'lar üzerinde önemli etkiye sahiptir.
Duyvesteyn, Martens ve Verwijmeren (2016)	1993:12-2014:4	11 AB Üyesi Ülke	Politik riskteki düşüş tahvil getirilerini olumlu etkilemektedir.
Uzay ve Koçak (2018)	1984-2005	Türkiye	Ekonomik risk, politik risk ve birleşik riskin azalması TFV'ni pozitif yönde etkilerken, finansal risk ile TFV arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.
Jimenez (2011)	1999-2006	Güney Avrupa, Kuzey Afrika, Orta ve Doğu Avrupa'daki yeni AB üyesi ülkeler	Yüksek seviyedeki politik riskin daha yüksek oranda DYY girişine neden olduğu belirtilmiştir.
Huang, Wu, Yu ve Zhang (2015)	1998-2007	34 Ülke	Politik risk ile tahvil getirileri arasında olumlu bir bağlantıya ulaşılmıştır.
Cutler, Poterba ve Summers (1989)	1971-1986	ABD	Politik ve makroekonomik haberler hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkiye sahip değildir.
Sissani ve Belkacem (2014b)	1990-2012	Cezayir	Politik riskin DYY'lar üzerinde önemli bir etkisi bulunmazken, finansal risk ise etkilidir.
Sissani ve Belkacem (2015)	1990-2012	Cezayir	Politik riskin DYY'ların gelmesinde önemli bir etkiye sahip olmadığı, ekonomik ve finansal riskin ise DYY üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir.
Almahmoud (2014)	2005:1-2012:12	Suudi Arabistan	Politik risk, ekonomik ve finansal riske göre daha az dikkate alınmaktadır.
Beaulieu, Cosset ve Essaddam (2005)	1990:1-1996:12	Kanada	Quebec eyaletinin bağımsızlığı ile ilgili politik haberlerden Quebec bölgesindeki firmaların hisse senetleri etkilenirken, Kanada genelinde ise etkili değildir.
Richard ve Deddouche (1999)	1989-1998	Gelişmekte Olan Ülkeler	Ülke riskinin bankaların piyasa değerleri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

