

T.C.
GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ÜLKE RİSKİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL'A KAYITLI TİCARİ BANKALAR ÜZERİNE
BİR UYGULAMA

(Effect of Country Risk to Share Earnings: An Application on Marchent Banks
Registered to İstanbul Stock Exchange)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hüseyin Enes ERKOÇAK

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM

GÜMÜŞHANE

Mart, 2015

TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI

Yrd. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM danışmanlığında, Hüseyin...
Emel ERİSOĞAK tarafından hazırlanan "Ülke Ruknı Hisse Senedi
Getirilerine Etkisi: Bist ile Kayıtlı Ticari Bankalar Üzerine Uygulan
başlıklı çalışma, 23 / 03 / 2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda
başarılı bulunarak jürimiz tarafından ...İşletme.....Anabilim
Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi (Başkan):

Doç. Dr. Binyamin ER

Jüri Üyesi (Danışman):

Yrd. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM

Jüri Üyesi :

Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI

İmza:

.....

İmza:

.....

İmza:

.....

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

.. / .. / ..

Doç. Dr. Mevlüt ERTEN
Enstitü Müdürü

TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Ülke Riskinin Hisse Senedi Getiri Oranlarına Etkisi: Borsa İstanbul’ a Kayıtlı Ticari Bankalar Üzerine Bir Uygulama ” başlıklı çalışmamın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

<input checked="" type="checkbox"/>	Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezim sadece Gümüşhane Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

15 / 04 / 2015

Öğrenci Adı Soyadı: Hüseyin Enes ERKOÇAK

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın oluşumunda benden bilgi ve deneyimlerini, yardımlarını ve katkılarını esirgemeyen danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM' a, uygulama aşamasında yardımlarından dolayı Sayın Yrd. Doç. Dr. Nuri Baltacı' ya, bugüne kadar attığım her adımda yanımda olan ve desteklerini esirgemeyen değerli eşim Hilal'e ve aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

H. Enes ERKOÇAK
GÜMÜŞHANE, 2015

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

DIŞ KAPAK	
DIŞ KAPAK PENCERESİ	
İÇ KAPAK.....	I
TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI.....	II
TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI.....	III
ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET.....	X
ABSTRACT.....	XI
TABLolar LİSTESİ.....	XII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIII
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. HİSSE SENEDİ, HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Hisse Senedinin Tanımı.....	4
1.2. Hisse Senedinin Türleri.....	5
1.2.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri.....	5
1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	6
1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri.....	7
1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri.....	7
1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri.....	8
1.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri.....	8
1.3.1. Kar Payı Hakkı.....	8
1.3.2. Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı).....	9
1.3.3. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı.....	9
1.3.4. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı.....	10
1.3.5. Oy Hakkı.....	10

1.3.6. Bilgi Alma Hakkı.....	10
1.3.7. Sermaye Borcu.....	10
1.3.8. Sır Saklama Borcu.....	11
1.4. Hisse Senetlerinde Değer Tanımları.....	11
1.4.1. Nominal Değer.....	11
1.4.2. Defter Değeri.....	11
1.4.3. Piyasa (Borsa) Değeri.....	12
1.4.4. İhraç (Emisyon) Değeri.....	13
1.4.5. Gerçek Değeri.....	13
1.4.6. Tasfiye (Likidasyon) Değeri.....	13
1.4.7. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	14
1.5. Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler.....	14
1.5.1. İşletme İçi Faktörler.....	14
1.5.1.1. Sermaye Yapıları.....	15
1.5.1.2. Kurumsal Yönetim.....	16
1.5.1.3. İçerden Öğrenenlerin Ticareti.....	16
1.5.1.4. Manipülasyon.....	17
1.5.1.5. Tahmini İşletme Kazancı.....	18
1.5.1.6. Kar Payı Dağıtım Politikası.....	18
1.5.1.7. Finansal Raporlarda Belirtilen Bilgilerin Kalitesi.....	19
1.5.1.8. Entelektüel Sermaye.....	20
1.5.2. İşletme Dışı Faktörler.....	21
1.5.2.1. Makro Ekonomik Faktörler.....	21
1.5.2.1.1. Para Arzı.....	22
1.5.2.1.2. Döviz Kuru.....	24
1.5.2.1.3. Faiz Oranı.....	25
1.5.2.1.4. Enflasyon.....	26
1.5.2.1.5. Sanayi Üretim Endeksi.....	27
1.5.2.1.6. Gayri Safi Milli Hasıla.....	28
1.5.2.1.7. Dış Ticaret Dengesi.....	28
1.5.2.2. Endüstri İle İlgili Faktörler.....	29
1.5.2.2.1. İşletmenin Faaliyet Konusu.....	29

1.5.2.2.2. İşletmenin Bulunduğu Sektör İçindeki Konumu ve Payı.....	29
1.5.2.2.3. Endüstrideki Rekabet Düzeyi.....	30
1.5.2.2.4. Sektörde Devletin Sağladığı Teşvikler.....	30
1.5.2.3. Diğer Faktörler.....	31
1.5.2.3.1. Siyasi Faktörler.....	31
1.5.2.3.2. Spekülasyon	31
1.5.2.3.4. Mevsimsel Hareketler.....	32
1.5.2.3.5. Piyasa Psikolojisi.....	33
1.6. Türkiye’ de Hisse Senedi Piyasası.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

2. HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA RİSK VE GETİRİ KAVRAMI

2.1.1. Kar Payı Getirisi.....	35
2.1.2. Sermaye Kazancı.....	36
2.2. Hisse Senedi Yatırımlarında Risk Kavramı.....	36
2.2.1. Sistematik Risk Kavramı.....	36
2.2.1.1. Piyasa Riski.....	37
2.2.1.2. Faiz Oranı Riski.....	37
2.2.1.3. Kur Riski.....	38
2.2.1.4. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski	38
2.2.1.5. Politik Risk.....	39
2.2.1.6. Ülke Riski.....	40
2.3. Ülke Riskinin Gelişimi (Ülke Riski Kavramı, Gelişimi ve Analizinin Amacı).....	40
2.3.1. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler.....	42
2.3.1.1. Ekonomik Risk Faktörleri.....	45
2.3.1.1.1. Cari İşlemler / Ödeme Dengesi.....	47
2.3.1.1.2. Borç Servis Oranı.....	48
2.3.1.1.3. Enflasyon Oranı.....	48
2.3.1.1.4. Ekonomik Gelişme	49
2.3.1.1.5. Uluslararası Rezervler	50
2.3.1.2. Sosyal Risk Faktörleri	50

2.3.1.3. Politik Risk Faktörleri.....	50
2.3.1.4. Finansal Risk Faktörleri.....	54
2.3.2. Ülke Riskinin Ölçülmesi.....	55
2.3.2.1. Derecelendirme Şirketleri.....	57
2.3.2.1.1. Standart & Poor's Derecelendirme Şirketi.....	60
2.3.2.1.2. Moody's Investors Derecelendirme Şirketi.....	62
2.3.2.1.3. Fitch Derecelendirme Şirketi.....	64
2.3.2.1.4. Duff & Phelps Derecelendirme Şirketi.....	66
2.3.2.2. Ülke Riski Ölçüm Kuruluşları.....	67
2.3.2.2.1. Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsü.....	68
2.3.2.2.2. Institutional Investor Dergisi.....	69
2.3.2.2.3. Euromoney Dergisi.....	70
2.3.2.2.4. Economist Intelligence Dergisi.....	71
2.3.2.2.5. International Country Risk Guide.....	72
2.3.3. Ülke Riskinin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler.....	74
2.3.3.1. Tam Kalitatif Yöntemler.....	75
2.3.3.2. İstatistik Verileri ile Yapısal Kalitatif Yöntemler.....	75
2.3.3.3. Kontrol Listesi ile Yapısal Kalitatif Yöntemler.....	77
2.3.3.4. Kantitatif Yöntemler.....	78
2.3.3.4.1. Diskriminant Analizler.....	78
2.3.3.4.2. Temel Bileşenler Analizi.....	79
2.3.3.4.3. Logit ve Probit Analizler.....	80
2.3.3.4.4. Classification and Regression Tree (CART) Yöntemi.....	80
2.2.2. Sistemik Olmayan Riskler.....	81
2.2.2.1. Faaliyet Riski.....	82
2.2.2.2. Finansal Risk.....	82
2.2.2.3. Yönetim Riski.....	83
2.2.2.4. İş ve Endüstri (Sektör) Riski.....	84
2.2.2.5. Likidite Riski.....	85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**3. ÜLKE RİSKİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNE KAYITLI TİCARİ BANKALAR
ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

3.2. Araştırmanın Yöntemi.....	87
3.3. Araştırmada Kullanılan Model ve Değişkenler.....	92
3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Tanıtılması.....	94
3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Tanıtılması.....	94
3.3.3. Kontrol Değişkenlerinin Tanıtılması	95
3.4. Model Çalışmasına İlişkin Bulgular.....	98
3.4.1. Tanımlayıcı (Temel) İstatistiklerin Yorumlanması.....	98
3.4.2. Değişkenler Arasındaki İlişkinin Yorumlanması.....	99
3.4.3. Model Uygulamasına Ait Ana Regresyon Sonuçları	101
DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER.....	106
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	113
EKLER.....	132
ÖZGEÇMİŞ.....	156

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ÜLKE RİSKİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'A KAYITLI TİCARİ BANKALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Hüseyin Enes ERKOÇAK

2015, XIII+ 156 sayfa

Günümüz sermaye piyasalarında, küreselleşmenin etkisiyle yabancı sermayenin ekonomik kalkınmaya olan katkısı daha iyi anlaşılır hale gelmiştir. Ülkeler, sınır ötesi ekonomik ilişkilerin geliştirilebilmesi ve yabancı sermayenin çekilebilmesi için uluslararası alanlarda daha karlı pazar arayışları içine girmektedir. Bu durum yatırımcılara farklı sektörlerde yeni iş olanakları sunma, ithalat ve ihracatı artırma gibi katkılar sağlamaktadır. Ancak yatırımcılar sınır ötesi yatırımları ile kar elde etmek isterken, katlanmaları gereken riskler artmakta ve yatırımlarından kaynaklanan ülke riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Ülke riskinin hisse senedi getiri oranlarına etkisini konu alan bu çalışmanın amacı; ülke riskinin Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 12 adet ticari bankanın hisse senedi getiri oranlarını nasıl ve ne ölçüde etkilediğini test etmektir. Araştırma 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık süreyi kapsamaktadır. İlgili dönemlerde, kullanılan bankaların 3'er aylık verileri ile International Country Risk Guide (ICRG)'den temin edilen ülke riski primleri panel veri analizi yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye'de 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık dönemde ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinden ekonomik risk primi ve politik risk priminin BİST' 100 endeksine kayıtlı ticari bankaların hisse senedi getiri oranlarını negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Ülke Riski, Ekonomik Risk, Politik Risk, Finansal Risk, Hisse Senedi Getirileri, Ticari Bankalar

ABSTRACT

MASTER THESIS

EFFECT OF COUNTRY RISK TO SHARE EARNINGS: AN APPLICATION
ON MERCHANT BANKS REGISTERED TO İSTANBUL STOCK EXCHANGE

Hüseyin Enes ERKOÇAK

2015, XIII+ 156 page

Nowadays in capital markets, power of globalization, contribution of foreign capital to economic development becomes more understandable. Countries begin a quest more earnings, for the development of transboundary economic relations and the attracting foreign capital in international area. This contributes to investor in different segments as new offer a business opportunity and increase of imports and exports. But, while investors make profit with transboundary investment, they takes a risk which must be endure and confronted with the risk arising from investments.

The aim of this study which is about the effect of country risk to return on equity is tests 12 merchant banks that operand İstanbul Stock Exchange (BIST) and operate banking sector how and what extent effect of country risk to return on equity. Research includes a span of 11 years between 2003 – 2013. In relevant periods utilised quarterly data of banks and country risk premium obtained from International Country Risk Guide (ICRG) are tested by using panel data analysis metod.

As a result, country risk economic risk premium politic risk premium from ingredients of country risk and merchant banks registered to BIST 100 index return on equity negative influence located in 11 years session between 2003 – 2013 in Turkey.

Keywords: Country Risk, Economic Risk, Political Risk, Financial Risk, Share earnings, Merchant Banks

TABLOLAR LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
Tablo 2.1.	Ülke Riskini Etkileyen Faktörler.....	44
Tablo 2.2.	Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler	47
Tablo 2.3.	Derecelendirme Şirketleri.....	58
Tablo 2.4.	Kredi Derecelendirme Şirketleri Sembolleri	59
Tablo 2.5.	S&P' s Derecelendirmeleriyle Yansıtılan Görüşlerin Genel Özeti.....	60
Tablo 2.6.	S&P Ülke Risk Göstergeleri.....	62
Tablo 2.7.	Moody's Ülke Risk Göstergeleri	64
Tablo 2.8.	Fitch Ülke Risk Göstergeleri	65
Tablo 2.9.	Duff and Phelps Derecelendirme Kullandığı Notlar ve Anlamları.....	66
Tablo 2.10.	BERI Değişkenleri ve Ağırlıkları	69
Tablo 2.11.	Institutional Investor Ülke Risk Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler.....	70
Tablo 2.12.	Euromoney Ülke Riski Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler	71
Tablo 2.13.	ICRG Ülke Riski Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler.....	73
Tablo 2.14.	ICRG Ülke Risk Kategorileri	74
Tablo 2.15.	Kontrol Listesinin İçerdiği Göstergeler.....	77
Tablo 3.1.	Modeldeki Kontrol Değişkenlerinin Kullanıldığı Bazı Çalışmalar	97
Tablo 3.2.	Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	98
Tablo 3.3.	Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi.....	100
Tablo 3.4.	Panel Veri Sonuçları.....	102

KISALTMALAR LİSTESİ

<u>Kısaltma</u>	<u>Kısaltma Açılımı</u>	<u>Sayfa No</u>
s.	1: Sayfa.....	4
SPK	2: Sermaye Piyasası Kurulu.....	5
TTK	3: Türk Ticaret Kanunu.....	6
A.g.e.	4: Adı geçen eser.....	7
ss.	5: Sayfa sayısı.....	18
TÜFE	6: Tüketici Fiyatları Endeksi.....	27
SÜE	7: Sanayi Üretim Endeksi.....	27
TÜİK	8: Türkiye İstatistik Kurumu.....	27
GSYİH	9: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla.....	45
IMF	10: Uluslararası Para Fonu.....	76

GİRİŞ

Küreselleşmenin, ülkeler arası rekabetin ve ekonomik anlamda bütünleşebilmek için sınır ötesi ticaretin önemli boyutlara ulaştığı bir dünyada ülkelerin birbirleriyle sıkı ilişkiler içerisinde girmeleri kaçınılmaz hale gelmektedir. Globalleşmenin ve günümüzde kullanılan teknolojinin pozitif etkileriyle birlikte, ülkeler; ekonomiden politikaya, sosyal yapılardan finansal sistemlere ve daha birçok alanlarda birbirleriyle iç içe girmektedirler. Ülkelerin ekonomik alanlarda daha iyi kalkınabilmeleri ve gelişmiş ülke statüsüne erişebilmeleri, sermayenin ulusal piyasalarla birlikte uluslararası piyasalarda da serbest bir şekilde dolaşabilmesi ile mümkündür.

Günümüzde, küreselleşmenin etkisiyle, yabancı sermayenin ulusal kalkınmaya olan katkısı daha iyi anlaşılır hale gelmiştir. Ülkeler, sınır ötesi ekonomik ilişkilerin ve ticaretin geliştirilebilmesi için uluslararası alanlarda daha karlı pazar arayışları içine girmektedir. Bu durum ülkelere farklı sektörlerde yeni iş olanakları sunmakta, ithalat ve ihracat' ı artırmakta ve ulusal kalkınmaya katkı sağlamaktadır. Yabancı sermaye yatırımları, ülkelere; işgücünün gelişmesi, yabancı teknolojilerin transfer edilmesi, fiziksel ve yönetim teknolojilerinin geliştirilmesi, yeni pazarlama yöntemleri ve vergi gelirleri gibi katkılar sağlamaktadır. Bu nedenle ülkeler; ekonomik işlevlerini devam ettirebilmek ve ekonomik kalkınmayı geliştirebilmek için ihtiyaç duydukları fonları, uluslararası piyasalardan yani yabancı sermaye yatırımlarından temin edebilmek için sınır ötesi pazarlardaki ticaret akışına önem vermektedir. Ancak uluslararası ticaret bazı risk ortamlarını da beraberinde getirmektedir.

Yatırımcılar, ülke içerisinde yapacakları yatırımlarda sistematik ve sistematik olmayan riskleri dikkate almaları gerekirken uluslararası pazarlarda yapacakları yatırımlarda, güvenli pazarlar bulabilmek ve bulunan pazarlara ne kadar güvenileceğini belirleyebilmek için bu risklerin dışında ülke riskini de dikkate alarak yatırım kararı almak zorundadırlar.

Ülke riski, yatırım yapılacak veya kredi açılacak olan bir ülkenin dış borçlarını ödeyebilme kapasitesi olarak ifade edilmekte olup, ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik, politik, sosyal ve finansal durumları ve finansal yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü ölçmede kullanılan önemli bir göstergedir. Ülke riski bulunduğu ülkedeki yatırımcıları ve işletmeleri doğrudan etkilediği gibi ülkedeki işletmelerle ticari ilişki içerisinde bulunan veya ülkeye yatırım yapan yabancı ülkedeki yatırımcıları da

etkilemektedir. Bu nedenle yatırımcıların bu ülkede yatırım yapmalarını ve yabancı sermayenin ülkeye girmesini de olumsuz etkilemektedir.

Yatırımcılar, uluslararası piyasalarda yatırım kararı alırken, yatırım yapacakları ülkelerle ilgili risk analizlerini göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Ülke risk analizleri yatırımcıya daha önce riskli ülkeler grubunda bulunan bir ülkenin durumunda düzelme olup, olmadığını veya riskli olmayan bir ülkenin gelecekte durumunu koruyup, koruyamayacağını değerlendirme imkânı sağlamaktadır. Ülke risk analizleri işletmeler tarafından bizzat yapılabileceği gibi çeşitli uluslararası kuruluşlar ve derecelendirme şirketleri tarafından da yapılmaktadır. Günümüzde, dünya piyasaları tarafından, ülke risk ölçümleri ve endeksleri en çok dikkate alınan kuruluşların başında; Amerika Birleşik Devletleri kökenli Standart&Poors, Moddy's, Fitch Ratings ve International Country Risk Guide (ICRG) gelmektedir. Bu kuruluşlar tarafından ülkelere ait ekonomik, finansal ve sosyo politik risk primlerinden hesaplanan ülke risk puanları, ülkelerin sermaye piyasalarını ve bu piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin yapacakları yatırımları yakından etkilemektedir. Bu nedenle ülke risk analizi yapan derecelendirme şirketleri ve bağımsız kuruluşlar tarafından hazırlanan ülke risk endeksleri uluslararası ticareti yakından etkileyen en önemli unsurlar arasında yer almakta ve Türkiye gibi gelişmekte olan ve ekonomik kalkınması çoğunlukla yabancı sermayeye bağlı olan ülkeleri önemli ölçüde etkilemektedir.

Günümüzde meydana gelen bölgesel ve küresel ekonomik krizlerde, uluslararası yatırımcıların yatırımlarından doğan zararlarda ve ülkelerarası ithalat-ihracat' ta meydana gelen krizlerde ülke riskinin önemli bir unsur olduğunun anlaşılması; ülke riskini, ülke riskinin hisse senedi piyasalarıyla olan ilişkisini ve hisse senedi fiyatlarına olan etkisini finans literatürünün önemli araştırma konularından biri haline getirmiştir.

Ülke riskinin hisse senedi getiri oranlarına etkisini konu alan bu çalışmanın amacı; ülke riskinin, hisse senedi getiri oranlarına etkisini teorik olarak incelemek ve ülke riskinin, Borsa İstanbul (BİST)' de işlem gören ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 12 adet ticari bankanın hisse senedi getiri oranlarını nasıl ve ne ölçüde etkilediğini ekonometrik yöntemlerle ortaya koymaktır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; hisse senedi hakkında temel bilgilere yer verilmiş ve bu kapsamda hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri,

hisse senedi sahibinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler ve hisse senedi değeri tanımları üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde; hisse senedi piyasalarında risk ve getiri kavramları tanımlanmış, çalışma konusu olan ve hisse senedi getirilerini etkileyen sistematik riskler arasında yer alan ülke riski üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde ise; 2003–2013 yılları arasındaki on bir yıllık dönemde, ekonomik, politik, sosyal ve finansal risk unsurlarını içeren ülke riski ile Türkiye’de faaliyet gösteren 12 adet ticari bankanın hisse senedi getirileri arasında ampirik bir ilişki olup olmadığı oluşturulan ekonometrik model yardımıyla test edilmekte ve ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ, HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümünde, ülke riski ve ülke riskinin hisse senedi piyasaları getirisi üzerindeki etkisinin incelenmesine geçmeden önce, çalışma konusu olan hisse senedi hakkında temel bilgilere yer verilmiş ve bu kapsamda hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri, hisse senedi sahibinin hak ve yükümlülükleri, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler ve hisse senedi değer tanımları üzerinde durulmuştur.

1.1.Hisse Senedinin Tanımı

Türk Ticaret Kanununda Hisse senedi kavramıyla ilgili kesin bir tanım bulunmamakla birlikte kanunun ilgili maddesinde anonim ortaklık: “bir unvana sahip, esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan ortaklık” şeklinde tanımlanmakta ve “ortakların sorumluluğu, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır” denilmek suretiyle hisse senedi kavramının nitelikleri belirlenmiş bulunmaktadır¹. Literatürde hisse senetleriyle ilgili yapılan tanımlamalardan bazıları aşağıda verilmiştir.

Sermaye piyasası araçlarından olan ve literatürde, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senetleri; anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır². Hisse senetleri, sermaye piyasalarındaki fon arz ve talebine aracılık eden menkul kıymetlerin başında gelmekte, sahiplerine temettü ve sermaye kazancı sağlamaktadır³.

Hisse senetleri, anonim ortaklıklarda işletme sermayesinin belirli bir bölümünü oluşturan ve payları temsil etmek üzere çıkarılan, kıymetli evrak niteliğindeki paydaşlık belgeleridir⁴, ve bu belgeler senedi elinde bulunduran kişinin, ilgili işletme

¹ Mustafa Sağcan, “Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri”, İzmir, 1987, s.55.

² İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, “Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar, Kurumlar, Araçlar”, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2001, s.142.

³ Metin Aktaş ve Saffet Akdağ, “Türkiye’de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları İle İlişkilerinin Araştırılması” **International Journal Social Science Research**, 2(1), 2013, s.51.

⁴ Ali Ceylan ve Turan Korkmaz, “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”, Bursa: Ekin Yayınevi, 1998, s. 55.

sermayesinde, senet üzerinde yazılı tutar kadar ortaklık ve sorumluluğunun bulunduğunu göstermektedir⁵.

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkartabilen anonim ortaklık ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklar tarafından çıkarılmaktadır⁶. Ancak SPK, md. 4 e göre, komandit şirketler tarafından çıkarılan hisse senetleri halka arz yoluyla satılamamaktadır⁷. Sermaye şirketlerinin hisse senedi çıkarabilmeleri için Sermaye Piyasası kurulundan izin almaları gerekmektedir.

Türkiyede'ki mevzuata göre, özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlarda hisse senedi çıkarabilirler⁸. Bunlar; Anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, bazı bankalar, T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, genel mağazalar, anonim şirket halinde kurulmuş olan kamu iktisadi teşebbüsleri, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları gibi özel kanunlarla kurulan şirketler, Toplu Konut İdaresi ve Kamu Ortaklığı İdaresi gibi şirket ve kuruluşlardır⁹.

1.2. Hisse Senedinin Türleri

Hisse senetleri; tedavüllerine göre, sermayeyi temsil edip etmediklerine göre, sermaye artışlarına göre, nominal değerlerine göre ve sahiplerine sağladığı haklar açısından çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir.

1.2.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetleri tedavül ve devir şekli bakımından, nama ve hamiline olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Şirket defterinde yazılı kişiler adına düzenlenen, mülkiyet devri ana sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça senedin satın alana teslimi ve şirket defterine kaydı ile gerçekleşen hisse senetlerine nama yazılı hisse senetleri, üzerinde sahibinin adı

⁵ Ümit Ataman ve Halil Kibar, "Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması", İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1999, s. 29–30.

⁶ Selahattin Tuncer, "Türkiye Sermaye Piyasası", 1. Baskı, İstanbul: Okan Matbaası, 1985, s. 204.

⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", 21. Basım, İstanbul: İMKB Yayınları, 2011, s.195.

⁸ Mehmet Baha Karan, "Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi", Ankara: Gazi Kitabevi, 2001, s. 303.

⁹ Sudi Apak, "Sermaye Piyasaları ve Borsa", İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s. 95.

yazmayan, hisse senedi kimin elinde ise, o kişinin hak sahibi sayıldığı hisse senetlerine ise hamiline yazılı hisse senetleri denilmektedir¹⁰.

Hisse senedi ihraç edecek olan şirketler ihraç edilecek olan senetlerin ne kadarının hamiline, ne kadarının nama yazılı olarak çıkarılacağını ve bu senetlerin hangi ortaklara ihraç edileceğini ana sözleşmelerinde göstermektedirler. Bu ayrımın önemi ise hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır¹¹.

Nama yazılı hisselerin devri, ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketteki pay defterine kaydedilmesi ile gerçekleşmekte, hamiline yazılı hisselerde ise devir işlemi teslim ile tamamlanmaktadır¹².

Nama yazılı hisse senetlerinin, ortak sayısının belirli olması, ortakların tanınması ve takibinin kolay olması gibi yararlarının yanı sıra devrinin uzun ve bürokratik işlem gerektirmesinden dolayı hisse senetlerinin piyasadaki dolaşımını geciktirmekte ve hisse senedi değerinin likitidesini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle alım satım işlemlerinin kolay ve hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesinden dolayı hamiline yazılı hisse senetleri daha avantajlı konuma sahip olmakta ve tercih edilmektedir.

1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri sahiplerine sağladıkları çıkar açısından, adi ve imtiyazlı olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlayan hisse senetlerine adi hisse senetleri denir¹³. Adi hisse senetleri, sahiplerine genel kurulda kârdan ve tasfiyeden eşit pay alma hakkı ve oy hakkı sağlarlar¹⁴. Ayrıca daha önce belirtilen haklara ek olarak sahiplerine yönetici seçme, şirket aktiflerinin satışı ve farklı işletmelerle birleşme durumlarında söz hakkı sağlamaktadırlar¹⁵.

Adi hisse senetlerine nazaran kara iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından TTK.401.maddesine dayanarak ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı

¹⁰ <http://akademik.mu.edu.tr /Icerik/abayrakdaroglu/Dokuman>, Erişim Tarihi: 25.11.2013.

¹¹ Muharrem Karşlı, "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", İstanbul: Kral Matbaası, 1989, s. 342.

¹² <http://www.ticaretkanunu.net/makale-16/>, Erişim Tarihi: 26.11.2013.

¹³ İMKB, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", İstanbul, İMKB Yayınları, 2008, s. 187.

¹⁴ Lawrence J Gitman, "Principles of Managerial Finance", Tenth Edition, New York: Addison-Wesley Series, 2003, p. 25.

¹⁵ Ceylan ve Korkmaz, "İşletmelerde Finansal Yönetim", Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2008, s. 515.

haklar sağlayan senetlere imtiyazlı hisse senetleri denilmektedir¹⁶. Kar payı ayrıcalığı, yönetim ayrıcalığı ve tasfiye varlığı üzerindeki ayrıcalıklar sağlanan imtiyazlar olarak belirtilmektedir¹⁷.

1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri sermaye artışlarına göre, bedelli ve bedelsiz olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Yeni taahhüt ve ödeme şartı ile çıkarılan kuruluş aşamasında veya sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımı ile eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından belli bir bedel karşılığında satın alınan senetlere bedelli hisse senetleri denilmektedir. Yedek akçe, yeniden değerlendirme fonu, dağıtılmamış kar, gayrimenkul satış gelirleri veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi yoluyla ve yeni bir bedel ödemeye gerek olmaksızın çıkartılan senetlere bedelsiz hisse senetleri adı verilmektedir¹⁸.

1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Hisse senetleri belirli bir nominal değer üzerinden ihraç edilirler. Hisse senetlerinin, üzerinde nominal değeri bulunmaması durumunda ve TTK 286. maddesinde geçen itibari nominal değerinden aşağı bir bedelle ihracı söz konusu değildir. Üzerinde yazılı nominal değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz hisse senetleri, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine ise bedelli hisse senetleri denilmektedir¹⁹.

Primli hisse senedi ihraç edebilmek için esas sözleşmede hüküm bulunmalı veya genel kurulca karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde primli hisse senedi ihraç edebilmek için ise esas sözleşme ile yetki verilmek kaydıyla yönetim kurulu kararı gereklidir ve ihraç durumunda oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır²⁰. Ancak, primli hisse senedi ihracı durumunda oluşacak emisyon primleri, sermayeye

¹⁶ Apak, a.g.e., s. 31.

¹⁷ Berna Taner ve Cenk Akkaya, "Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler", Ankara: Detay Yayınları, 2009, s. 123.

¹⁸ Karan, "Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi", Ankara: Gazi Kitabevi, 2004, s. 309.

¹⁹ Karan, A.g.e., s.310.

²⁰ Metin Coşkun, "Sermaye Piyasaları", Eskişehir: Genç Copy Center, 2008, s. 273.

ilave edilir ve karşılığında bedelsiz hisse senedi dağıtılsa vergiden muaf tutulmaktadır²¹.

1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Hisse senetleri sermayeyi temsil edip etmediklerine göre, kurucu ve intifa olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Kuruluş hizmeti karşılığı kurucuların adlarına yazılı olarak çıkarılan, ana sözleşme hükümleri gereğince şirket karının bir kısmına katılma hakkı sağlayan ve belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirket yönetimine katılma hakkı vermeyen senetlere kurucu hisse senetleri denilmektedir²².

Şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kişilere çeşitli hizmetleri ve alacakları karşılığı olarak kuruluş işleminden sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetlerine ise intifa hisse senetleri adı verilmektedir²³.

1.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri

Hisse senedini elinde bulunduranlar hisse senedini ihraç eden işletmeye ortaklık hakkı kazanırlar ve bu ortaklık, hisse senedini elinde bulunduran kişiye kar payı hakkı, yeni pay alma (rüçhan) hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, tasfiye bakiyesine katılma hakkı, oy hakkı, bilgi alma hakkı, sermaye borcu ve sır saklama borcu gibi hak ve yükümlülükler getirmektedir.

1.3.1.Kar Payı Hakkı

Kar payı hakkı pay sahibinin en önemli mali haklarından biri olup, sahibine şirketin yıllık net karından pay alma hakkı vermektedir. Ancak kazanılmış bir hak olmasına rağmen belirli koşullarda sınırlandırılabilir²⁴.

İşletmelerde ilgili faaliyet dönemi içerisinde kar elde edilmişse, yönetim kurulu önerisi ve genel kurul onayıyla kazanılan karın dağıtılmasına karar verilen kısma

²¹ Mehmet Bolak, “Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, 4. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayınları, 2001, s.132.

²² Nuray Ergül, “Herkes İçin Finans”, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2004, s. 12.

²³ Zehra Başkaya ve Değer Alper, “Finans Matematiği”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2007, s. 273.

²⁴ <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari>, Erişim Tarihi: 28.11.2013.

temettü veya kar payı adı verilmekte ve hisse senedi sahipleri işletme tarafından dağıtılacak olan kardan hissesine düşen temettüyü alma hakkına sahip olmaktadır²⁵.

1.3.2. Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkı

Hisse senedi sahibinin önemli haklarından birisi de rüçhan hakkıdır. Eski hissedarların işletmedeki ortaklık yüzdelerini sürdürmek amacıyla işletme tarafından çıkarılacak yeni hisse senetlerini sahip oldukları hisse yüzdesiyle orantılı olarak ilk önce satın alma hakkına rüçhan hakkı denilmektedir. Rüçhan hakkıyla, eski hissedarlara yeni çıkarılacak olan hisse senetlerinden belli bir süre boyunca, hisseleriyle orantılı sayıda ve piyasa değerinden daha düşük fiyattan satın alma hakkı verilmektedir²⁶.

İşletme halka açılmak ve sermayeye yeni ortak kazandırmak isterse, yeni hisse senetleri için eski ortaklarının rüçhan haklarını kullanmasını yasaklayabilmektedir²⁷. Ayrıca, işletme aynı hakka sahip olan hissedarların eşit işlem görmesi veya birbirlerinden farklı işlem görmemeleri için de eski ortakların rüçhan haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayabilmektedir²⁸.

1.3.3. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Şirket yönetimine katılma hakkı, şirket yönetim kurulunu seçmek veya bu kurula seçilme hakkıdır. T.T.K. nın 341, 348, 349, 366 ve 367. inci maddelerine göre şirket genel kurulu şirket ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Fakat yönetim hakkı, çoğu kez genel kurulun adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin % 51 ' ini elinde bulunduran veya bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde % 10 luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle veya bazı durumlarda yasal müdahalelerde azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir²⁹.

²⁵ Mustafa Çıkrıkçı, "Finansal Kurumlar ve Piyasalar", Trabzon: Akademi Kitabevi, 2005, s. 136.

²⁶ Esmes Faerber, "All About Stocks", Third Edition, McGraw Hill, 2008, p. 15.

²⁷ Osman Okka, "Finansal Yönetime Giriş", 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2006, s. 408.

²⁸ Reha Tanör, "Türk Sermaye Piyasası- Halka Arz", 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2000, s.300.

²⁹ İMKB, a.g.e., s. 196.

1.3.4. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Tasfiye bakiyesine katılma hakkı, hisse senedi sahibinin işletmenin dağılması veya tasfiye edilmesi durumunda sermayedeki pay'ı oranında işletmenin varlıkları üzerinde sahip olduğu haktır ve işletmenin ana sözleşmesinde aksine hüküm bulunmuyorsa kalan tasfiye bakiyesi nakit olarak dağıtılmaktadır³⁰.

1.3.5. Oy Hakkı

Hisse senedi sahiplerine verilecek olan oy hakkı sayısı ana sözleşme ile belirlenmektedir. Her hisse senedi, sahibine en az bir oy hakkı vermekte olup, esas sözleşme ile bir payın oy hakkı artırılabilir³¹.

1.3.6. Bilgi Alma Hakkı

TTK' na göre hissedarların bilgi alma hakkı, esas sözleşme ile veya şirket organlarının birinin kararıyla engellenememekte ve sınırlandırılmamaktadır. Hissedarlar şüpheli gördükleri konularda gerekli açıklamaları isteme ve genel kurul toplantısından itibaren bir yıl içinde de bilânço, kar zarar durumu ve yıllık raporları inceleme hakkına sahiptir³².

1.3.7. Sermaye Borcu

Ortaklık senetleri olan hisse senetleri sahiplerine bazı haklarla beraber bazı mali sorumluluklar da yüklemektedir. Hissedarların işletmenin kuruluşunda ve ya sermaye artırımında taahhüt ettikleri bedeli ödemeleri başlıca yükümlülüklerindedir. Hissedarların taahhütte bulunduğu hisselerin apellerini yönetim kurulunun belirlediği tarihte yatırmaları gerekmekte ve işletme apel borçlarını zamanında ödemeyen hissedar çeşitli yaptırım uygulayabilmektedir. Hissedara uygulanan bu yaptırımlar; zamanında apel ödemesini yapmayan hissedarın temerrüt faizi talebi, ortaklıktan çıkarma, hissedarın yatırdığı miktar üzerindeki haklarının kaybı, cezai müeyyide ve hissedarın tazminat ödemesi olarak sıralanabilmektedir³³.

³⁰ Mehmet Civan, "Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi", Ankara: Gazi Kitabevi, 2007, s.94-95.

³¹ <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari>, Erişim Tarihi: 28.11.2013.

³² İMKB, a.g.e., s. 196.

³³ Karslı, "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", İstanbul: Renk Yapımevi, 1989, s. 62.

TTK' na göre anonim ortaklıkların özellikle kuruluşlarında ortağın şirkete karşı olan en temel görevi taahhüt ettiği miktar kadar sermaye borcunu ödemektir. Ortaklar, daha sonraki sermaye artırımlarında rüçhan haklarını kullanmaları için ve sermaye taahhüdünü bir defa yerine getirdikten sonra kendi rızası olmadan yeni taahhütlere zorlanamamakta ve sorumluluğu artırılamamaktadır³⁴.

1.3.8.Sır Saklama Borcu

Hisse senedi sahipleri ortaklıkları sırasında ve sonrasında şirket sırlarını saklamakla mükelleftir³⁵.

1.4. Hisse Senedi Değer Tanımları

Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin belirlenmesinde kullanılan ölçüm ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır. Literatürde hisse senetleri ile ilgili çok sayıda değer kavramı bulunmaktadır. Bu değer kavramlarından en fazla kullanılanların üzerinde durulacaktır.

1.4.1.Nominal Değer

Nominal değer, hisse senedinin üzerinde yazılı olan değer olup, genellikle sermaye miktarını belirlemek ve muhasebe kayıtlarını yapabilmek için verilir³⁶.

Kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek ve sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapabilmek için birincil pazara çıkarılması sırasında hisse senedine bir nominal değer verilmekte ve nominal değerden sermaye artırımları ve hisse başına kar hesaplamalarında faydalanılmaktadır³⁷.

1.4.2.Defter Değeri

Defter değeri, toplam özsermaye tutarından varsa birikmiş zararlar düşüldükten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunmaktadır. Toplam özsermaye tutarı; ödenmiş sermaye, yedek akçeler, dağıtılmamış karlar, yeniden

³⁴ Civan, a.g.e. , s. 98.

³⁵ <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari>, Erişim Tarihi: 28.11.2013.

³⁶ Hünkar İvgen, “Şirket Değerleme, Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin”, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2003, s. 25.

³⁷ Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, “Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim”, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008, s.119.

değerleme değer artış fonları gibi özsermaye kalemlerinin toplamını ifade etmektedir. Defter değeri, yatırımcıya hisse başına düşen net varlık tutarının ne kadar olduğu konusunda fikir verebilmekte, ancak bu değer hisse senedi fiyatının olması gerektiği tutar konusunda belirleyici olduğu söylenememektedir³⁸.

İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda ise nominal değerden düşük olacaktır³⁹. Defter değeri bazılarınca özsermaye değeri olarak adlandırılır⁴⁰, bazılarınca ise muhasebe değeri olarak adlandırılmaktadır⁴¹.

1.4.3 Piyasa (Borsa) Değeri

Hisse senedinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü fiyat, o hisse senedinin piyasa değeri olarak adlandırılmaktadır. Eğer hisse senedi borsaya kote olmuş ise borsadaki arz talebe göre oluşan piyasa değerine aynı zamanda borsa değeri de denilmektedir⁴².

Piyasa değeri, piyasadaki arz talebe göre oluşur ve hisse senedinin gerçek değerinden farklılık gösterebilmektedir. Zaman içinde ortaklık koşullarında değişme olmadan da piyasadaki değişmelere bağlı olarak pazar değerinde değişimler gözlemlenebilir. Kuramsal olarak beklenen hisse senedi piyasa değerinin gerçek değerine yaklaşmasıdır. Ancak hisse senedinin piyasa değerinin gerçek değerinin altına düştüğü ve ya üstüne çıktığı gözlemlenebilmektedir. Hisse senedi; piyasa değerinin gerçek değerinin altında kaldığı durumlarda pazarda değerini bulamamakta, piyasa değerinin gerçek değeri üzerinde olduğu durumlarda ise değerinden daha yüksek fiyata satılmaktadır⁴³.

³⁸ Gürel Konuralp, “ Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi ”, 2. Baskı, Alfa Basım, Melisa Matbaacılık, 2005, s. 177.

³⁹ Bradfort Cornell, “ Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making ”, Chicago: The McGraw-Hill Companies Editions, 1993, p. 15; Ali Çımat, “ Sermaye Piyasası: Kurumları, Faaliyetleri ve Vergilendirilmesi ”, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, 1998, s. 62.

⁴⁰ Bolak, “ Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi ”, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 1994, s. 103.

⁴¹ Gültekin Karşın, “ Sermaye Piyasası Analizleri ”, 2. Baskı, Ankara: SPK Yayınları, 1987, s. 26.

⁴² Ercan ve Ban, “ Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim ”, Ankara: Gazi Kitabevi, 2012, s. 119.

⁴³ Didem Halabak, “**Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006, s. 71.

1.4.4.İhraç (Emisyon) Değeri

İhraç değeri, şirket tarafından çıkarılış aşamasında birincil piyasada satışa sunulan fiyattır⁴⁴. İhraç fiyatına, emisyon fiyatı veya halka arz fiyatı olarak da denilmektedir⁴⁵. Türkiye'deki şirketler genel olarak ihraç ettikleri yeni hisseleri nominal fiyatla satmaktadır ancak şirket borsa değeri yüksek olan hisse senedi çıkaracaksa nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilmektedir⁴⁶.

1.4.5.Gerçek Değer

Gerçek değer kavramı; Grahmann, Dodd ve Cottle tarafından hisse senetlerinin değerlendirilmesi için geliştirilmiş olup hisse senetleri dışında her türlü varlığın değerlendirilmesi için de kullanılabilir⁴⁷. Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kazançları, temettü politikası, sermaye yapısı ve yatırım imkanları gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanmaktadır⁴⁸.