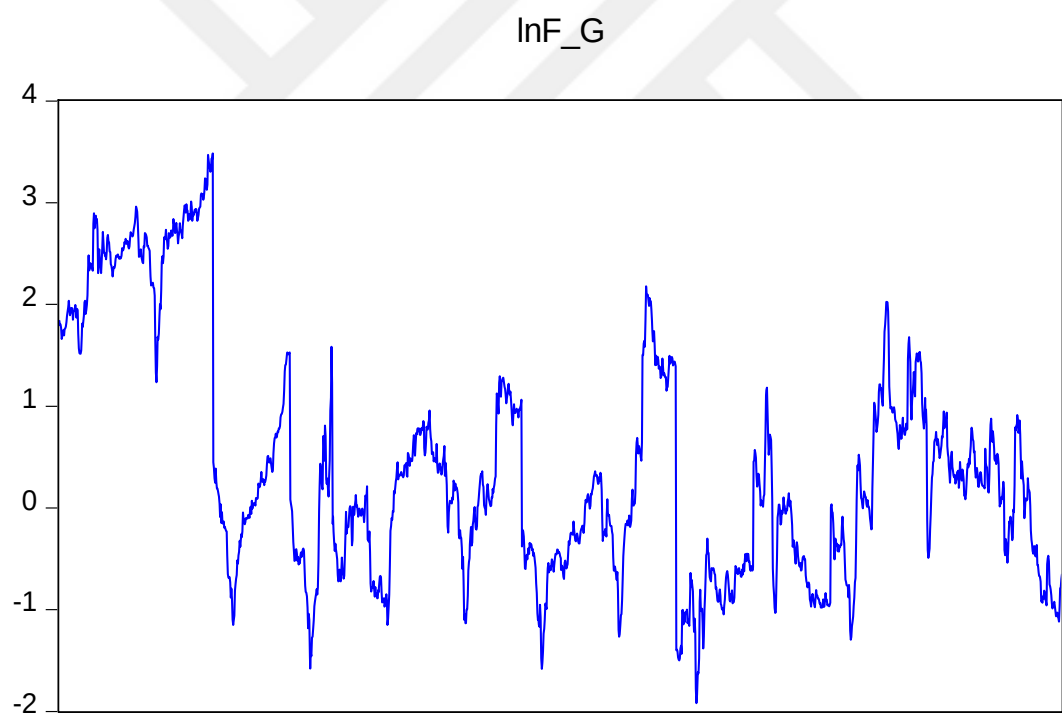
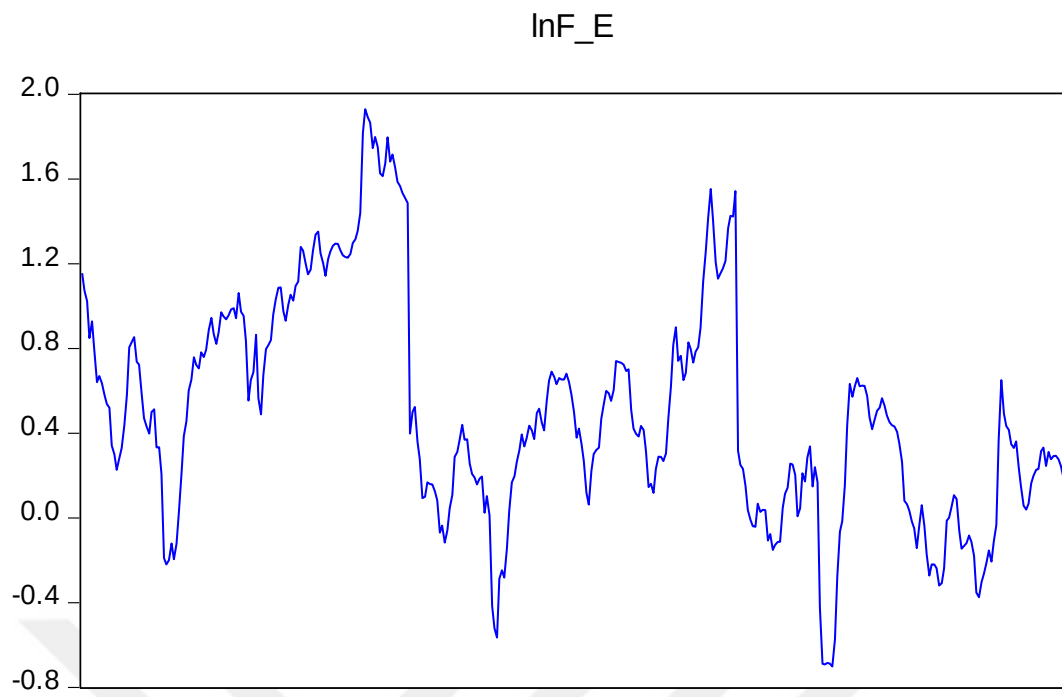
Ek 4: Değişkenlerin Grafıksel Gösterimi