Hisse senedi değer kavramları içerisinde en fazla kabul gören değer, gerçek değer olup bu değerın hesaplanmasında iki önemli değişken bulunmaktadır. Bu değişkenler; şirketin gelecek dönemlerdeki kazançları ve paydaşlığın gelecekteki riskini yansıtan kapitülasyon oranıdır⁴⁹.

1.4.6. Tasfiye (Likidasyon) Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi ile tasfiye değeri bulunmaktadır. Piyasa değerinin araştırılmasında tasfiye değeri oldukça önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı

⁴⁴ Korkmaz ve Ceylan, “ Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi ”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 2007, s. 180.

⁴⁵ Adil Koruyan, “ Sermaye Piyasası, Taraflar- Kurumlar, İşletmeler ”, 2001, s. 82.

⁴⁶ İMKB, a.g.e., s. 198.

⁴⁷ Semih Bükler ve Özcan Ertuna, “ İşletme Finansmanı ”, Açık Öğretim Fakültesi Yayını, 1984, s. 313; Atilla Gönenli, “ İşletmelerde Finansal Yönetim ”, 7. Baskı, İstanbul: İ.Ü.İşletme Fakültesi Yayınları, 1991, s.312.

⁴⁸ Benjamin Grahmann vd., “Security Analysis”, New York: McGraw-Hill Book Co., 1995, p.267; Ercan vd., “Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye”, Ankara: Gazi Kitabevi, 2003, s. 5; Bolak, A.g.e., s.134; Mary Barth ve Wayne Lansman, “**Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting**”, 9, Accounting Horizons, 1995, p.99.

⁴⁹Taner ve Lale Polat, “Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler”, İzmir: Şenbil Ofset, 1992, s. 194–195.

oluşturmaktadır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri tasfiye değerinin altına düştüğünde o şirketi likidite etmek en doğru karar olacaktır⁵⁰.

1.4.7. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşletmenin bir bütün olarak devredilmesi durumundaki değer işleyen teşebbüs değeri olarak tanımlanmakta ve bu değer işletme varlıklarının parça parça satılmasıyla elde edilecek değerden daha büyük olmaktadır⁵¹. İşleyen teşebbüs değeri genellikle bir işletmenin, fiili değeri ile defter değeri veya tasfiye değeri arasındaki fark olarak hesaplanır⁵²

Tasfiye değeri piyasa değeri için alt sınır oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır⁵³.

1.5. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler

Sermaye piyasası araçları olan hisse senetleri oldukça riskli yatırım araçlarıdır. Yatırımcıların başarılı bir yatırım kararı alabilmesi, daha fazla gelir elde edebilmesi ve risklerden korunabilmesi için hisse senedini etkileyen faktörleri incelemeleri ve iyi analiz etmeleri gerekmektedir. Bu faktörlerin bilinmesi hisse senedi fiyatlarının hareket yönünün tahmin edilmesi açısından önemli olup, yatırımcının sağlıklı karar vermesine olanak sağlamaktadır.

Hisse senedi fiyatını etkileyen faktörler, işletme ile ilgili faktörler ve işletme dışından kaynaklanan faktörler olmak üzere iki grupta incelenecektir.

1.5.1. İşletme İçi Faktörler

İşletme içi faktörler, işletmenin kontrolünde ve kendi içyapısında oluşup hisse senedinin fiyatının oluşumunda etkili olan faktörlerdir. Bu faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

⁵⁰ Needles Belverd, "Financial Accounting", 5Th Edition, Boston: Houghton Mifflin Company, 1994, p. 836; Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları, "Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları", İstanbul, 2006, s. 14; İMKB, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", 18. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 2003, s. 161.

⁵¹ Ercan ve Ban, a.g.e., s. 119.

⁵² Richard Brealey vd., "İşletme Finansmanının Temelleri", Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, İstanbul: McGraw-Hill Literatür, 1999, s.120.

⁵³ İlker Parasız, "Para Banka ve Finansal Piyasalar", 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2000, s.237.

1.5.1.1. Sermaye Yapıları

İşletmelerin sermaye yapılarının işletmenin piyasa değeri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olduğu kabul edilmiş bir olgudur⁵⁴. İşletmelerin sermaye yapıları öz sermaye ve yabancı kaynaklardan oluşmakta olup işletmelerin sermaye yapılarında gerçekleşen değişimlere karşı hisse senedi fiyatları değişkenlik göstermektedir.

Finansal yapıdaki değişiklikler işletmelerin finansal riskini oluşturmaktadır. İşletmelerin sabit yükümlülükleri arttıkça, bu yükümlülükleri yerine getirmek için daha fazla kaynağa ihtiyaç duyacağından finansal riski de artacaktır. Uzun süreli borçların ödenememesinden kaynaklanan iflas riski ve tasfiye riski gibi finansal risklerin artması hisse senetlerinin değerini olumsuz etkilemektedir. Sabit yükümlülüklerin artması firmanın özsermaye karlılığını artırmakta ve öz sermayenin başka yatırım alanlarında daha karlı bir şekilde kullanılmasına olanak sağlamaktadır. Ancak sabit yükümlülüklerin artması, faiz ödemelerini de artırabilmekte ve hisse senedi sahiplerine ödenecek kar payları da olumsuz etkilenebilmektedir⁵⁵.

Teknolojik üstünlükler, sermaye artırımlarının büyük ölçüde öz kaynakla sağlanması, işletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme ihtimalinin artması ve tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri, gibi faktörler işletmenin finansal riskinin azalmasına, mali yapısının düzelmesine ve bunun sonucu olarak da hisse senedinin fiyatının artmasına neden olmaktadır. Ancak; hammadde fiyatlarının artma ihtimali, işletmenin borçlarının artma ihtimali, rekabetin artması, grev, yönetim hataları ve satışlardaki dalgalanma ve sermaye yetersizliği gibi faktörler ise işletmenin finansal riskinin artmasına, mali yapısının bozulmasına ve hisse senedi fiyatının düşmesine neden olmaktadır⁵⁶.

İşletmenin sermaye yapısının, yani borç/ özsermaye oranının değiştirilmesinin (finansal kaldıraç faktörü) sermaye maliyeti ve firma değerine yani işletmenin piyasa

⁵⁴ Serpil Canbaş vd., “Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi”, **Finans & Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 44(512), 2007, s. 18.

⁵⁵ Yusuf Demir, “Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 6(2), 2001, s.110.

⁵⁶ Hülya Kanalıcı, “Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler”, 1. Baskı, Ankara: SPK Yayınları, 77, 1997, s. 41.

değerine etkisini bulmaya yönelik çeşitli yaklaşım ve teoriler geliştirilmiştir⁵⁷. Sermaye yapısına ilişkin geliştirilen bu temel yaklaşımlar ve yaklaşımlardan türetilen teoriler, Geleneksel Yaklaşım, Modigliani, Miller Yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ile Finansal Hiyerarşi ve Asimetrik Bilgi, Vekâlet teorisidir⁵⁸.

1.5.1.2. Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim, işletme yönetiminin ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını içermektedir. Bütün bu ilkeler uygulanarak, işletmelerin performanslarının sürekliliği ve sürdürülebilir finansal başarı kazanılmaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim firmaya değer katmayı amaçlayan ve firma değerinin maksimum kılınmasını hedefleyen, bir yönetim anlayışıdır⁵⁹.

Yönetim kadrosunun yaşı, tecrübesi, yeteneği ve başarısı işletmenin gelirlerini, risk durumunu ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. İşletme yönetimi hissedarlarının beklediği karı sağlayabilirse hisse senedi fiyatları olumlu etkilenmektedir. Ancak; işletme faaliyetlerinde yönetimin yapacağı hatalar firma karını olumsuz etkilemekte ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır⁶⁰.

Hisse senedi piyasaları şirket yönetim kararlarını etkilemektedir. Bu nedenle, Yöneticiler, yönetimi kaybetme tehlikesi nedeniyle hisse senedi fiyatlarını maksimize etmeye çalışacaktır⁶¹.

1.5.1.3. İçerden Öğrenenlerin Ticareti

Halka açık bir anonim ortaklık ile ilgili kamuoyuna açıklanmamış önemli bir bilgiyi veya bilgileri şirket ile olan özel bir ilişkisi veya herhangi bir nedenden dolayı elde eden kişinin bu bilgileri kullanarak menfaat sağlamak amacıyla şirketin menkul kıymetleri üzerinden ticaret yapmasına içerden öğrenenlerin ticareti denilmektedir⁶².

⁵⁷ Güven Sayılın, “Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı”, 3. Baskı, Ankara: Turhan Kitabevi, 2008, s.268.

⁵⁸ Cenk Akkaya, “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 30, 2008, s.2.

⁵⁹ Diane Denis ve John Mc Connell, “International Corporate Governance”, **Journal of Financial and Quantitative Finance**, 38 (1), 2003, p. 2.

⁶⁰ Semih Bükler, “Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri”, Eskişehir: İ.T.İ.A. Yayınları, 1976, s. 49.

⁶¹ Aslı Kunt Demirgüç ve Ross Levine, “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, **The World Bank Economic Review**, 10 (2), 1996, p. 292.

⁶² Ümit Gücenme, “Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler”, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 18, 1994, s.55.

Diğer bir tanımla işletme hakkında çeşitli yollarla elde edilen bir bilgiyi kamuoyuna açıklanmadan önce sermaye piyasasında hisse senetleri fiyatlarını etkilemek amacıyla kullanmak ve kullandırmaktır⁶³.

Sermaye piyasalarının ülke ekonomisine katkısının artırılması ve bu piyasalara yatırım yapan yatırımcıların bu piyasadaki işlemlerini güvenle sürdürebilmeleri için bilgide eşitlik olgusu gerekmektedir. Aksi durumda piyasada işlem gören ve işletmelerle temas halinde bulunan ve işletmelerin özel bilgilerine sahip olan kişiler işletmelerin finansal açıklamalarından diğer yatırımcılara nazaran daha önce haberdar olacağından bilgide eşitlik durumu bozulmakta ve içerden öğrenenlerin ticareti konusu gündeme gelmektedir⁶⁴.

1.5.1.4. Manipülasyon

Manipülasyon, insanları kandırarak bir menkul kıymeti almaya veya satmaya sevk etmeye veya menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyede tutmaya yönelik davranışlar olarak ifade edilmektedir. Avrupa Birliği tarafından 2003 yılında Piyasa İstismarı (Market Abuse) başlığı altında çıkarılan bültende 3 tür manipülasyon tanımı yapılmaktadır. Bunlar: “sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış veya yanıltıcı şekilde etkileyen/etkileyebilecek yahut sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasını amaçlayan emir veya işlemler; diğer yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlemlerin gerçekleştirilmesi; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanlış veya yanıltıcı bir etki yaratan/yaratabilecek nitelikteki bilgilerin yayılması olarak tanımlanmaktadır⁶⁵.

Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (US Securities and Exchange Commission, SEC)’ na göre manipülasyon; bir menkul kıymetin piyasasını kontrol etmeye veya suni olarak değiştirmeye yönelik, bilinçli olarak ve yatırımcıları aldatmak üzere tasarlanmış olan davranış olarak tanımlanmaktadır⁶⁶.

⁶³ Selami Şengül, “İnsider Trading”, SPK-DEDA Bölüm İçi Araştırma Raporu, Ankara, 1988, s. 1.

⁶⁴ Fehmi Karasioğlu, “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (İnsider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 1998, s. 114.

⁶⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı, Örnekleri, Korunma Yolları, 2003, s.2, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tar:25.12.2013.

⁶⁶ Rasim Özcan, “Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri”, **İMKB Dergisi**, 49, 2012, s.23.

Yüksek gelir elde etmek için birkaç büyük şirketin bir araya gelmesi yerine içerden öğrenenler kurumsal yatırımcılar ile birlikte hareket ederek rutin “alım” ve “satım” işlemleri öncesinde küçük, sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonları defalarca kere tekrarlayarak yüksek oranda kazanç elde etmekte ve hukuki zemini hazırlayan kamu gücü bunları ortaya çıkarmakta ve deşifre etmekte yetersiz kalmaktadır⁶⁷.

1.5.1.5. Tahmini İşletme Kazancı

Hisse senedi fiyatının belirlenmesinde tahmini işletme kazancı önemli rol oynamaktadır. İşletme kazancı yükseldiğinde firmanın hisse senedi fiyatını yükseltmekte, aksi durumda ise, hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Dolayısıyla tahmini işletme kazancı hisse senedi fiyatına doğrudan etkide bulunmaktadır. Ayrıca; hisse senedi fiyatları ve tahmini işletme kazançları cari ve geçmişteki işletme kazançlarının aktüel seviyesine bağlı bulunmaktadır⁶⁸.

İşletmelerin mevcut ve geçmiş dönemlerdeki performansları gelecek dönem kazançlarını ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir⁶⁹. Dolayısıyla işletmenin muhasebe karının yüksek olması yatırımcılar tarafından, işletmenin ilerleyen yıllarda daha fazla kar dağıtabileceği tahminine yol açmakta ve hisse senedi fiyatlarını yükseltmektedir⁷⁰.

1.5.1.6. Kar Payı Dağıtım Politikası

Kar payı dağıtımı; işletmelerin belirli dönemlerde elde ettiği karlarını, hissedarlarına dağıtması olarak tanımlanmakta ve firmaların hisse senedi fiyatının piyasada yükselmesine yol açmaktadır⁷¹.

İşletmeler, hisse senetlerinin piyasa değerini artırmak veya düşmesini engellemek için hissedarlarının beklentileri doğrultusunda, belirli miktarda temettü

⁶⁷ Carol Vinzant, “The New Improved Game of Insider Trading”, **Fortune**, 139 (11), 1999, p. 115; Demir, a.g.e., s. 113-114.

⁶⁸ Kanalcı, a.g.e., s. 42-43.

⁶⁹ Sharma Meena and Sharma Preeti, “Prediction of Stock Returns for Growth Firms – A Fundamental Analysis”, **The Journal of Business Perspective**, 13(3), 2009, pp.31-40.

⁷⁰ Tafirennya Sunde and Abel Sanderson, “A Review of the Determinants of Share Prices”, **Journal of Social Science**, 2009, p.190.

⁷¹ Fatih Coşkun Ertaş ve Serdar Karaca, “Kar Dağıtım İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 47, 2010, s.59.

ödemesi yapmak zorunda kalmakta ve hisse senetlerinin borsa değeri temettü ödeme tarihi yaklaştıkça yükselmektedir⁷².

Hisse senedi fiyatlarının, firmanın temettü politikasından etkilendiği ileri sürülmektedir. Eğer şirketin karlılığı hissedarın yatırımlarından sağladığı getiri oranından büyükse, karın dağıtılmayarak şirkette bırakılması, hissedarın varlığını artırmakta ve bu hisse senetlerinin pazar değerine yansiyarak fiyatını yükseltmektedir. Aksi durumda ise yani şirketin karlılığı, hissedarın yatırımlarından sağladığı getiri oranından küçükse, şirketin temettü dağıtım oranının yüksek olması olumlu bir politika olmaktadır. Ancak; şirket karlılığı ve hissedarın getiri oranı eşit ise temettü politikasının hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır⁷³.

Temettü politikası hissedarların elinde bulundurduğu hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimizasyonu açısından önem taşımaktadır. Düzenli ve yüksek tutarda temettü ödemesi yapan firmaların hisse senetlerinin piyasa değeri de yüksek olmakta ve buna bağlı olarak yatırımcılar; hem hisse senedi piyasa fiyatının, hem de dağıtılan kar payı oranının yüksek olması nedeniyle yüksek temettü dağıtan firmaların hisse senetlerini talep edecek ve düşük temettü ödemeli hisse senetlerini ellerinden çıkaracaklardır⁷⁴.

1.5.1.7. Finansal Raporlarda Belirtilen Bilgilerin Kalitesi

Finansal raporlar, muhasebe ilkelerine uygun olarak düzenlenen, işletmenin varlık ve sermaye yapısını, dönem karının oluşumunu, kullanımını, işlem sonuçlarını ve benzeri konularda bilgileri içeren raporlardır⁷⁵. Diğer bir tanımla, yatırımcılara işletmeyle ilgili karar verebilmeyi, işletmenin faaliyetleriyle ilgili sonuçları ve zaman içinde karşılaştırma yapabilmeyi sağlayan muhasebe araçlarıdır⁷⁶.

İşletmeler hisse senedi ihraç ederken, yatırımcılara işletmenin finansal durumunu, faaliyetlerini, risk durumlarını ve menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek, işletmenin cari sırları haricindeki her türlü bilgiyi, doğru, sağlıklı ve güvenilir olarak sunmaları gerekmektedir. İşletmelerin finansal raporları aracılığıyla yatırımcılara

⁷² Demir, a.g.e., s. 112.

⁷³ Okka, a.g.e., s. 415-416.

⁷⁴ Metin Saban ve Yasemin Köse, "Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar", **Mali Çözüm Dergisi**, 60, 2002, s. 145.

⁷⁵ Hayri Durmuş ve M.Emin Aral, "Mali Tablolar Tahlili", İstanbul: Yaylım Matbaası, 1994, s. 1.

⁷⁶ Billy Goetz and Frederic R. Klein, "Accounting in Action, The Riverside Press", Boston: Houghton Company, 1990, p.152.

aktardığı her türlü bilgi, yatırımcıların yatırım kararı almasında ve işletmenin ihraç ettiği hisse senetlerinin fiyatının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

1.5.1.8. Entelektüel Sermaye

Günümüzde işletmelerin piyasalarda rekabet üstünlüğü sağlamaları ve firma değerini dolayısıyla piyasadaki hisse senetlerinin değerini artırabilmeleri için yönetim, muhasebe ve finans politikalarını bilgi çağının kurallarına göre yeniden yapılandırmaları, ellerinde diğer firmalarda bulunmayan, fiziksel ve finansal varlıkların yerine maddi değeri olmayan marka, teknik bilgi, müşteri sadakati, beceri ve yaratıcılık gibi entelektüel sermaye unsurlarını bulundurmaları gerekmektedir.

Entelektüel sermaye, işletmelerin gerçek değerini yansıtan ancak, işletmelerin bilançosunda tam olarak gösterilemeyen, akla ve bilgiye dayalı görünmeyen nitelikteki varlıklardır⁷⁷. Diğer bir tanımla, entelektüel sermaye; işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve daha değerli varlıklar üretebilmeleri için elde edilmiş, şekillendirilmiş ve güçlendirilmiş maddi olmayan varlıkların tümü olarak tanımlanmaktadır⁷⁸.

İşletmelerin sahip olduğu entelektüel varlıkların belirlenmesinin ve ölçülmesinin işletmenin karlılığı ve performansını açıklamada büyük katkılar sağladığı yapılan çalışmalarla kanıtlanmış olup işletmeler entelektüel sermaye, değerini ölçmek için, yeni yöntemler geliştirmekte ve uygulamaktadırlar. Entelektüel sermayenin anlaşılabilmesi, bulunabilmesi ve kullanılabilmesi için bu sermayeyi yaratan unsurları bilmek gerekmektedir. Bu unsurlar; insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olarak sınıflandırılmaktadır⁷⁹.

İşletme de bulunan kişilerin, yetenek, teknik bilgi, beceri, tecrübe ve sezgi gibi beşeri unsurları insan sermayesini oluşturmaktadır⁸⁰. İnsan sermayesi işletmelerde ki

⁷⁷ Sebahattin Yıldız, "Entelektüel Sermaye Teori ve Araştırma", İstanbul: Türkmen Yayıncılık, 2010, s. 33.

⁷⁸ Annie Brooking, "Intellectual Capital: Core Assets of the Third Millenium Enterprise", London: Thomson Business Press, 1996, p. 41.

⁷⁹ Helena Nemeč Rudes and Tanja Mihalič, "Intellectual Capital in The Hotel Industry: A Case Study from Slovenia", **The International Journal of Hospitality Management**, 26, 2007, p. 189.

⁸⁰ Nevin Yörük ve Sema Erdem, "Entelektüel Sermaye Unsurlarının İMKB de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 22(2), 2008, s. 399.

yeniliklerin kaynağını teşkil ettiği için önemlidir ve işletmelerin sınırsız yenilenme potansiyelini ifade etmektedir⁸¹.

Yapısal sermaye; işletme yapısındaki, örgütsel şemalar, veri tabanları, stratejiler gibi insan dışı bilgi kaynaklarının tümü olarak tanımlanmaktadır⁸². Yapısal sermaye unsurları beşeri sermayenin mal ve hizmete dönüşümünü sağladığı ve sürekli işletmede kaldığı için insan sermayesinden daha önemli olmaktadır⁸³.

Müşteri sermayesi ise, müşteri ile işletme arasında ki ilişkilerden kaynaklanmakta ve işletmenin mevcut ve gelecekte elde etmeyi beklediği gelirleri üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır⁸⁴. Entelektüel sermaye unsurları içerisinde değeri en belirgin olan müşterilerdir ve işletmeler temel amaçlarından biri olan kârı elde edebilmeleri için müşteri memnuniyetini sağlamalıdır⁸⁵.

1.5.2. İşletme Dışı Faktörler

İşletme dışından kaynaklanan faktörler, işletmenin içyapısında ve kontrolünde olmayıp, sermaye piyasalarındaki makroekonomik, endüstri ve diğer değişkenlerdeki hareketlilikle hisse senedi fiyatının oluşumunda etkili olan faktörlerdir. Bu faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

1.5.2.1. Makroekonomik Faktörler

Makroekonomik faktörlerdeki (enflasyon, para arzı, faiz oranı, döviz kurları gibi) herhangi bir değişim işletmelerin nakit akımları ve iskonto faktörleri üzerindeki etkileri yoluyla hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir⁸⁶. Bu nedenle yatırımcılar; sermaye piyasası araçlarından olan hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarına etki eden makroekonomik faktörleri iyi analiz ederek yatırım kararı vermelidirler.

⁸¹ Hüseyin Kanıbir, “Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entelektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları”, **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, 1(3), 2004, s. 81.

⁸² Wen-Nan Tsan and Chao-Ching Chang, “Intellectual Capital System Interaction in Taiwan”, **Journal of Intellectual Capital**, 6 (2), 2005, p. 289.

⁸³ Çıkrıkçı ve Abdülkerim Daştan, “Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”, **Bankacılar Dergisi**, 43, 2002, ss. 18–32.

⁸⁴ Mutlu Başaran Öztürk ve Kartal Demirgüneş, “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 19, 2008, s. 402.

⁸⁵ Yörük ve Erdem, A.g.e., s. 399-400.

⁸⁶ H. İbrahim Mansor and Wan Sulaiman, Wan. Yusoff, “Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective”, **IUM Journal of Economics and Management**, 9 (2), 2001, p.142.

Finansal piyasalarda, yatırımcılar, makroekonomik faktörler ve para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde geniş bir etkiye sahip olduğuna inandığı için araştırmacılar yatırımcıların kararlarını etkileyebileceği nedeniyle hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır⁸⁷.

Türkiye’de ve farklı ülkelerde hisse senedi fiyatları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkileri belirlemeye yönelik daha anlamlı sonuçlara ulaşabilmek için farklı dönemlerde ve farklı analiz yöntemleriyle çok sayıda çalışma yapılmış ve sonuçlarının geçerliliği incelenmiştir. Yapılan ampirik çalışmalarda birbiriyle çelişen sonuçlar meydana gelebilmekte, ülkeler arası ve aynı ülke içerisinde yapılan değişik çalışmalarda araştırma bulguları arasında farklılık görülebilmektedir. Bulgulardaki çelişkilerin en önemli sebepleri arasında, ülkelerin finansal yapılarındaki farklılıkları ve bu farklılıklara ek olarak araştırmalar için baz alınan zaman dilimleri rol oynamaktadır. Yapılan ampirik çalışmalardan bazılarına aşağıda ilgili konularda yer verilecektir.

1.5.2.1.1.Para Arzı

Para arzı, ekonomideki dolaşımda mevcut olan para miktarı olarak tanımlanmaktadır⁸⁸. Para arzı, para piyasalarındaki ekonomik hareketliliğin gerçekleştirilmesinde oynadığı rol ile diğer ekonomik göstergeleri etkileyen belirleyici bir değişken durumundadır.

Finans literatüründe parasal büyüklüklerin borsalar üzerinde önemli etkileri olduğu belirtilmektedir. Para arzındaki artış borsaya hareketlilik getirebilir ancak artan enflasyonist beklentilerle de borsalarda olumsuz etkiye neden olabilmektedir⁸⁹.

Para arzındaki artışlar kısa dönemde hisse senedi fiyatlarına pozitif olarak etki etmektedir. Ancak, para arzındaki daralma, hisse senedi fiyatlarında düşme yönünde baskı oluşturacaktır⁹⁰.

Para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olup olmadığı ekonomistler tarafından üzerinde uzun süre tartışılan bir konu olmuştur. Bazı

⁸⁷ Cristopher Gan vd., “Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence”, **Investment Management and Financial Innovations**, 3(4), 2006, pp. 89–101.

⁸⁸ M.Erdal Ünsal, “Makro İktisat”, 3. Baskı, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2000, s. 383.

⁸⁹ Nurgül R.Chambers vd, “Makroekonomik Göstergelerin İMKB Üzerindeki Etkilerini İncelemeye Yönelik Bir Araştırma”, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2003, s. 34.

⁹⁰ Atahan Çelebi, “**Hisse Senedi Piyasalarındaki Bilimsel Gelişmeler ve Hisse Senedi Fiyatlarıyla Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkiler: Türkiye Örneği**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2001, s. 98.

ekonomistler, para politikalarının hisse senedi fiyatlarını etkilemeyeceğini ileri sürerken, bazıları ise etkilediğini ileri sürmektedir. Enflasyon oranlarındaki herhangi bir artış para arzında artışa neden olarak değerlendirilerek modelinde iskonto oranını yükseltecek ve nominal risksiz faiz oranını artıracaktır. Bu durumda para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişkiyle sonuçlanacaktır. Diğer yandan, parasal büyüme ile sağlanan ekonomik teşvik ile enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki negatif etkisine karşı konulabilecek ve böyle bir teşvik gelecek nakit akımları ve hisse senedi fiyatlarında artışla sonuçlanacaktır. Ayrıca, yatırımcılar daha fazla kâr payı beklentisi içerisinde gireceği için işletmelerin hisselerine talep durumunda artış beklenecektir. Bu nedenle, para arzının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ampirik bir çalışma konusu olmaktadır⁹¹.

Hisse senedi fiyatları ile para arzı arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Sayılgan ve Süslü (2011) 1999–2006 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak panel veri analizi ile Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili ve Ürdün borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi getirilerinin para arzından etkilenmediği sonucuna⁹², Herve, Chanmalai ve Shen (2011) 1999–2007 yılları arasındaki çeyrek dönemli verileri kullanarak Johansen çok değişkenli eş bütünleşme testi ile Fildişi Sahili Borsası üzerine yaptığı çalışmada, para arzı ile hisse senedi fiyatı üzerinde uzun dönemde anlamlı bir ilişkiye sahip olduğuna⁹³, Özer ve Kaya ise, (2011) 1996–2009 yılları arasındaki aylık verileri kullanarak Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi ve VEC modelleri ile İMKB–100 üzerinde yaptıkları çalışmada; İMKB–100 endeksi ile para arzı, arasındaki ilişkinin pozitif olduğu sonucuna ulaşmışlardır⁹⁴.

⁹¹ Ming Hua Liu ve Keshab M. Shrestha, ‘‘Analysis of the long- term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market Using heteroscedastic cointegration,’’ **Managerial Finance**, 34(11), 2008, pp. 744-755.

⁹² Güven Sayılgan ve Cemil Süslü, ‘‘Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme’’, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 5(1), 2011, ss. 73–96.

⁹³ D.Bedi Guy Herve vd., ‘‘The Study of Casual Relationship Between Stock Market Indices and Macroeconomic Variables in Cote d’Ivoire: Evidence from Error-Correction Models and Granger Causality Test’’, **International Journal of Business and Management**, 6(12), 2011, pp. 146–169.

⁹⁴ Ali Özer vd., ‘‘Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi’’, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 26(1), 2011, ss.163–182.

1.5.2.1.2. Döviz Kuru

Ulusal ekonomik değerlerin diğer ülkelerle karşılaştırılması için, ulusal para ile yabancı para arasındaki doğrudan ya da dolaylı olarak mevcut bulunan mübadele oranına döviz kuru denilmektedir⁹⁵.

Döviz kurları ile Hisse Senedi Fiyatları arasındaki ilişki Geleneksel Yaklaşım ve Portföy Yaklaşımı olmak üzere iki farklı teori ile açıklanabilmektedir.

Geleneksel Yaklaşımına göre, döviz kurundaki hareketlilik, firmanın karlılığını, rekabet gücünü, varlıklarını ve yükümlülüklerini değiştirmesi nedeniyle firma değerini, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Geleneksel Yaklaşımına göre milli paranın değer kazanması veya yabancı paranın değer kaybetmesi, hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir⁹⁶.

Portföy Yaklaşımına göre ise; hisse senedi fiyatları döviz kurunu etkilemekte ve aralarında ters bir ilişki bulunmaktadır. Hisse senedi fiyatlarındaki olası bir artış yatırımcıların parasal servetini artırarak para talebini yükseltecek ve bu yükselme nedeniyle yabancı para değer kaybedecektir. Ayrıca, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi yatırımcıların ellerindeki döviz i satarak daha fazla hisse alabilmek için para talep etmelerine neden olacaktır. Para talebinin artması ile faiz oranları artacak ve daha fazla yabancı yatırımcı yurtiçine çekilecek ve yabancı yatırımcıların yerel para talebi de artacaktır. Bu nedenle para talebindeki artış yabancı paranın değer kaybetmesine neden olacaktır⁹⁷.

Hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Morley (2009), kısa ve uzun dönemde döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi Kanada, İngiltere, Japonya ve İsviçre için incelemiştir. Kanada haricindeki ülkelerde döviz kuru ve hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli ilişkinin mevcut olduğu sonucunu elde etmiştir⁹⁸.

⁹⁵ Osman Barak, “**Hisse Senedi Piyasalarındaki Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri- İMKB de Bir Uygulama**”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bil. Enstitüsü Basılmamış Dok. Tezi, Ankara, 2005, s. 53.

⁹⁶ Md. Lutfur Rahman and Jasmin Uddin, “Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Three South Asian Countries”, **International Business Research**, 2, 2009, pp. 167–174.

⁹⁷ Rahman and Uddin, a.g.e., p. 167.

⁹⁸ Bruce Morley, “Exchange Rates and Stock Prices in the Long Run and Short Run, Working Paper Bath”, **UK: Department of Economics**, University of Bath, 5(9), 2009.

Sayılğan ve Süslü (2011), 1999–2006 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak panel veri analizi ile Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili ve Ürdün borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi getirilerinin döviz kuru oranından etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır⁹⁹.

1.5.2.1.3. Faiz Oranı

Faiz; belirli bir miktar paranın belirli bir getiri oranı üzerinden belirli bir vade ile borç verilmesi halinde borçludan bu paranın kirası olarak alınan miktardır¹⁰⁰.

Faiz oranlarındaki olası bir artış, beklenen getiri oranını artıracak ve faiz oranlarındaki artışla birlikte hisse senedi fiyatı düşecektir. Ayrıca faiz oranlarındaki artışla birlikte nakit bulundurma alternatif maliyeti artacak ve nakit'i elde tutmak yerine sermayenin faiz getiren diğer menkul kıymetlerde değerlendirilmesiyle hisse senedi fiyatlarında bir azalış meydana gelecektir¹⁰¹.

Yapılan çalışmalar faiz oranlarındaki değişim ile hisse senedi getirileri arasında önemli bir etkileşim bulunduğunu göstermişlerdir. Faiz oranlarındaki değişim, hisse senedi fiyatlarını, firmaların nakit akımlarını kapitalize etmekte kullandıkları oranı etkilemek ve firmaların gelecekteki nakit akım beklentilerini değiştirmek suretiyle iki şekilde etkilemektedir¹⁰².

Hisse senedi fiyatları ile faiz oranları arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Sayılğan ve Süslü (2011), 1999–2006 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak panel veri analizi ile Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili ve Ürdün borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi getirileri ile faiz oranlarındaki değişimin etkilenmediği sonucuna varmışlardır¹⁰³.

Wongbangpo ve Sharma (2002), Granger Nedensellik Testi ile Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada faiz

⁹⁹ Sayılğan ve Süslü, a.g.e., ss. 73–96.

¹⁰⁰ Okka, “Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler”, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2009, s. 25.

¹⁰¹ Gan vd., a.g.e., p. 90-91.

¹⁰² Ömer Yılmaz vd., “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik”, **İMKB Dergisi**, 9(34), 2006, ss. 1-16.

¹⁰³ Sayılğan ve Süslü, a.g.e., ss. 73–96.

oranları ile hisse senedi fiyatları arasında Malezya ve Endonezya’da pozitif, Singapur, Filipinler ve Tayland’da ise negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır¹⁰⁴

1.5.2.1.4. Enflasyon

Enflasyon, fiyatların genel seviyesindeki sürekli ve değişik miktardaki artış olarak tanımlanmaktadır¹⁰⁵. Diğer tanımla; enflasyon, fiyat düzeyinin sürekli ve hissedilir ölçüde yükselmesi şeklinde ifade edildiği gibi para değerinin düşmesi veya paranın değer kaybetmesi olarak da tanımlanabilir¹⁰⁶.

Fiyat seviyelerinde meydana gelen değişiklikler, menkul kıymetlere yapılan yatırımların tahmini getirilerini ve bu duruma bağlı olarak menkul kıymetlerin değerini etkilemektedir. Bu nedenle fiyat seviyelerinde meydana gelen herhangi bir yükselme menkul kıymet fiyatlarını belirleyen en önemli faktörlerden biri olmaktadır¹⁰⁷.

Hisse senedi ve enflasyon arasındaki ilişki para arzındaki değişimle de açıklanabilir. Para arzındaki bir düşüş genellikle enflasyondaki düşüşe neden olan sıkı bir para politikası ile ilişkili olmaktadır. Düşük enflasyon yatırımcıların güvenini artırarak, hisse senetlerine olan talebi teşvik etmekte, uzun ve kısa dönemli sermaye girişlerini etkilemekte ve hisse senedi fiyatlarında artış’ a neden olmaktadır¹⁰⁸.

Literatürde, hisse senedi getirisi ile enflasyon oranı arasındaki ilişki üzerine yapılan araştırmaların bulgularında, bazıları değişkenler arasında pozitif, bazıları ise negatif ilişki olduğunu iddia etmektedir. Pozitif ilişki olduğunu iddia eden çalışmalar iddialarını Fisher hipotezine (Fisher, 1930) dayandırırken, negatif ilişki olduğunu iddia eden çalışmalar ise Temsil hipotezine (Fama, 1981) dayandırmaktadır¹⁰⁹.

Hisse senedi fiyatları ile enflasyon oranları arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

¹⁰⁴ Praphan Wongbangpo and Subhash C. Sharma, “Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamics Interactions: ASEAN-5 Countries”, **Journal of Asian Economics**, 13, 2002, pp. 27–51.

¹⁰⁵ Ersan Bocutoğlu, “Makro İktisat Teoriler ve Politikalar”, 7. Baskı, Trabzon: Murathan Yayınevi, 2010, s. 82.

¹⁰⁶ Hüseyin Şahin, “İktisada Giriş”, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2006, s. 471.

¹⁰⁷ Halabak, a.g.e., s. 132.

¹⁰⁸ Theophano Patra and Sunil Poshakwale, “Economic variables and stock market returns; evidence from the Athens stock Exchange”, **Applied Financial Economics**, 16, 2006, pp. 993–1005.

¹⁰⁹ Hasan Ayaydın ve Hüseyin Dağlı, “Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 26(3–4), 2012, s. 47.

Sayılğan ve Süslü (2011), 1999–2006 yılları arasındaki üçer aylık verileri kullanarak panel veri analizi ile Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili ve Ürdün borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi getirilerinin, enflasyon oranından etkilendiği sonucuna varmışlardır¹¹⁰.

Duman ve Karamustafa (2004), çalışmalarında; Türkiye’de enflasyon ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve gelişmiş birçok ülkede olduğu gibi değişkenler arasında negatif ilişki bulmuşlardır¹¹¹.

Al- Rjoub (2005), beş adet Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkelerinde (MENA), (Bahreyn, Mısır, Ürdün, Suudi Arabistan ve Umman) beklenmeyen TÜFE değişimlerine aylık hisse getirilerinin tepkisini analiz etmiştir. Çalışma sonucu bu ülkelerde hisse getirileri ve beklenmedik enflasyon arasında negatif ve çok güçlü anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır¹¹².

1.5.2.1.5. Sanayi Üretim Endeksi

Sanayi üretim endeksi (SÜE), sanayi sektöründe yer alan şirketlerin üretimlerinin bir göstergesidir. Sanayi üretim endeksinin artması demek ülke ekonomisinin büyümesi demektir. Ülkemizde sanayi üretim endeksi, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)’ in açıkladığı istatistikler arasında yer almaktadır.

Sanayi üretimindeki artışlar ve kapasite kullanım oranları yatırımcılar açısından yatırım kararı vermek için iyi birer göstergedir. Hisse senedi yatırımcıları, SÜE’deki artışları olumlu olarak yorumlamalı ve yorumlarken mevsimsel değişiklikleri de göz önüne almaları gerekmektedir. Sanayi üretimi genellikle kış ve yaz aylarında düşüş, ilkbahar da ise artış göstermekte ve hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilemektedir¹¹³.

Hisse senedi fiyatları ile Sanayi üretim endeksi arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

¹¹⁰ Sayılğan ve Süslü, a.g.e., ss. 73–96.

¹¹¹ Mehmet Duman ve Osman Karamustafa, “ Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri, Enflasyon ve Reel Üretim İlişkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 21, Ocak 2004, ss. 94–100.

¹¹² Samer A.M. Al- Rjoub, “The adjustments of stock prices to information About inflation: evidence from MENA Countries”, **Applied Economics Letters** 12, 2005, pp. 871–879.

¹¹³ Melih Diril, “**Hisse Senetlerine Yatırım ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, 2000, s. 85.

Özer ve Kaya (2011), 1996–2009 yılları arasındaki aylık verileri kullanarak Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi ve VEC modelleri ile İMKB–100 üzerinde yaptıkları çalışmada; İMKB–100 endeksi ile sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkinin pozitif olduğu sonucuna ulaşmışlardır¹¹⁴.

Herve, Chanmalai ve Shen (2011), 1999–2007 yılları arasındaki çeyrek dönemli verileri kullanarak Johansen çok değişkenli eş bütünleşme testi ile Fildişi Sahili Borsası üzerine yaptığı çalışmasında, sanayi üretim endeksinin hisse senedi fiyatı üzerinde uzun dönemde anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır¹¹⁵.

1.5.2.1.6. Gayri Safi Milli Hasıla

Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) , bir ülkede belli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeri olup ekonominin genel gidisi hakkında bilgi veren makro ekonomik bir göstergedir. Ekonominin büyüdüğü ve GSMH'nın artış gösterdiği yıllarda hisse senedi fiyatları da yükseliş içindedir¹¹⁶.

1.5.2.1.7. Dış Ticaret Dengesi

Dış ticaret dengesindeki değişiklikler bir ülkenin ticarete kullanılan ürünlerinin uluslararası rekabet gücündeki değişimlerini tahmin etmek için kullanılmakta ve finansal belirsizliklere ve nakit akımlarındaki değişikliklere işaret niteliği taşımaktadır. Ticaret dengesindeki açık finansal piyasalar açısından kaygılandırıcı bir durum olduğu için, söz konusu açıklar hisse senedi getirisini olumsuz yönde etkilemektedir¹¹⁷

Hisse senedi fiyatları ile Dış ticaret dengesi arasındaki etkileşimi belirlemeye yönelik yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Dizdarlar ve Derindere (2008), hisse senedi fiyatlarıyla, dış ticaret dengesi arasında anlamlı ilişki bulamamıştır¹¹⁸. Yılmaz, Güngör ve Kaya (2006) ise yaptıkları

¹¹⁴ Özer vd., a.g.e., ss.163–182.

¹¹⁵ Herve vd., a.g.e., p.152 .

¹¹⁶ Banu Durukan, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, 3(1), 1999, s. 26.

¹¹⁷ Jr. James Bodurtha vd, “Economic Forces and The Stock Market: International Perspective”, **Global Finance Journal**, 1(1), 1989, p. 26.

¹¹⁸ Işın Dizdarlar ve Sinem Derindere, “Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma”, **Yönetim Dergisi**, 19(61), 2008, s. 113–124.

çalışmada dış ticaret dengesinin hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır¹¹⁹.

1.5.2.2. Endüstri İle İlgili Faktörler

Endüstri ile ilgili faktörler; işletmenin faaliyette bulunduğu endüstriden kaynaklanan; işletmenin faaliyet konusu, işletmenin bulunduğu sektör içindeki konumu, endüstrideki rekabet düzeyi ve sektörde devletin endüstriye sağladığı teşvikler olarak sıralanabilir.

1.5.2.2.1. İşletmenin Faaliyet Konusu

İşletmenin faaliyet konusu, hisse senedi fiyatını belli bir yönde ve belirli bir düzeyde etkilemektedir. Ülke ekonomisinin yapısı, tüketim kalıpları, yasal düzenlemeler, sağlanan teşvikler belirli sektörleri ön plana çıkarmaktadır. Ön plana çıkan bu sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin kârlılığı ve dolayısıyla borsadaki hisse senedi performansları yüksektir¹²⁰.