lnPRISK

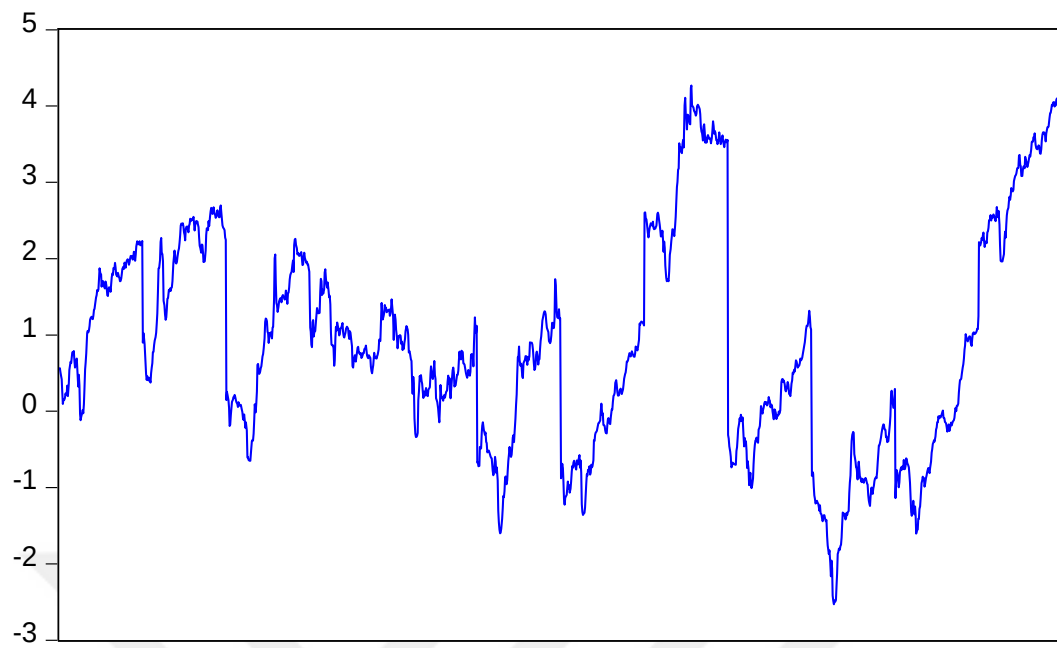


lnF_B

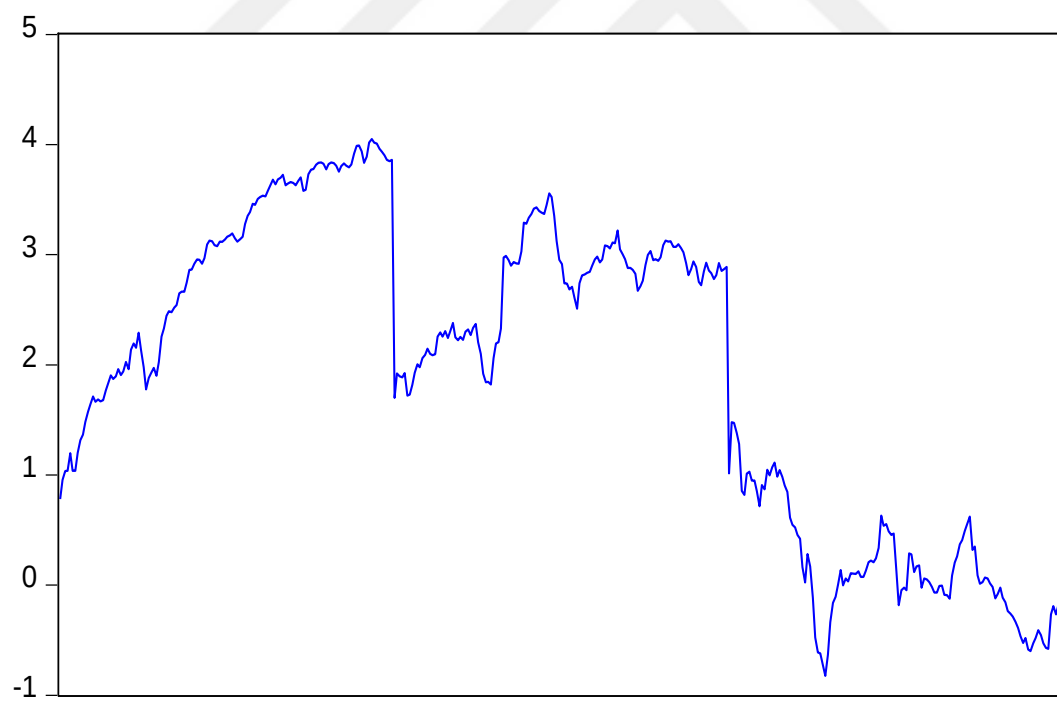




lnF_K



lnF_P



ÖZ GEÇMİŞ

1982 yılında Zonguldak'ta doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Zonguldak'ta tamamladı. 2004 yılında Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nden mezun oldu. 2006 yılında Türkiye İstatistik Kurumu Zonguldak Bölge Müdürlüğü'nde çalışmaya başladı ve halen aynı kurumda çalışmaktadır. Evli ve iki çocuk babasıdır.