1.5.2.2.2. İşletmenin Bulunduğu Sektör İçindeki Konumu ve Payı

İşletmenin bulunduğu sektör içindeki konumu işletmenin değerini etkilemektedir. Sürekli büyümekte olan sektörde yer alan bir işletmenin değeri, küçülme eğiliminde olan bir sektördeki işletmeye nazaran daha yüksektir. Söz konusu değer yüksekliği, işletmenin tahmin edilen nakit akımlarına yansiyarak, işletmenin piyasa değerini yükseltecek ve bu durum işletmenin hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır¹²¹.

Pazar payı, bir işletmenin satışlarının sektördeki toplam satışlara olan oranıdır. Pazar payı, işletmenin sektördeki yerini ve sıralamasını göstermektedir. Pazar payındaki değişiklikler işletme açısından bir ölçü niteliği taşımakta olup, karlılığı doğrudan etkilemesi nedeniyle işletme kararları içerisinde kritik bir öneme sahiptir¹²².

¹¹⁹ Yılmaz vd., a.g.e., ss. 1–16.

¹²⁰ Abdurrahman Yıldırım, “Tophane’de Büyük Oyun: Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü”, 1. Baskı, İstanbul: Güncel Yayıncılık, 1995, s. 382.

¹²¹ Citibank, “Corporate Valuation”, 1990, s. 55.

¹²² Erol Eren, “İşletmelerde Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası”, İstanbul: Beta Yayınevi, 2000, s. 45.

1.5.2.2.3. Endüstrideki Rekabet Düzeyi

Doğrudan doğruya veya dolaylı olarak piyasaya mal veya hizmet sunmaya çalışan işletmelerin faaliyetlerinin tümü, rekabet olarak adlandırılmaktadır¹²³.

İşletmelerin piyasada başarılı bir şekilde bulunabilmeleri ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için yapması gerekenler, sağlayabileceği stratejik üstünlükler ve piyasadaki rakiplerin davranışlarının nasıl olabileceği gibi sorular rekabet analizinde dikkat edilmesi gereken hususlardır. Genel anlamda rekabeti, içinde bulunulan pazarın yapısı ve pazardaki davranışların yapısı olmak üzere iki temel unsur belirlemektedir. İşletmelerin faaliyette bulunduğu pazarın rekabet özelliklerini ise; mevcut ve muhtemel rakipler, pazara giriş/çıkış engelleri, ikame sanayi mamulleri, alıcıların ve satıcıların pazarlık gücü ile bunların etkileşimi oluşturmaktadır¹²⁴.

Endüstride, ekonomik koşullardaki meydana gelmesi beklenen, yasalar ve tutumlardaki değişimler, sadece o endüstrideki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Bu tür değişimler, işletmenin kârını ve hisse senetlerinin değerini olumsuz yönde etkilemektedir¹²⁵.

1.5.2.2.4. Sektörde Devletin Sağladığı Teşvikler

Teşvik kavramı, belirli ekonomik faaliyetlerin diğerlerine oranla daha fazla ve hızlı gelişmesini sağlamak amacıyla kamu tarafından çeşitli yöntemlerle verilen maddi veya gayri maddi destek, yardım ve özendirme olarak tanımlanmaktadır¹²⁶.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde devlet tarafından sağlanan teşvikler, kalkınma sürecindeki tüm teşebbüs risklerinin azaltılması veya ortadan kaldırılmasına yöneliktir. Böylece diğer girişimcilere nispetle teşvik edilen, özendirilen mal, sektör veya girişimler, rekabet gücü elde etmiş olmakta ve elde edilen bu rekabet gücünde firma değerini artırarak hisse senedi fiyatlarını yükseltebilmektedir¹²⁷.

¹²³ Eren, "İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim", 2. Baskı, İstanbul: Bayrak Matbaacılık, 1987, s. 142.

¹²⁴ Millan Ian Mac, Seizing "Competitive İnitative, Spring", **The Journal of Business Strategy**, 1982, p.37.

¹²⁵ Korkmaz ve Ceylan, a.g.e, s. 503.

¹²⁶ Ahmet İncekara, "Türkiye'de Teşvik Sistemi", İTO Yayınları, 10, 1995, s. 9.

¹²⁷ Demir, a.g.e., s. 114-115.

1.5.2.3. Diğer Faktörler

İşletme ile ilgili olmayan ancak işletmenin hisse senedi fiyatını etkileyen diğer faktörler; siyasi faktörler, spekülasyon, mevsimsel hareketler ve piyasa psikolojisi olarak sıralanabilir.

1.5.2.3.1. Siyasi Faktörler

Menkul kıymet yatırım aracı olan hisse senetlerinin fiyatları, ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlıklar, seçimler ve seçim sonrası oluşacak hükümetin özelleştirme politikaları gibi siyasi olaylara karşı oldukça duyarlılık göstermektedir.

Seçim sürecindeki ülkelerde, seçim sonuçlarıyla ilgili yani koalisyon veya tek partili iktidar dönemine girileceği konusunda belirsizlik söz konusu olduğundan işletmelere yapılacak olan yatırımlarda yatırım riski yükselmekte ve hisse senedi yatırımlarında azalma görülebilmektedir.

Seçim sonrası oluşacak hükümetin özelleştirme politikaları da hisse senetleri fiyatlarına etki etmektedir. Devlet mülkiyetindeki işletmelerin özelleştirilmesiyle ulusal menkul kıymet piyasalarının kapitalizasyon oranı ve piyasa aktivitesinde artışlar sağlanmaktadır. Özelleştirilen firmaların hisse senetlerinin bir kısmının diğer ülke piyasalarında işlem görmesinin sağlanmasıyla hisse senetlerine uluslararası pazarlanabilme kabiliyeti sağlanabilmektedir¹²⁸.

Koalisyonla yönetilen ülkelerde siyasi tartışmaların ve ya erken seçimle ilgili spekülasyonların yaşandığı dönemlerde hisse senedi fiyatlarında sert düşüş veya yükseliş görülebilmekte ve bu durum yatırımcıların yatırım kararı almalarını zorlaştırmaktadır. Ancak, siyasi iktidarda tek partinin bulunduğu ülkelerde ise siyasi istikrar ile birlikte ekonomik istikrar daha kolay sağlanmakta ve hisse senedi fiyatlarında olumlu yönde bir hareketlilik beklenmektedir.

1.5.2.3.2. Spekülasyon

Spekülasyon; kişilerin tahminlerine dayanarak, fiyatında yükselme beklediği ekonomik varlıkları satın alması, fiyatında düşme beklediklerini ise satması yoluyla kar sağlama faaliyeti olarak tanımlanmaktadır. Kişilerin tahminleri doğru çıkarsa kar elde edilir, tersi durumda ise zarar edilir. Spekülasyon, alım satım konusu olan ve

¹²⁸ Kürşat Yalçınar, “Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’ de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 19(2), 2005, s. 396,397.

fiyatlarında iniş çıkışlar görülen, kolay taşınabilen ve bozulmadan saklanabilen bütün mal ve mali varlıklar üzerinde yapılabilir¹²⁹. Spekülatör ise spekülasyon faaliyetini yapan, yani; bilgisine ve bilgiyi değerlendirme yeteneğine güvenip risk üstlenerek menkul kıymetleri ucuz bir fiyattan alıp ileri bir tarihte alış fiyatından daha yüksek fiyatla satmayı hedefleyen kişidir.

Hisse senedi fiyatları; spekülatif faaliyetlerden, özellikle piyasa derinliği fazla olmayan değişken piyasalarda oldukça etkilenebilmektedir¹³⁰.

Spekülatif nitelikli hisse senedi alım ve satım işlemleri, menkul kıymetler borsasında istikrar sağlayıcı bir unsur olabildiği gibi dozunda gerçekleştirilmediği takdirde istikrarı bozucu bir nitelik kazanabilir. Spekülatörler gerek ani ve kesin fiyat düşüşlerinde hisse senedi alarak fiyatların sıfır noktasına düşmesini, gerek aşırı fiyat yükselişlerinde hisse senedi satarak fiyatların erişilemeyecek bir noktaya yükselmesini önleyerek borsadaki değerlerin korunmasına yardımcı olabilmektedir. Buna karşılık spekülatörlerin hisse senedi fiyatlarını kendi aralarında suni olarak yükseltmeleri veya düşürmeleri aşırı fiyat dalgalanmalarını da beraberinde getirmekte ve bu durumda borsa uzun vadeli ve istikrarlı bir yatırım alanı olmaktan uzaklaşmaktadır¹³¹.

1.5.2.3.3. Mevsimsel Hareketler

Mevsimsel hareketler hisse senedi fiyatlarında düşüşe ve ya yükselişe neden olarak hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Firmaların yıllık bilançolarının senenin ilk üç ayı içerisinde belli olması neticesinde borsada işlem gören hisse senedi fiyatlarında çoğunlukla yükseliş görülmektedir. Genellikle Mart aylarında firmaların dağıtılacak temettülerinin belirlenmesi hisse senedi fiyatlarındaki yükselişi Nisan ayı sonuna kadar taşımakta ve temettü dağıtımlarından sonra tatil mevsiminin de etkisi ile hisse senedi fiyatlarında düşme görülmektedir. İyi bilançolara sahip firmalarda, Eylül aylarında firmaların altı aylık bilançolarının hazırlanması ve tatil mevsiminin sona ermesiyle birlikte yaz aylarındaki durgunluk ve düşüşün ardından piyasalar tekrar hareketlenmeye başlamakta ve mevsimlik olarak yükseliş görülmektedir. Yılsonu

¹²⁹ Halil Seyidoğlu, “Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama”, 14. Baskı, İstanbul, 2001, s.304.

¹³⁰ İlhan Ege ve Ali Bayrakdaroğlu, “İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 2009, s. 140.

¹³¹ H. Ersan Hürer, “**Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler ve İMKB Üzerine Bir Uygulama**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1995, s. 97.

bilançolarının hazırlanması sürecinde hisse senedi fiyatlarındaki yükseliş devam etmekte ve firma genel kurulunca dağıtılacak temettü oranlarının açıklanması ve dağıtılmasına kadar geçen sürede hisse senedi fiyatları en yüksek değerine ulaşmaktadır¹³².

1.5.2.3.4. Piyasa Psikolojisi

İşletmeler ile ilgili çıkan söylentiler, hükümet bunalımları, liderlerin vefatı, firmaların mali ve idari yapılarıyla ilgili çeşitli söylentiler ve yatırımcıların tepkileri hisse senedi arz ve talebi üzerinde olumlu ya da olumsuz etki yapabilmekte ve hisse senedi fiyatlarını etkileyen psikolojik faktörleri oluşturmaktadır¹³³.

Ekonomik ve politik ortamın uygun olduğu dönemlerde borsada bir durgunluk görülebilmekte ve fiyatlar düşebilmektedir. Bazı göstergelerin, olumsuz koşulların varlığını işaret ettiği dönemlerde de borsanın canlılığını koruduğu, fiyatların yükseldiği, talebin hızla arttığı görülebilmekte ve böyle çelişkili durumlar “piyasa psikolojisi” ile açıklanmaktadır. Yatırımcıları gerek ekonomik gerekse sosyal ve politik gelişmeler (savaşlar, siyasi krizler, barış anlaşmaları gibi) hakkında karamsar veya iyimser olmaları piyasa psikolojisini belirlemekte ve bu durumda hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir¹³⁴.

1.6. Türkiye’de Hisse Senedi Piyasası

Borsa İstanbul A.Ş. borsacılık faaliyetleri yapmak üzere 30 Aralık 2012 tarihinde resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 138. maddesi uyarınca aynı tarihte kurulmuştur. Türkiye Sermaye Piyasasındaki borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulunca esas sözleşmesi hazırlandıktan sonra 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa

¹³² Karşlı, “Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler”, 4. Baskı, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994, s. 476.

¹³³ Alperen Özalp ve Sermet Anagün, “Sektörel Hisse Senedi Fiyat Tahmininde Yapay Sinir Ağı Yaklaşımı ve Klasik Tahminleme Yöntemleri ile Karşılaştırılması”, **Endüstri Mühendisliği Dergisi**, 12 (3-4), 2001, ss. 2-17.

¹³⁴ Hüner, a.g.e., s. 98.

dayanılarak kurulan Borsa İstanbul özel hukuk tüzel kişiliğe haiz olup yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi iç düzenlemelerini yapabilmektedir¹³⁵.

Borsa İstanbul'un başlıca amacı ve faaliyet konusu, 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 satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım-satım emirlerini sonuçlandıracak 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 pazaryerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veya borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmektir¹³⁶.

Hisse senedi piyasasının temel bileşimleri çalışmanın bu bölümünde açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde ise hisse senedi piyasasında karşılaşılan riskler ile getiri kavramları incelenerek, özellikle ülke riski açısından teorik açıklamalara yer verilmiştir.

¹³⁵ <http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>, Erişim Tarihi: 29.01.2014.

¹³⁶ <http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>, Erişim Tarihi: 29.01.2014.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA RİSK VE GETİRİ KAVRAMI

Çalışmanın bu bölümünde, hisse senedi piyasalarında risk ve getiri kavramları tanımlanmış ve çalışma konusu olan ve hisse senedi getirilerini etkileyen sistematik riskler arasında yer alan ülke riski üzerinde durulmuştur.

2.1. Hisse Senedi Yatırımlarında Getiri Kavramı

Yatırım araçlarından sağlanan kazançlara getiri denilmektedir. Hisse senedi yatırımcılarının ortak amacı yatırım yaptığı hisse senedinden en çok getiriyi sağlamaktır.

Yatırımcılar, hisse senedine yatırım yaparak kar payı (temettü) getirisi ve sermaye kazancı olmak üzere iki tür getiri elde etmektedirler¹³⁷. Hisse senedi sahiplerinin yatırımlarından elde edeceği her iki getiride yatırımcıların birikimlerinin artışı ifade etmektedir.

2.1.1 Kar Payı Getirisi

Kar payı, hisse senedi sahiplerine dağıtılmasına karar verilen ve bunların her birine düşen payı ifade etmektedir¹³⁸. Anonim ortaklıkların dönem sonu karı olarak elde ettiği karın bir bölümünü hissedarlarına dağıtmasıyla, ortakların elde ettiği gelir temettü veya kar payı geliri olarak adlandırılmaktadır. Kar payı getirisi ise kar payı gelirin hisse senedi fiyatına bölünmesiyle bulunur.

Hisseleri borsada işlem gören işletmeler, hisse senetlerinin piyasa değerini korumak veya artırmak için, elde ettikleri karı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından her yıl kamuya açıklanan oran ve esaslar çerçevesinde nakit olarak veya yeni hisse senedi ihraç edip eski hissedarlarına bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle ortaklarına kar payı dağıtması gerekmektedir¹³⁹.

¹³⁷ Frank Fabozzi and Pamela Peterson Drake, “Capital Markets, Financial Management, and Investment Management”, 10. Baskı, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2009, p, 609.

¹³⁸ Mesut Hışıl, “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı”, **Yaklaşım Dergisi**, 4(40),1996, s.133.

¹³⁹ Demir, “İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 6(1), 2001, s.56.

2.1.2. Sermaye Kazancı

Zaman içerisinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artışa sermaye kazancı denilmektedir. İşletmenin büyümesine bağlı olarak hisse senedinin değerinde meydana gelecek olan artıştan kaynaklanan sermaye kazancı, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde temettü gelirleri ile dengeli bir seyir göstermektedir. Türkiye’de ise temettü ödemeleri çok düşük düzeylerde bulunduğundan hisse senedi yatırımlarında daha çok sermaye kazancı getirisi ön plana çıkmaktadır¹⁴⁰.

2.2 Hisse Senedi Yatırımlarında Risk Kavramı

Risk kavramı sözlükte gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlanmaktadır¹⁴¹. Finansal açıdan risk ise bir menkul değere yapılan yatırım ile ilgili gerçekleşen nakit akımlarının tahmin edilen ve beklenen nakit akımlarından farklı olması olasılığıdır¹⁴².

Yatırımcılar hisse senedine yatırım yaparken beklentilerine göre bazı tahminlere dayanarak yatırım kararı almaktadırlar. Hisse senedi getirilerinin beklenen getiriden düşük olması ve beklentilerin gerçekleşmemesi durumunda yatırımcıda yatırımın riskli olduğu kanısı uyanmaktadır. Yatırım yapılan hisse senedinin getirisi beklenen getiri ile ne kadar farklılık gösteriyorsa hisse senedinin o oranda riskli olduğu söylenebilmektedir¹⁴³.

Hisse senedi yatırımlarında karşılaşılabilecek riskler sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki grupta incelenir.

2.2.1. Sistematik Risk Kavramı

Sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişikliklerden kaynaklanan menkul kıymetlerin getirilerindeki dalgalanmaların, piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda, aynı doğrultuda ve farklı oranlarda etkileyen risk türü olarak tanımlanmaktadır¹⁴⁴. Sistematik risk portföy içindeki tüm

¹⁴⁰ Canbaş ve Hatice Doğukanlı, ‘‘Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri’’, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 1997, s. 27.

¹⁴¹ Öztin Akgüç, ‘‘İşletmelerde Finansal Yönetim’’ 9. Baskı, Ekin Kitabevi, 2006, s.636.

¹⁴² Okka, a.g.e., s. 367.

¹⁴³ Bolak, a.g.e., s. 171.

¹⁴⁴ Bolak, ‘‘Risk Yönetimi’’, İstanbul: Birsen Yayınevi, 2004, s.6.

menkul kıymetleri etkileyeceği için portföy’ de çeşitlendirme yapmak riski azaltmamaktadır¹⁴⁵.

Sistemik risk kaynakları, piyasa riski, faiz oranı riski, kur riski, satın alma gücü (enflasyon) riski, politik risk ve ülke riski başlıkları altında incelenecektir.

2.2.1.1. Piyasa Riski

Sermaye piyasasında belirli bir sebep veya sebeplere bağlanabilen, bazen de hiçbir geçerli ekonomik neden olmadan, daha çok psikolojik etkiler sonucu finansal varlıkların değerindeki düşüşler piyasa riskini oluşturur¹⁴⁶.

Piyasa riski işletme dışından kaynaklanan bir durumdur. Beklenmeyen bir savaşın başlaması veya bitmesi, seçim yılı olması, ülkedeki spekülasyon hareketlerinin artması, politik faaliyetlerin artması veya ülkedeki siyasi liderlerin hastalanması veya ölmesi gibi psikolojik faktörler piyasa riskini oluşturmada ve yatırımcıların yatırım kararları üzerinde olumsuz etki meydana getirmektedir¹⁴⁷.

Menkul kıymet piyasalarında piyasa riskinin ortaya çıkması ile bütün yatırım araçları aynı yönde etkilenmektedir¹⁴⁸. Bu nedenle yatırımcıların portföylerinde çeşitlendirme yoluna gitmesi yatırımlarında piyasa riskinin olumsuz sonuçlarını engellemekte yetersiz kalabilmektedir.

2.2.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski piyasadaki faiz oranlarının düşme veya yükselmesiyle meydana gelen bir risk türüdür. Piyasada faiz oranlarında meydana gelen düşme ve yükselmeler, belirli bir faiz getirisine sahip menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında ve buna bağlı olarak getiri oranlarında değişimlerin meydana gelmesine sebep olmaktadır¹⁴⁹.

Menkul kıymetlerin fiyatları, faiz oranı hareketlerinden farklı derecede fakat aynı yönde etkilenmektedir. Menkul kıymet yatırım araçlarından olan tahvil ve hisse senetlerinin fiyatları diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, piyasa faiz oranındaki değişimlerden ters yönde etkilenmektedir. Piyasa faiz oranlarındaki artış yatırımcıların

¹⁴⁵ Öcal Usta, “İşletme Finansı ve Finansal Yönetim”, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2005, s.232.

¹⁴⁶ Kanalıcı, a.g.e., s. 19.

¹⁴⁷ Frederick Amling, “Investments: An Introduction to Analysis and Management”, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1989, p. 20-21.

¹⁴⁸ John Maheu ve Thomas McCurdy, “Components of Market Risk and Return”, **Journal of Financial Econometrics**, 5(4), 2007, p. 561.

¹⁴⁹ Korkmaz ve Ceylan, a.g.e., s. 496.

yatırımlarından bekledikleri getiri oranını yükseltmekte ve hisse senetlerinin fiyatlarını düşürmektedir¹⁵⁰.

2.2.1.3. Kur Riski

Kur riski, yatırımcıların fonlarını kendi ülkelerinde veya yabancı ülkelerdeki piyasalarda işlem gören yabancı para birimlerinde değerlendirmesi ve yapılan yatırımlarda paranın değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risk türüdür. Kurlarda görülen hareketlilikle farklı ülkelerdeki faiz oranları arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Yatırımcıların yabancı ülkelerde yaptıkları yatırımlardaki karlılık oranları, kurlardaki hareketliliğe paralel olarak değişmektedir. Uluslararası alanda yatırım yapan yatırımcıların portföy de yer alan ülkelere bazılarının parası karşısında değer kazanırken bazılarının parası karşısında ise değer kaybetmesi görülebilir. Bu nedenle döviz kurlarında sürekli görülen değişiklikler uluslararası portföy’ e sahip olan yatırımcıların her zaman kazanacağı veya kaybedeceği anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların kur riskinden korunabilmeleri için portföylerinde farklı ülkelere ait dövizlere yatırım yapmaları durumunda kur riskini azaltıcı bir etki görülebilir¹⁵¹.

Bu dönemlerde sermaye ve para piyasalarında artan globalleşme karşısında ülkeler arası fon hareketlerinin hızlanması sonucu, sistematik risk kaynaklarından olan kur riskinin önemi daha da belirgin hale gelmiştir¹⁵².

2.2.1.4. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski

Enflasyon riski olarak ta bilinen satın alma gücü riski, yatırımda kullanılan paranın enflasyonun etkisi ile satın alma gücünün azalması durumudur. Satın alma gücündeki azalma, sabit para birimi ile hesaplanan finansal varlık veriminde azaltıcı etkiye neden olmaktadır¹⁵³.

Satın alma gücü riski ile genel fiyat düzeyinin yükselmesi sonucu paranın satın alma gücünün azalması kastedilmektedir. Yatırımlarda tüm menkul kıymetlerin getirileri, enflasyon oranındaki artıştan farklı derecede de olsa etkilenmektedir. Ancak

¹⁵⁰ Akgüç, “ Finansal Yönetim”, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayınları,17, 7. Baskı, 1998, s. 865.

¹⁵¹ Korkmaz ve Ceylan, a.g.e., s. 501.

¹⁵² İMKB, “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, 16. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 2001, s. 508.

¹⁵³ Yörük, “ Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’ de Test Edilmesi”, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000, s. 19.

yapılan araştırmalarda, enflasyon dönemlerinde, tahvillere yatırım yapan yatırımcıların satın alma gücünün daha çok azaldığını, hisse senedi yatırımcılarının ise satın alma gücünün, sabit kalma eğiliminde olduğu görölmektedir¹⁵⁴.

Enflasyon riskinin hisse senetleri üzerindeki etkisi kısaca şu şekildedir; genellikle enflasyon oranlarındaki bir yükselme faiz oranlarının yükselmesine sebep olmakta, bu durum da hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve dolayısıyla hisse senedi yatırımcılarının elde edeceği temettü oranlarının azalmasına yol açmaktadır¹⁵⁵.

2.2.1.5. Politik Risk

Politik risk, ulusal veya uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkabilen, politik koşullardaki değişmelerin yatırım aracı olan menkul kıymet getirilerinde meydana getireceği değişlikleri tanımlamakta kullanılan bir risk türüdür¹⁵⁶.

Yabancı finansal varlıklara yatırım yapan yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkede yaşanabilecek hükümet krizleri, uluslararası gerginlikler, dış sermaye politikalarındaki gelişmeler ve savaşlar gibi politik riskleri de üstlenmiş bulunmaktadır¹⁵⁷. Yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkelerdeki, döviz kurundaki dalgalanmalar, yabancı sermaye artırımları, bürokratik engeller, ülkenin dış ticaretindeki kotalar ve sınırlamalar, seçim dönemleri ve mevzuat değişiklikleri gibi unsurları da politik risk faktörleri olarak değerlendirmeli ve yatırım kararı almalıdırlar.

Politik risk ülke ve işletme özellikleri ilgili olmak üzere iki kısımda incelenebilir. Ülke özellikleri ile ilgili kamulaştırma ve etnik çatışmanın neden olduğu ve ülkedeki bütün işletmeleri etkileyen makro risk olarak incelenebilir. İşletme özellikleriyle ilgili ise; yolsuzluk ve çıkar çatışmalarının neden olduğu, endüstriye ait mikro risk olarak incelenebilir¹⁵⁸.

¹⁵⁴ Bolak, a.g.e., s. 6; Ünal Bozkurt, “Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi” No: 4, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1988, s. 85.

¹⁵⁵ Haim Levy, “**Fundamentals Of Investments**”, Financial Times, Prentice Hall, 2002, s. 51.

¹⁵⁶ Ceylan ve Korkmaz, “Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2004, s. 455

¹⁵⁷ TSPAKB, İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları, “Finansal Yönetim”, İstanbul, 2008, s. 95.

¹⁵⁸ Choel Eun and Bruge Resnick, “International Financial Management”, Fourth Edition, New York: Mc Graw-Hill, 2007, s. 384.

2.2.1.6. Ülke Riski

Ülke ekonomilerinin en önemli sorunlarından biri olan sermaye yetersizliği yabancı sermayeye olan ilginin artmasını gündeme getirmektedir. Küreselleşmenin ve gelişen teknolojinin de etkisiyle finansal hareketlilik artmakta, sermayelerin belirli coğrafi bölgelerde el değiştirmesi süreci olumsuz etkilenmekte ve uluslararası işletmelerin ticari ilişkileri hız kazanmaktadır. Bu durum firmalara uluslararası pazarlara açılarak daha karlı iş olanakları sunmakta ve ülkelerin büyümesinde en önemli faktörlerden biri olan yabancı sermaye yatırımlarını artırmaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarındaki artış ülke ekonomisinin büyümesine katkı sağlamaktadır. Ancak, yabancı sermaye; ülke ekonomisine katkısının yanında birtakım riskleri de beraberinde getirmektedir. Uluslararası piyasalarda ticaret yapan bir firma yatırım yaptığı ülkelerin içinde bulunduğu riskleri de üstlenmiş bulunmaktadır. Bu nedenle özellikle dış ticaretle uğraşan işletmelerin yatırımlarında olumsuz sonuçlara neden olabilecek riskleri önceden belirlemeleri ve yatırımlarını bu doğrultuda gerçekleştirmeleri ülke riski kavramını ön plana çıkarmaktadır. Çalışmanın alt başlıklarında ülke riski konusu detaylı bir şekilde incelenecektir.

2.3. Ülke Riskinin Gelişimi (Ülke Riski Kavramı, Gelişimi ve Analizinin Amacı)

Ülke riski, herhangi bir ülkenin çeşitli sebeplerden dolayı dış borçlarını ödeyememesi veya ödemek istememesi sonucunda meydana gelen ve diğer tüm dış ülkelere yapılan yatırımlarda ve borçlanmalarda karşılaşılan genel riskler dışında kalan bir risk türüdür¹⁵⁹. Sistematik risk kaynakları arasında yer alan ülke riski; bir ülkenin ekonomik, finansal ve politik yapısı nedeniyle sınır ötesi yükümlülüklerini kısmen veya tamamen zamanında yerine getirememesi ihtimali olarak 'ta tanımlanabilir¹⁶⁰.

Ülke riski yabancı bir ülkeye ait borçlu, ithalatçı veya kurumsal ortağın, yabancı alacaklı, ihracatçı veya yatırımcıya sözleşmeye dayalı yükümlülüklerini yerine getirmeme veya getirememe olasılığından meydana gelmektedir. Uluslararası ticari engeller, kısıtlamalar, adil olmayan rekabet koşulları ve döviz kurunda oynaklıklar

¹⁵⁹ Suhejla Hoti and Michael McAleer, "An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and Associated Models" *Journal of Economic Surveys*, 18(4), 2004, s. 541.

¹⁶⁰ David Carment, "Assessing Country Risk: Creating an Index of Severity", *CIFP Risk Assessment Template*, 2001, ss.1-18.

gelişmekte olan ülkelerde olduğu kadar gelişmiş ülkelerde de yatırımcıyı zorlamakta ve risk kaynağı olmaktadır. Bu nedenle ülke riski kavramı sadece gelişmekte olan ekonomilere özgü olmayıp, gelişmiş ülkeleri de yakından ilgilendirmektedir. Finansal açıdan ve ya politik açıdan, ülke riskinin değerlendirilmesi ve iyi analiz edilmesi için, yönetim kalitesi, kurumların esnekliği ve teknolojik yeterlilik gibi birbiriyle ilişkili unsurların anlaşılması gerekmektedir¹⁶¹.

Ülke riski bulunduğu ülkede bulunan işletmeleri doğrudan etkilediği gibi ülkedeki işletmelerle ticari ilişki içerisinde bulunan veya ülkeye yatırım yapan yabancı ülkedeki işletmeleri de etkilemektedir. Ülkenin uyguladığı para politikaları, döviz kurundaki oynaklıklar, ülkedeki enflasyon oranı, vergi oranları, kısıtlamalar, yabancı ülke firmalarına karşı düşmanca davranışlar vb. riskler yabancı işletmeler için o ülkenin risk kaynaklarıdır¹⁶².

Literatürde transfer riski, politik risk, ekonomik risk, finansal risk, hükümlerlik riski ve uluslararası ticaret riski kavramlarının yerine kullanılan ülke riski ülkenin içinde bulunduğu finansal, sosyal ve politik olaylar sonucu ortaya çıkan risklerin tümünü barındırmaktadır.

Ülke riski günümüzdeki anlamıyla ifade edilmeye başlanmadan önce uluslararası borç veren bankaların ilk olarak karşılaştıkları risk transfer riskidir. 1950'lerin sonu ve 1960'ların başında ülke riski, transfer riski olarak kabul edilmiştir. Özellikle 1950'li yıllarda euro-dolar piyasalarının oluşumu ile uluslararası toptancı bankacılık gelişerek euro-dolar mevduatlar çok uluslu şirketlere kredi olarak yatırılmaya başlanmıştır. Bu yıllarda transfer edilen krediler açısından ülke riskinden çok, borçlu ülkenin kambiyo rejimini değiştirerek, borçlu firmaların yurt dışına ödeme servislerine kısıtlamalar getirilmesi olasılığı olan transfer riski, tek risk faktörü olmaktadır¹⁶³.

1960 ve 1970'li yıllarda çokuluslu şirketlerin karşı karşıya kaldıkları kamulaştırma, kar transferlerini engelleme, haciz vb. gibi ülke riskleri ve doğrudan

¹⁶¹ Rüştü Kürşad Günaydın, “Ülke Riski İçin Farklı Yaklaşımlar” *Activeline Dergisi*, 2006, s. 1.

¹⁶² Günaydın, a.g.e., s.1

¹⁶³ Sevil Halıcı, “**Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri**”, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2005, s. 101.

yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelenmesiyle ülke riski kavramı literatüre girmiştir¹⁶⁴.

1970'li yıllarda, az gelişmiş ülkelerin sınır ötesi borçlarındaki hızlı artış uluslararası finans literatüründe ülke riskinin büyük önem kazanmasını sağlamıştır¹⁶⁵. 1980'li yıllarda birçok gelişmekte olan ülke, borç krizleri ile karşı karşıya kalmış ve krizlerin ortaya çıkmasında ülke riskinin önemli bir faktör olduğunun belirlenmesi ile ülke riski literatürde yoğun bir şekilde incelenmeye başlanmıştır¹⁶⁶.

1990'lı yıllarda ise 1994 Meksika, 1997 Asya, 1999–2002 Latin Amerika finansal krizleriyle birlikte, ülke riski literatürde üçüncü evrimini yaşamış ve finansal krizlerde erken uyarı değişkeni olarak ele alınmaya başlanmıştır.¹⁶⁷

Literatüre girmesinden günümüze kadar transfer riski, politik risk, ekonomik risk, finansal risk, hükümlülük riski ve uluslararası ticaret riski olarak adlandırılan ülke riski bir ülkedeki yatırımların geleceği hakkındaki bilgileri, yatırım yapılacak ülkelerin finansal, politik ve ekonomik durumları ile finansal yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü ölçmede kullanılan önemli bir göstergedir.

Ülke risk analizi yatırım yapılacak ülkenin izlediği ekonomi, sosyal, siyasi vb. politikalarını inceleyip, ülkenin barındırdığı risk faktörlerini belirleyerek ülkenin yükümlülüklerini karşılayabilme kapasitesini değerlendirmek ve ülkeye yatırım yapılması halinde yatırımcının yükleneceği riski tahmin etmek amacıyla yapılır. Ayrıca, ülke riski analizi, daha önce risk dereceleri yüksek olan ülkelerin taşıdığı riskleri halen koruyup korumadığını belirlemek ve yatırım yapılacak ülkeyi farklı coğrafyalarda bulunan, farklı ekonomik gelişmişliğe sahip ülkelerle karşılaştırarak sağlıklı ve doğru bir yatırım kararı alabilmek için yapılmaktadır.

2.3.1. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

Yatırım yapılacak veya kredi sağlanacak olan bir ülkenin yükümlülüklerini ve borçlarını geri ödeyebilme gücünü ölçmek için ülke riskini belirlemede ülkenin

¹⁶⁴ Krishan G. Saini and Philip S. Bates, “ A Survey of Quantitative Approaches to Country Risk Analysis”, **Journal of Banking and Finance**, 8 (2), 1984, pp. 341–356.

¹⁶⁵ Korwa Adar vd., “Towards Africa – oriented Risk Analysis Models, A Contextual and Methodological Approach” South Africa: Africa Institute of South Africa, 2008, p. 118.

¹⁶⁶ Saini, a.g.e., pp.341-356.

¹⁶⁷ M. Kabir Hassan vd., “ Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa” **Economic Systems**, 27, 2003, pp. 63-82.

ekonomik, politik, sosyal ve finansal yapılarını belirleyen göstergeler ve bu göstergeler arasındaki etkileşim incelenerek önem derecesine göre değerlendirilmelidir.

Ülke riskini belirleyen ve artıran faktörler aşağıda önem sırasına göre verilmiştir¹⁶⁸.

1. Aşırı olan gruplarca yönetime el konulması veya yabancı işgalinde olduğu gibi borçlu kimliğindeki değişme

2. Kamulaştırma, millileştirme, kontrolün devlete geçmesi gibi nedenlerle borçlunun kimliğinde değişme. Ancak bu sadece devlet garantisi olmayan özel sektör borçlarını içerir

3. Ülke kredibilitesinin düşmesinden dolayı IMF'den uluslararası finans piyasasında faaliyet gösteren devletlerden ve diğer kuruluşlardan borç alma olanağının kalmaması

4. İflaslar

5. Savaş, iç savaş, karışıklık, ayaklanma gibi nedenlerle üretim kapasitelerinin veya varlıklarının yok edilmesi

6. Hükümetçe ekonominin iyi idare edilmemesi, maliyetlerin artması grevleri kredi olanağının azalması gibi nedenlerle şirket gelirlerindeki büyümenin yavaşlaması veya düşmesi

7. Enflasyon veya devalüasyon nedeni ile borçlardaki ani artış

8. Hükümetçe yapılan döviz kontrolü

Wang (2009) çalışmasında ülke riski; politik, ekonomik, finansal ve sosyal faktörler olmak üzere dört faktör ile temsil edilmiştir. Tablo 2.1.' de gösterilen bu çalışmada, ülke riski analizi için belirlenen faktörler, bu faktörlere ilişkin bileşenler ve her bir bileşeni oluşturan kriterler üzerinde durulmuştur.

¹⁶⁸ J. Pancras Nagy, "Country Risk", London: Euormoney Publications, 1984, s.23.

Tablo 2.1. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler

FAKTÖR	FAKTÖR BİLEŞENİ	KRİTER
POLİTİK ORTAM	Politik Sistem	Kararlılık
		Olgunluk
		İşlevsellik
	Hükümet	Temsil edilebilirlik
		Birleşmişlik (Kollektivlik)
	Ülke İçi Anlaşmazlıklar	İrsal ilişkiler
		İç Savaş – Kargaşa
		Ayaklanma
	Uluslararası İlişkiler	Ekonomik yaptırımlar
		Komşu ülkelerle yaşanan sınır anlaşmazlıkları
Askeri anlaşmazlıklar veya yabancı ülkelerle savaş		
EKONOMİK ORTAM	Gelişmişlik Düzeyi Kişi	Kişi Başına Düşen GSMH
		GSMH’ daki büyüme
	Ekonomik İstikrar	Enflasyon
		İşsizlik
		Sosyal Güvenlik Fonları
	Altyapı	İletişim Sisteminin İşlevselliği
		İş gücünün eğitilmiş olma durumu
		Endüstrinin rekabet edebilme yeteneği
		Hizmet Sektörünün Deneyimi
		Devlet dairelerinin etkinliği
	Vergilendirme	Vergi ücretlendirmelerindeki tutarlılık
		Vergi düzeyi
		Yabancı yatırımcılar için vergi teşvik tedbirleri
		Endüstriler için vergi teşvik tedbirleri
	Makroekonomik Yönetim	Politika formasyonu
		Politika uygulamaya koyma
		Politika Verimliliği
	Uluslararası Ekonomik İlişkiler	Uluslararası ticaret
Ödemeler dengesi		
Döviz kuru düzenlemeleri		
Dış rezervler		
FİNANSAL DURUM	Finansal Sistem	İstikrar, düzenleme, denetim, ayarlama
	Sermaye Piyasası	İşlevsellik, yeterlilik, likit olabilme özelliği, dirençlilik, şeffaflık
	Döviz Piyasası	İstikrar, dirençlilik, düzenleme alım satımları
	Kurumsal Sektör	Deneyim, kamuoyunu aydınlatma, kurumsal deneyim
SOSYAL GELENEKLER	Hukuk sistemi	Bağımsızlık
		Şeffaflık
		Yaptırım gücü
	Mevzuat ve yönetmelik	Tutarlılık
		Etkinlik
	İş örgütleri ve kurumsal yönetim	Uyumluluk
		Adaptasyon
		İşlevsellik
	Çıkar Grupları	Meslek Birlikleri
		Sendikalar
		İşveren Örgütleri
	Acil durumlar ve kurtarma	Büyük kazaların ve doğal afetlerin oluşum sayısı
Doğal afetlerin ve acil yardım kurtarma hizmetlerinin üstesinden gelebilme becerisi		
Sosyal Durum	Uygun iş ve sosyal hayat	
	Uygun mal varlığı dağılımı	
	Uygun yabancı yatırımlar ve uygun ölçüde milli menfaat	

Kaynak: Wang, (2009: 376–377)

Çalışmamızda ülke riskini belirleyen faktörler, ekonomik, sosyal, politik ve finansal risk faktörleri olmak üzere dört grupta incelenmiştir.

2.3.1.1. Ekonomik Risk Faktörleri

Ekonomik risk, yapılan yatırımların beklenen getirisinde büyük değişiklikler yaratan ekonomik yapıda veya büyüme oranında meydana gelen önemli değişikliklerdir. Ekonomik risk faktörü mali, parasal, gelir dağılımı vb. temel ekonomik değişkenlerde ortaya çıkan olumsuz değişikliklerden dolayı meydana gelmektedir¹⁶⁹. Ekonomik risk derecelerinin ölçülmesinin nedeni yatırım yapılacak ülkenin ekonomik gücünü ve zayıflıklarını ortaya çıkarmaktır. Ekonomik risk faktörü; kişi başına GSYİH, reel GSYİH' daki yıllık büyüme, bütçe dengesi / GSYİH, cari hesap / GSYİH ve enflasyon oranı gibi makroekonomik değişkenler kullanılarak değerlendirilmektedir¹⁷⁰.

Ekonomik değişkenler ölçülebilir ve daha önceki dönemler ile karşılaştırılabilir olması nedeniyle sosyal ve politik değişkenlere göre analizlerde daha çok tercih edilebilir.

Literatürde ekonomik risk faktörleri ile ilgili yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Fama (1981), Chen, Roll ve Ross (1986), Hamao (1988), ve Chen (1991)' e göre, hisse senedi fiyatları işletmelerin gelecekteki kazanç potansiyellerini yansıttığı için makroekonomik değişkenlere duyarlıdır ve yapılan bu çalışmalarda hisse senetleriyle, makroekonomik faktörler arasında güçlü bağlar bulunmuştur¹⁷¹. Diğer taraftan, Fama (1981), çalışmasında enflasyon oranıyla, hisse senedi getirileri arasında güçlü ve negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur¹⁷². Fama' nın bu iddiası üzerine Geske ve Roll (1983), yaptığı çalışmada hisse senedi fiyatlarında yaşanacak beklenmedik bir düşüşün, ekonomide beklenmedik bir harekete yol açacağını söylemiş

¹⁶⁹ Yörük, “Ülke Riski ve Türkiye’ nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişim”, **Gazi Osman Paşa Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları**, 1999, s.6.

¹⁷⁰ Sevda Yapraklı ve Bener Güngör, “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi**, 62(2), 2007, ss. 200–218.

¹⁷¹ Eugene F.Fama, “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money”, **American Economic Review**, 71, 1981, pp. 545-565., Nai-Fu Chen, Richard Roll and Stephan Ross, “Economic Forces and The Stock Market”, **Journal of Business**, 59(3), 1986, pp.383-403., Yasushi Hamao, “An Empirical Examination of The Arbitrage Pricing Theory: Using Japanese Data”, **Japan and The World Economy**, 1, 1988, pp.45-61., Chen, “Financial Investment Opportunities and The Macroeconomy”, **Journal of Finance**, 46, 1991, pp.529-554.

¹⁷² Fama, a.g.e., pp.545-565.

ve Fama' nın çalışmasına destek vererek enflasyon oranıyla, hisse senedi getirileri arasında güçlü ve negatif bir ilişki olduğunu tekrarlamışlardır¹⁷³. Mandlker ve Tandon (1985), 1966–1979 yıllarını kapsayan 6 büyük endüstri ülkesinde yaptığı çalışma, diğer iki çalışmayı destekler nitelikte sonuca ulaşmıştır¹⁷⁴.

Hanousek/Filer (2000), Carmichael/Samson (2003) ile Anatolyev (2005) tarafından yapılan çalışmalarda, makroekonomik değişkenlerle hisse senedi getirileri arasında doğrudan ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmalara ekonomik risk faktörleri, firma kazançları üzerindeki etkilerinden dolayı hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir¹⁷⁵. Harvey (1995), Ramcharran (2004) ve Lyn/Zychowicz (2004) yaptıkları çalışmalarda ise, hisse senedi getirileri ile ülkeye özel makroekonomik risk faktörleri arasında geleneksel inanışın aksine pozitif ilişki olduğunu iddia etmişlerdir. Araştırmacılar, pozitif ilişkinin küçük ve dışa açık piyasalarda söz konusu olduğu ve bu piyasaların riskli olmasına rağmen daha yüksek getiri imkânı sunduğu sonucuna ulaşmışlardır¹⁷⁶. Diğer taraftan, Yapraklı ve Güngör (2007) ülke risklerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini ölçmek amacıyla yaptıkları çalışmada granger nedensellik testini kullanarak, makroekonomik değişkenlere dayanan ekonomik riskle hisse senetleri arasında bir nedensellik bulmuş ve yaptıkları regresyon modelleri ile ekonomik riskin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği sonucuna varmışlardır¹⁷⁷.

Gay (2008), çalışmasında Rusya, Hindistan, Çin ve Brezilya olmak üzere dört ülkede zaman serileri analiz tekniğini kullanarak makroekonomik faktörlerle, sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan çalışmada, döviz kuru ve petrol fiyatlarıyla hisse senedi fiyatları arasında belirgin bir ilişki tespit edilmemiştir. Ancak; enflasyon, üretim, ücret yapısı, faiz oranı vb. ulusal ve uluslararası makroekonomik

¹⁷³ Robert Geske and Roll, “The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation”, *The Journal of Finance*, 38, 1983, pp.854–865.

¹⁷⁴ Gershon Mandelker and Kishore Tandon, “Common Stock Returns, Real Activity, Money and Inflation: Some International Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, 4, 1985, pp. 267–286.

¹⁷⁵ Jan Hanousek and Randall K. Filer, “The Relationship Between Economic Factors and Equity Markets in Central Europe”, *Economics of Transition*, 8(3), 2000, pp.623–638., Benoit Carmichael and Lucie Samson, “Expected Returns and Economic Risk in Canadian Financial Markets”, *Applied Financial Economics*, 13, 2003, pp.177-189., Stanislav Anatolyev, “A Ten-Year Retrospection of the Behavior of Russian Stock Returns”, BOFIT Discussion Paper, 9, 2005, pp.1-43.

¹⁷⁶ Campbell Harvey, “Predictable Risk and Return in Emerging Markets”, *Review of Financial Studies*, 8, 1995, pp.773-816., Harri Ramcharran, “Returns and Pricing in Emerging Markets”, *The Journal of Investing*, 13(1), 2004, pp.45-55., Esmeralda O. Lyn ve Edward J. Zychowicz, “Predicting Stock Returns in The Developing Markets of Eastern Europe”, *The Journal of Investing*, 13(2), 2004, pp.63-72.

¹⁷⁷ Yapraklı ve Güngör, a.g.e., ss. 200–218.

faktörlerin hisse senedi piyasalarının etkinliğinde önemli bir belirleyici olduğu tespit edilmiştir¹⁷⁸.

Yılmaz, Güngör ve Kaya (2006), yaptıkları çalışmada; döviz kuru, enflasyon, faiz oranları, dış ticaret dengesi ve para arzı gibi değişkenlerin hisse senedi fiyatları üzerinde önemli etkilerinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır¹⁷⁹.

Tablo 2.2. de Heffernan (1986) tarafından yapılan çalışmada ülke riskini belirlemede kullanılan ve uluslararası bankalar tarafından en önemli kabul edilen ekonomik göstergeler görülmektedir.

Tablo 2.2. Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler

En Fazla Kullanılan Göstergeler	Bankaların %' si
Ödemeler Dengesi	87
Borç Servis Oranı	52
Uluslararası Rezervler	39
Ekonomik Gelişme	39
Enflasyon / Para Politikası	35

Kaynak: Heffernan, (1986: 77)

Shelagh A. Heffernan'ın yaptığı analize göre, uluslararası bankaların ülke riski analizlerinde önem derecesine göre; ödemeler dengesi, borç servis oranı, uluslararası rezervler, ekonomik gelişmeler ve enflasyon/para politikası göstergelerine yer verdikleri görülmektedir.

2.3.1.1.1. Cari İşlemler / Ödeme Dengesi

Ülkelerin ekonomik gücünün bir göstergesi olan cari işlemler dengesi mal ve hizmet ihracatının, mal ve hizmet ithalatından olan farkını göstermekte olup ülkelerin dış borçlarını öderken kullanacakları dövizin kazanılmasında en sağlıklı kaynaktır. Ülke risk analizlerinde cari işlemler dengesi değişkenleri, genellikle başka değişkenlere oranlanmak suretiyle kullanılır. Ülke risk analizlerinde cari işlemler dengesinin en yaygın olarak kullanıldığı oranlama, cari işlemler açığının ihracata oranı olan ‘‘cari

¹⁷⁸ Robert D. Gay, ‘‘Effect Of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for Four Emerging Economics: Brazil, Russia, India and China’’, **International Business&Economics Research Journal**, 7(3), 2008, pp. 1–8.

¹⁷⁹ Ömer Yılmaz vd., ‘‘Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünlük ve Nedensellik’’, **İMKB Dergisi**, 8(34), 2006, ss.1-16.

işlemler pozisyonu’’dur. Ödemeler dengesi ise ülkenin bir yıl içerisinde diğer ülkelere yaptığı ödemeler ile diğer ülkelerin ilgili ülkeye yaptığı ödemeleri gösteren tablodur. Tabloda dış ülkelere yapılan ödemeler ve diğer ülkelerin ilgili ülkeye yaptığı ödemelerin daima denk olması gerekmektedir. Ödemeler dengesi ülkenin varlıklarındaki değişmelerin ve dış borçların bir göstergesi olup ülkenin farklı ülkelerle olan ekonomik ilişkilerin boyutlarının analiz edilmesini sağlamakta ve hükümetlerce uygulanan mali ve ekonomi politikalarının belirlenmesi ve analiz edilmesinde veya özel sektörün kendi politikalarını belirlemesinde bir araç olarak kullanılmaktadır. Ödemeler dengesi; ülkelerin diğer ülkelerle olan ekonomik ilişkilerinin bir ölçüsü olması yanında, enflasyon oranı, kalkınma hızı, GSMH, gelir dağılımı ve döviz kuru gibi ülkelerin makroekonomik göstergeleri ile de sıkı bir ilişki içerisinde¹⁸⁰.

2.3.1.1.2. Borç Servis Oranı

Ülkeler dış borçlarıyla ilgili durumları analiz ve takip edebilmek için çeşitli oranlamalar kullanmaktadır. En çok kullanılan oranlardan biri olan borç servis oranı; dış borç servis ödemelerinin ihracata oranıdır ve ülke risk analizlerinde en fazla kullanılan borç göstergesidir. Ülkelerin döviz gelirlerine karşılık döviz giderlerinin artması veya döviz giderlerine karşılık döviz gelirlerinin düşmesi sonucu ülke dış borçlarını ödemede farklı sorunlarla karşı karşıya kalabilir. Bu nedenle ülkelerin döviz gelirleri, ihracat gelirine bağlı olarak ele alınmakta ve döviz giderlerinin döviz gelirini ne kadar karşılayabileceği hesaplanmaya çalışılmaktadır. Borç servis oranının % 15 in altında olması durumunda riskin düşük olduğu kabul edilmektedir¹⁸¹.

2.3.1.1.3. Enflasyon Oranı

Bir ülkenin dış ticaretini ve dolayısıyla döviz kazanma gücünü önemli oranda etkileyebilecek faktörlerden biri de enflasyon’dur. Dünya ekonomilerindeki küreselleşme olgusu, enflasyonun yüksek olduğu ülkeler başta olmak üzere tüm ülkelerde enflasyonun düşürülmesi yönündeki baskıları artırmıştır. Döviz kuru politikaları enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde büyük önem taşımaktadır. Gelişmiş

¹⁸⁰ Zafer Tunca ve Arzu Bayer, “Ödemeler Dengesi, Para ve Finans Ansiklopedisi”, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1996, s.1241.

¹⁸¹ Thomas Kraysenbuehl, “Country Risk: Assesment and Monitoring It”, Cambridge: Woodhead Faulkner, 1988, s.54.

lkeler büyük lde dalgalı döviz kuru sistemini benimsemekte ve döviz piyasasına müdahale etmemektedirler. 1990'ların ikinci yarısında gözetimli döviz kuru sisteminin başarısız olması neticesinde çok sayıda gelişmekte olan ülke, enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuru sistemini tercih etmiştir. Döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisinin, sermaye hareketlerinin oynaklığına, merkez bankalarının kredibilitesine ve finansal-yapısal reformlar gibi faktörlere bağlı olduğu ileri srlmektedir¹⁸².

Enflasyon oranlarının döviz kurlarındaki artıştan daha hızlı artması ülkenin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü olumsuz etkilemekte, ihracat gelirlerini azaltmakta, ithal malların daha ucuz olmasını sağlamakta ve dolayısıyla ithalatı zendirmektedir. Bu durum ise dış ticaret dengesini olumsuz etkileyerek döviz kaybına neden olacaktır¹⁸³.

2.3.1.1.4. Ekonomik Gelişme

Ülkede uygulanan ekonomi politikaları ülkeye olan güveni etkileyerek ülkeye yapılacak yatırımları, yapılacak yatırımlardan ülkeye sağlanacak döviz girişini ve dolayısıyla ülkenin dış borç ödeme kapasitesini yakından etkilemektedir. Uygulanan güçlü ve istikrarlı ekonomi politikaları ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekerek sermaye girişini ve ülkenin rezerv durumunu artırmaktadır¹⁸⁴.

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyinin bir göstergesi olarak birçok analizde kişi başi milli gelir kullanılmaktadır. lke riski analizlerinde ise, ekonomik gelişmişlik düzeyinin göstergesi olarak; kişi başi GSMY, kişi başi GSYH ve kişi başi milli gelir kullanılmaktadır¹⁸⁵.

Ekonomik gelişme veya ekonomik büyüme, yabancı yatırımcılar tarafından yatırım kararı alma aşamasında ülkenin kredi derecelendirme analizlerinde dikkate alınan faktörlerdendir. Ülkelerin belirli bir gelir veya ekonomik gelişmişlik düzeyine ulaşmaları adına uygulayacağı güçlü ekonomi politikaları ve uyguladığı ekonomi

¹⁸² Sayım Işık ve Koray Duman, "Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı lke Deneyimleri", *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 15, 2008, s.53.

¹⁸³ Krayenbuehl, a.g.e., s.39.

¹⁸⁴ Krayenbuehl, a.g.e., s.48.

¹⁸⁵ Kemal Yıldıırım ve Doğan Karaman, "Makroekonomi", 4. Baskı, Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Vakfı Yayınları, 45, 2005, s. 54.

politikaları neticesinde yakalayacağı yüksek büyüme oranları, ülkenin borcunu geri ödememe riskini azaltmakta ve yüksek kredi notu elde etmelerine olanak sağlamaktadır.

2.3.1.1.5. Uluslararası Rezervler

Uluslararası rezervler, para otoriteleri tarafından her an kullanılabilen ve kontrol edilebilen ödemeler dengesi açıklarını finanse etmede, döviz kurunu etkileme veya farklı amaçlarla döviz piyasasına müdahale etmede ve dış borçların ödenmesinde büyük önem taşımaktadır. Uluslararası rezervler; ülke riski analizlerinde kullanılırken, çoğunlukla uluslararası rezervlerin ithalata oranı olan uluslararası rezervlerin ithalatı karşılama oranı kullanılmaktadır. Analizlerde uluslararası rezervlerin yeterliliğine ilişkin kullanılan değişkenler ise; uluslararası rezervlerin dış borçlara oranı ve uluslararası rezervlerin GSMH' ya oranıdır.

2.3.1.2. Sosyal Risk Faktörleri

İç savaş, sosyal kargaşa, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar v.b. gibi sosyal faktörler ülkelerin politik ve ekonomik yapısını etkileyen bir niteliğe sahiptir. Bu nedenle uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren bankacılar ülke risk analizi yaparken borçlu ülkelerin nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, işgücü, gelir dağılımı, sendikalar ve din etnik gruplaşmalar v.b. nitelikleri gerçekçi bir şekilde değerlendirme ve analiz etmektedirler. Gelir düzeyleri arasında farklılığın az olduğu, dini ve etnik kutuplaşmaların olmadığı, örgütlü ve nitelikli iş gücüne dengeli nüfus artış ve dağılımına ve de yüksek eğitim düzeyine sahip ülkelerin riski daha az olmaktadır. Gelişmekte olan ve uzun süredir borç krizi içerisinde bulunan ülkeler ise, sağlıklı bir sosyal yapıya sahip değildir¹⁸⁶.

2.3.1.3. Politik Risk Faktörleri

Politik risk, dış yatırımların yatırım yapılacak ülke politikaları tarafından kısıtlanması olarak tanımlanabilir¹⁸⁷. Diğer bir tanımla; politik risk, yabancı işletmelerin

¹⁸⁶ Yörük, a.g.e, s.6.

¹⁸⁷ Yusuf Erbay, "Küresel İşletmelerin Yönetimi ve Türk İşletmelerinin Yeni Türk Cumhuriyetlerine Yönelik Faaliyetleri", Ankara: Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü Yayınları, 11, 1996, s. 79.

fiziksel varlıklarını, faaliyetlerini, yatırımlarını ve çalışanlarını etkileyen, ulusal ve uluslararası çevrelerde meydana gelen olaylar bütünüdür¹⁸⁸.

Politik risk; ülkenin, bürokrasi kalitesi, kamu düzeni, yolsuzluk düzeyi, demokratik sorumluluğu, yatırım ortamı, dini veya diğer etnik gerilimi, iç ve dış anlaşmazlıkları, sosyoekonomik durumu, hükümet kararlılığı ve askeri politikası gibi birçok değeri içeren politik yapısının bir ölçümüdür¹⁸⁹.

Firmaların amaçlarını ve karlarını etkileyen politik olaylar dört gruba ayrılmaktadır¹⁹⁰. Bunlar;

1. Ev Sahibi Ülkedeki Politik Olaylar: Ev sahibi ülkelerde yaşanan olumsuz politik durumlarda yabancı firmalar ülkeye yatırım yapmak istemeyecektir. Ancak firma politik risk analizini yaparak, kazancı riske üstün geliyorsa yatırım yapabilir.

2. Yatırımcı Ülkedeki Politik Olaylar: Uluslararası firmaların yürütme ve yönetim işlemlerinin yapılarak, önemli kararların alındığı merkez ülkede yaşanan bir politik kriz bağlı firmaları da olumsuz etkileyecektir.

3. Yatırımcı ve Ev Sahibi Ülke Arasındaki Politik Olaylar: Yabancı firmalar yatırım yaptıktan sonra yatırımcı ve ev sahibi ülke arasındaki ilişkilerin bozulması sonucu ortaya çıkan bir risktir. Ev sahibi ülkedeki tüketiciler yabancı firmanın ürünlerini boykot ederek ürünün piyasasını daraltabilirler. Böylece firma, ürünlerine olan talebin azalması nedeniyle zarar edebilir.

4. Küresel Olaylar: Nadir rastlanan bir risktir. Dünyaya hâkim olan iktisadi anlayışın değişmesi ya da çökmesiyle ortaya çıkabilir.

Politik risk analizlerinin temel amacı, ülkenin politik istikrar derecesini ölçmek ve ölçülen riskin yapılacak olan yabancı yatırımlara olabilecek pozitif veya negatif etkilerini değerlendirmektir. Yatırımcı politik risk ölçümünde, ülkenin güncel politik durumuna olan güveninden ziyade, uzun vadeli politik ve ekonomik istikrara olan beklentileri de yansıtmaktadır¹⁹¹.

Ülke riskini belirleyen faktörlerden biri olan politik risk kaynakları, ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkilerinden dolayı öncelikle finansal piyasaları

¹⁸⁸ Philipp Harms, "International Investment, Political Risk, and Growth", London: Kluwer Academic Publishers, 2000, s.13.

¹⁸⁹ Hassan vd., a.g.e., s. 65.

¹⁹⁰ Ferit Kula, "Çokuluslu Girişimler ve Türkiye, Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının İktisadi Verilerle Bilimsel Analizi", İstanbul: İleri Yayınları, 2006, s.162.

¹⁹¹ Deniz Arıkan, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", İstanbul: Arıkan Basım Yayın Dağıtım, 2006, s. 34.

etkilemektedirler. Politik istikrarın bozulduğu veya politik riskin artış gösterdiği ülkelerde, firma faaliyetleri ve ekonomik büyüme yavaşlayarak, hisse senedi getirileri azalmaktadır. Bu nedenle, özellikle uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren firmaların yatırım kararlarında, yatırım yapılan ülkenin politik şartlarından doğan riskleri dikkate alması ve iyi analiz etmeleri gerekmektedir¹⁹². Ayrıca; politik istikrarın hâkim olduğu bir ülkeye yatırım yapacak olan yatırımcılar, geleceği daha sağlıklı tahmin edebilecek ve politik istikrar sayesinde gelecekte büyük bir politik risk öngörülmeceğinden uzun vadeli ve kalıcı ekonomik faaliyetlere yöneleceklerdir¹⁹³.

Politik risk ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki konusunda yapılan çalışmalarda genel kanı, politik riskteki artışların hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği yönündedir¹⁹⁴.

Literatürde politik risk faktörleri ile ilgili yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Bailey ve Chung, (1995) çalışmalarında birçok kez ekonomik ve politik buhranlar yaşamış olan Meksika örneği üzerinde yaptıkları çalışmada, döviz kuru dalgalanmaları ve politik risk unsurunun hisse senedi getirileri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır¹⁹⁵. Bittlingmayer (1998), ise 1880 ve 1940 yılları arasında Almanya üzerinde yaptığı politik risk ve piyasa hareketleri üzerine yaptığı regresyon analiziyle, bu iki unsur arasında açık bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır¹⁹⁶.

Chan and Wei (1996), çalışmalarında Hang Seng Endeksi ve Red-Chip Endeksi olmak üzere iki endeks olarak politik haberlerin piyasa hareketliliğini nasıl etkilediği üzerine araştırmalar yapmışlardır. Çalışma sonucunda her ikisinde de piyasa hareketliliği politik riskten etkilendiği sonucuna varmışlardır. Hang Seng Endeksinde olumlu (olumsuz) politik haberlerle hisse senedi getirileri arasında pozitif (negatif) korelasyon olduğu sonucu elde edilirken, Red-Chip Endeksinde iyi ya da kötü

¹⁹² Yapraklı ve Güngör, a.g.e., s. 205.

¹⁹³ Selim Şanlısoy ve Recep Kök, "Politik İstikrarsızlık- Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987-2006)", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.L.B.F. Dergisi*, 25(1), 2010, ss. 101-125.

¹⁹⁴ Abdulkadir Kaya, M.Suphi Özçomak ve Güngör, "Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Riskmidir?, Borsa İstanbul Örneği", 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim 2013, ss.24-31.

¹⁹⁵ Warren Bailey and Y.Peter Chang, "Exchange Rate Fluctuations, Political Risk, and Stock Returns: Some Evidence From An Emerging Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 1995, pp.541-561.

¹⁹⁶ George Bittlingmayer, "Output, Stock Volatility and Political Uncertainty in a Natural Experiment: Germany, 1880-1940", *Journal of Finance*, 1998, pp. 2243-2257.

haberlerin hisse senedi getirilerini etkilemediği sonucu elde edilmiştir¹⁹⁷. Simon (1982), Roy and Roy (1994) ve Meldrum (2000), politik riskin yatırımcıların beklenen getirilerinde açık bir şekilde kayıp veya azalma olduğunu savunarak, hisse senedi getirilerinde negatif bir etmen olarak nitelendirmişlerdir¹⁹⁸. Buna karşın Kobrin (1979), Feils and Sabac (2000), politik riskin yatırımcı getirilerinde hem negatif hem de pozitif yönde etki yapabileceğini savunmuşlardır¹⁹⁹.

Kim and Mei (2001), çalışmalarında politik haberlerin hisse senedi getirilerini etkilediği, ancak olumlu haberlerin yarattığı pozitif etki ile negatif haberlerin yarattığı negatif etkinin asimetrik olduğu sonucuna varmışlardır²⁰⁰. Cosset ve Suret (1995), çalışmalarında Nisan 1982'den, Aralık 1991 arasında aylık verilere dayanan politik risk dereceleri ve hisse senedi getirileri üzerine 38 ülkeyi kapsayan bir çalışma yapmışlardır. Yapılan çalışmada politik riski düşen ülkelerin, sermaye piyasalarının etkinliğinin arttığı sonucuna varmışlardır²⁰¹. Heaney and Hooper, 2001 yaptıkları çalışmada bir ülkenin herhangi bir topluluğa üye olmasıyla, politik risk derecesi arasında büyük bir korelasyon olduğu sonucuna varmışlardır²⁰².

Perotti/Oijen (2001) tarafından yapılan çalışmalarda, politik riskteki azalmanın hisse senedi getirilerini geliştirmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerekinden daha fazla artırdığı sonucuna ulaşılmıştır²⁰³. Yapraklı ve Güngör (2007) yaptıkları çalışmada ülkenin siyasi yapısını yansıtan politik riskin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna varmışlardır²⁰⁴.

¹⁹⁷ Yue-Cheong Chan and John Wei, "Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong", **Pacific Basin Finance Journal**, 1996, pp.259-275.

¹⁹⁸ Jeffrey D. Simon, "Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects", **Columbia Journal of World Business Fall**, 17(3),1982, pp.62-70., Ashok Roy and Patricia G.Roy, "Despite Past Debacles, Predicting Sovereign Risk Still Presents Problems", **Commercial Lending Review**, 9(3), 1994, pp. 92-95., Duncan H.Meldrum, "Country Risk and Foreign Direct Investment", **Business Economics**, 35(1), 2000, pp.33-40.

¹⁹⁹ Stephen J.Kobrin, "Political Risk: A Review and Reconsideration", **Journal of Business Studies**, 10(1), 1979, pp.67-80., Dorothee C.Feils and Florin M.Şabac, "The Impact of Political Risk on the Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis", **Engineering Economist**, 45(2), 2000, p.129

²⁰⁰ Harold Y.Kim and Jianping P. Mei, "What Makes The Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns", **Journal of International Money and Finance**, 20, 2001, pp.1003-1016.

²⁰¹ Jean-Claude Cosset and Jean-Marc Suret, "Political Risk and The Benefits of International Portfolio Diversification", **Journal of International Business Studies**, 1995, pp.301-318.

²⁰² Richard Heaney and Vince J.Hooper, "Regionalism, Political Risk and Capital Market Segmentation in International Asset Pricing", **Journal of Economic Integration**, 16(3), 2001, pp.299-312.

²⁰³ Enrico Perotti and Pieter Van Oijen, "Privatization, Market Development and Political Risk in Emerging Economies" **Journal of International Money and Finance**, 20(1), 2001, pp.43-69.

²⁰⁴ Yapraklı ve Güngör, a.g.e., ss.200-218.

2.3.1.4. Finansal Risk Faktörleri

Ülke riskini belirleyen faktörlerden finansal risk faktörleri, ithalata ödenen likidite, dış borç servisi/ ihracat, dış borç/GSYH, faiz oranı ve döviz kuru gibi dış borç göstergelerini ve makroekonomik değişkenleri ölçerek bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borçlarını ödeyebilme kabiliyetini değerlendirme imkânı sunmaktadır²⁰⁵.

Finansal risk faktörlerinin göstergeleri, ekonomik risk faktörleri gibi sayısal verilerle analiz edilebilmektedir. Ülke risk analizlerinde finansal risk göstergelerinin analizi yapılırken genellikle döviz kuru değişkeni kullanılmaktadır²⁰⁶.

Yatırımcıların çoğu finansal riski yatırım yapılan anaparayı kaybetme olasılığı olarak değerlendirmektedir. Ancak, finansal risk çok boyutlu olup, kur riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, likidite riski ve kredi riski gibi çeşitli risklerin birleşiminden oluşmaktadır. Örnek olarak, bir yatırımcı kredi riski olmayan devlet tahviline yatırım yaparak, bilerek veya bilmeyerek, likidite riski, faiz oranı riski, enflasyon riski ve yeniden yatırım riski gibi diğer riskleri de kabullenmiş olmaktadır²⁰⁷.

Finansal risk durumunun oluşmasında birçok neden bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, uluslararası piyasaların küreselleşmesidir. Dünyadaki bütün piyasalar, sermayenin serbest dolaşımındaki engelleri aşamalı olarak ortadan kaldırarak, daha geniş bir piyasa şekline dönüşmüş olup, bu durum, dünyanın bir bölgesinde ortaya çıkan sorunların başka bir coğrafi bölgedeki piyasalara ve yatırımcılara hemen yansması gibi bir olguyu da beraberinde getirmiştir. Diğer bir neden, uluslararası piyasaların giderek daha da değişken olmasıdır. Piyasa fiyatlarının ve rasyoların inişli çıkışlı bir seyir izlemesi finansal riskin ana kaynaklarından biridir. Piyasadaki değişkenlik arttığında, piyasa katılımcıları daha büyük belirsizlik ve risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bir başka neden ise, uluslararası piyasalardaki şartların değişmesi sonucunda karmaşık yapılı yeni yatırım alternatiflerinin ortaya çıkması durumudur. Yatırım araçlarının çeşitliliği, korunma amaçlı türev enstrümanlarda olduğu gibi, diğer yatırım araçlarını da geliştirmeye yöneltmiştir. Bu nedenle, türev enstrümanlar, finansal piyasalarda riski

²⁰⁵ Yapraklı ve Güngör, a.g.e., s. 200-201.

²⁰⁶ Alper Veli Çam, “**Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İ.M.K.B. ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Uygulama**”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2010, s.24.

²⁰⁷ Adem Anbar ve Melek Eker, “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(9), 2009, ss.129–150.

azaltmak için giderek daha geniş olarak kullanılmış ve bu enstrümanlardan kaynaklanan zararlar da artmaya başlamıştır²⁰⁸.

Literatürde finansal risk faktörleri ile ilgili yapılan çalışmalardan bazıları şu şekildedir;

Göksel ve Boztosun (2003) ekonomik çevrenin bir alt evresi olan ve finansal çevre unsurlarının finansal riski etkileyen değişkenler çerçevesinde Avrupa birliğine aday olan ülkelerle Türkiye'nin durumunu karşılaştırma amacıyla Dünya Bankasının 2000–2001 verilerini kullanarak çok değişkenli analiz metoduyla yaptığı çalışmada finansal risk açısından ülkeleri kıyaslamış ve çok uluslu işletmelerin finansal riski az olan ülkelerde faaliyette bulunmayı tercih edecekleri sonucuna varmıştır²⁰⁹.

Clark/Kassimatis (2004) 1985–1997 dönemine ait verilerle 6 Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Sili, Venezüella, Kolombiya, Meksika) üzerine yaptıkları çalışmada, finansal ülke riski ile hisse senedi piyasası performansı arasında doğrudan bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Bu 6 ülkenin en önemli özelliği dış borç stokları fazla olan, finansal risk priminin var olduğu ülkelerdir. Elde edilen sonuçlara göre, finansal riskteki % 1'lik artış hisse senedi piyasası getirisini ortalama % 0,5 oranında azaltmakta ve piyasadaki hareketliliği artırmaktadır. Ayrıca, 5 ülkede finansal risk primi, hisse senedi piyasası performansını önemli derecede etkilemektedir²¹⁰.

Perotti ve Oijen, ülke riski kapsamında finansal riskin piyasa performansı üzerinde etkisinin olmadığı yönünde bulgular elde etmişlerdir²¹¹.

2.3.2. Ülke Riskinin Ölçülmesi

Ülke riskinin ölçülmesi ve ülkelerin risk derecelerinin tespiti için yapılan analizlerde geliştirilmiş birçok yöntem ve model bulunmaktadır. Bu yöntem ve modeller ile yapılan ülke riski ölçülmesi çalışmaları derecelendirme kavramını da beraberinde getirmiştir.

²⁰⁸ <http://www.tecm.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/riskyon.html>, Erişim Tarihi: 11.03.2014.

²⁰⁹ Aykut Göksel ve Derviş Boztosun, "Avrupa Birliğine Aday Ülkelerin Finansal Risk Açısından Karşılaştırılıp Konumlandırılması", **Üçüncü Sektör Kooperatifçilik**, 39(144), 2004, ss.77–90.

²¹⁰ Ephraim A.Clark and Konstantinos Kassimatis, "Country Financial Risk and Stock Market Performance: The Case of Latin America", **Journal of Economics and Business**, 56(1), 2004, pp.21–41.

²¹¹ Perotti and Oijen, a.g.e., pp.43-69.

Derecelendirme, bir kuruluşun veya bir finansal varlığın finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceğini tahmin etmek üzere kullanılan, söz konusu kuruluşun veya finansal varlığın geçmiş, cari, nitel ve nicel verilerine dayanarak yapılan ve geleceğe yönelik projeksiyonlar üzerinden performans analizlerinin de yapıldığı bir sınıflandırma sistemi olarak tanımlanabilir²¹².

Ülke risk analizlerinde çok sayıda değişken kullanılmakta ve analiz sonuçları, değişik alanlarda bilimsel olarak kullanılmaktadır. Uluslararası yapılacak olan yatırımların türü, kredi, doğrudan yatırım, tahvil, hisse senedi veya başka bir yatırım aracı olabilir. Ülke riskinin hesaplanabilmesi için öncelikle, yapılacak olan yatırımların ne tür bir yatırım olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Eğer yapılacak olan yatırım, doğrudan bir yatırım ise, normal iş planı çerçevesinde yeni bir sanayi kompleksi kurulacaksa ülke risk analizine mutlaka yatırım yapılacak ülkenin yasal çerçevesi bakımından yaklaşılması yani, ülkenin sosyal yapısı, politik yapısı, vergi sistemi, sermaye ve para piyasası, ülkede uygulanan para politikaları, politik risk ve finansal risk gibi faktörleri de dikkate alınarak karar verilmesi gerekmektedir²¹³.

Sınır ötesi yatırımlarda ülke risk analizleri, yatırım yapacak firmalar tarafından bizzat gerçekleştirilebileceği gibi çeşitli uluslararası kurumlar tarafından da yapılmaktadır.

Örneğin, dış borç veren bankaların bir kısmı, ülke risk analizlerini kendileri yaparak, ülke riski endekslerini hazırlarken, bir kısmı ise çeşitli kurumlar tarafından hazırlanan endekslerden yararlanmaktadır. Bu yöntemlerin temel amacı ise, bir ülkenin, ülke riskini belirleyen sosyal, finansal, politik ve ekonomik faktörlerinin, geçmişteki durumlarını ve gelecekteki beklentiler konusunda, kredi veren kuruluşlara sağlıklı veriler sunmalarıdır²¹⁴.

Çalışmamızda ülke riski analizi yapan kuruluşlar iki kategoride incelenmiştir. Bunlardan birincisi sermaye piyasasında etkin bir rol oynayan ve esas amaçları ülkelerin borçlarını ödeyip ödememe kapasitelerini değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşlarıdır. Diğeri ise ülkelerin genel görünümünü değerlendiren ve daha çok siyasi ve politik yapı üzerinde duran ülke risk ölçüm kuruluşlarıdır. Ülke risk derecelerini

²¹²Derya Gültekin Karakaş vd., "Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?", **Emerging Markets Finance and Trade**, 47(2), 2011, ss. 69-87.

²¹³ Sinan Ünsar, "Uluslararası İşletmelerde Üretim Stratejileri", **Journal of Yaşar University**, 2007, ss. 695-708.

²¹⁴ Yörük, a.g.e., s. 27.

belirleyen kredi derecelendirme ve ülke risk ölçüm kuruluşlarının hepsi farklı yöntemler kullanarak, bir dizi niceliksel ve niteliksel bilgiyi tek bir indeks veya derece şeklinde yorumlamaktadırlar²¹⁵.

2.3.2.1. Derecelendirme (Rating) Şirketleri

Kredi derecelendirme (Rating) şirketleri; bağımsız olarak çalışan, borçlunun kredibilitelerini; borcunu zamanında ve düzenli geri ödeme kapasitesini ölçen, profesyonel çalışanlar tarafından oluşturulmuş, standart ve tarafsız görüş belirten şirketler olarak tanımlanmaktadır²¹⁶.

Kredi derecelendirmede ülkelerin risk düzeylerine göre sınıflandırılması, yatırımcılara, karşılaşılabilecekleri risk açısından bir karşılaştırma yapma imkânı sunmakla birlikte ülkelerin de, aldıkları notlara göre uluslararası kredi piyasalarına erişimini kolaylaştırmaktadır²¹⁷.

Derecelendirme şirketleri, ilk kez ABD' de kurulmuş olup, finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmeler doğrultusunda diğer ülkelerde' de derecelendirme şirketlerinin kurulmasına hız verilmiştir. Ancak, kendi ülkelerinde faaliyet gösteren bu yeni şirketlerin uluslararası piyasalara fazla açılmadıkları görülmektedir. ABD kökenli derecelendirme kuruluşlarının uzun yıllara dayanan tecrübeleri ve gerek kendi ulusal gerekse uluslararası piyasalarda faaliyet göstermeleri, diğer ülkelerde kurulan şirketlere kıyasla daha fazla tanınmalarına ve uluslararası derecelendirme piyasasında rekabet üstünlüğü göstermelerine neden olmuştur. Derecelendirme şirketleri içerisinde yıllardır başı çeken ABD kökenli derecelendirme kuruluşları; Standart&Poor's, Moody's, Duff & Phelps ve Fitch Ratings'tir²¹⁸.

Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini analiz etmekte ve yatırımcılar için belirli dönemlerle analiz sonuçlarını yayınlamaktadır. Finansal piyasalarda birçok derecelendirme şirketi faaliyet

²¹⁵ Güven Delice, "Uluslararası Finansal İşletmelerde Risk Olgusu", **Piyasa Dergisi**, 3(10), 2004, ss. 133-154.

²¹⁶ P. Roger Nye ve Selda Eke, "Türkiye de Kredi Derecelendirmesi", **Activeline Dergisi**, 2004, s. 38.

²¹⁷ C. Yenal Kesbiç vd., "Ülke Riski Ölçüm Problemi ve Önemi: Türkiye İçin Bir Analiz", **Ekonomik Yorumlar**, 42(496), 2005, ss. 68-86.

²¹⁸ Şenol Babuşcu, "Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulaması", Ankara: SPK Yayınları, 94, 1997.

göstermekte olup, günümüzde genel kabul görmüş olan, belli başlı derecelendirme şirketleri Tablo 2.3. te gösterilmiştir²¹⁹.

Tablo 2. 3. Derecelendirme Şirketleri

Kuruluş Yılı	Derecelendirme Şirketi	Ülkesi
1909	Moody's Investor Service (Moody's)	A.B.D.
1922	Fitch Investors Service (Fitch)	A.B.D.
1923	Standard and Poor's Corporation (S & P)	A.B.D.
1972	Canadian Bond Rating Service (CBRS)	Kanada
1974	Thomson Bank Watch (Thom)	A.B.D.
1975	Japanese Bond Rating Institute (JBRI)	Japonya
1977	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Kanada
1978	IBCA Ltd. (IBCA)	İngiltere
1980	Duff and Phelps Credit Rating Co. (Duff)	A.B.D.
1985	Japanese Credit Rating Agency (JCRA)	Japonya
1985	Nippon Investors Service Inc. (NIS)	Japonya

Kaynak: Cantor ve Parker: (1994: 2)

Derecelendirme şirketleri içerisinde Standard & Poors ve Moody's derecelendirme piyasalarının %80'ini elinde bulundurmaktadır. Derecelendirme piyasalarında geriye kalan % 20 lik kısmın % 14 ü ise Fitch Ratings'in kontrolündedir. Piyasalarda genellikle büyük iki şirketten birinin notu yeterli sayılmakta olup, tamamlayıcı ya da ikinci görüş olarak Fitch Ratings'in verileri kullanılabilir²²⁰.

Derecelendirmelerde ülkeler risk düzeylerine göre sınıflandırılırken, sınıflandırmanın kolayca anlaşılabilmesi için semboller kullanılmaktadır. Derecelendirme şirketleri tarafından kullanılan bu semboller yatırımcılara, karşılaşılabilecekleri risk açısından bir karşılaştırma yapma imkânı sunmakla birlikte ülkelerin de, aldıkları notlara göre uluslararası kredi piyasalarına erişimini kolaylaştırmaktadır. Tablo 2.4.'te Standart&Poors, Moody's ve Fitch Ratings' in kullandıkları semboller, sembollerin taşıdıkları anlamlar ve not sistemleri verilmektedir.

²¹⁹ Richard Cantor and Frank Packer, "The Credit Rating Industry", **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, 19(2), 1994, p. 2.

²²⁰ Claire Hill, "Regulating the Rating Agencies", Latin American and Caribbean Law and Economics Association Annual Paper, University of California, Berkeley, 2005, pp.60-61.

Tablo 2. 4. Kredi Derecelendirme Şirketleri Sembolleri

Standart&Poors	Fitch	Moody's	Not'un Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1		
AA	AA	Aa2	Yüksek Derece	
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		
A	A	A2	İyi Kredi Derecesi	
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1		
BBB	BBB	Baa2	Ortanın Altı Seviye	
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1		Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2	Yatırım Yapılmaz	
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Spekülatif	
B	B	B2	Önemli Derecede Spekülatif	
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa		
CCC	CCC	Caa3	Şiddetli Riski	
CC	CC	Ca	Aşırı Spekülatif	
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	Default

Kaynak: <http://www.moddys.com>, <http://www.standardandpoors.com>, <http://www.fitchratings.com>

Erişim Tarihi: 18.03.2014), Karagöl ve Mihçioğur, 2012, s. 16.

Derecelendirme şirketleri, yapılan analiz sonucu görüşlerini, yatırımcıların anlayabileceği bir şekilde harflerle açıklamaktadır. Harflerle ifade edilen sembollerin ifade ettiği anlamların arkasında, bu kuruluşların her derecelendirme için yaptığı çalışmalar ve elde ettiği bilgiler yer almaktadır. Bu harf notlarının yanı sıra yatırımcılara duyurmak amacıyla, ülkelerin kredi notları not izleme kapsamına alındıklarında, ülkenin kredi notunda olası bir değişiklik olabileceği ve bu değişikliğin hangi yönde değişebileceği, yani; “pozitif”, “durağan”, “negatif” veya “gelişen” şekilde yön değiştireceği belirtilmektedir²²¹.

Çalışmamızda, ülke riski analizi yapan derecelendirme şirketleri arasından derecelendirme piyasasını elinde bulunduran, yatırımlarda en çok dikkate alınan ve uluslararası genel kabul görmüş olan Standart&Poors, Moody's Investors, Fitch ve Duff

²²¹ Erdal Tanas Karagöl ve Ülkü İstiklal Mihçioğur, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, SETA: Siyaset, Ekonomi ve Toplu Araştırmalar Vakfı Yayınları, 7, 2012, s. 16.

and Phelps, derecelendirme şirketleri ülke analizlerinde dikkate aldıkları faktörler de göz önünde bulundurularak açıklanacaktır.

2.3.2.1.1. Standard & Poor's Derecelendirme Şirketi

Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan ve uluslararası faaliyet gösteren Standard&Poor's (S&P), merkezi New York eyaletinde bulunan uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur. 1941 yılında "Standard Statistics Company" ile "Poor's Publishing Company" şirketlerinin birleşmesiyle günümüzdeki ismini alan Standard&Poor's derecelendirme şirketi, finansal kurumlara bağımsız görüş, analiz, veri ve bilgi sağlayarak, bu kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardımcı olmaktadır²²².

S&P derecelendirme şirketinin ülkeleri risk düzeylerine göre sınıflandırılırken, kullandığı semboller ve anlamları Tablo 2.5.' te gösterilmiştir.

Tablo 2. 5. S&P's Derecelendirmeleriyle Yansıtılan Görüşlerin Genel Özeti

YATIRIM NOTU	AAA	Mali yükümlülükleri karşılamak için son derece kuvvetli kapasite. En yüksek derece
	AA	Mali yükümlülükleri karşılamak için çok kuvvetli kapasite
	A	Mali yükümlülükleri karşılamak için kuvvetli kapasite, ancak şartlardaki değişiklikler ve uygunsuz ekonomik koşullara karşı bir şekilde hassasiyet mevcuttur
	BBB	Mali yükümlülükleri karşılamak için yeterli kapasite, ancak uygunsuz ekonomik koşullara daha fazla maruzdur
	BBB -	Piyasa katılımcıları tarafından en düşük yatırım notu addedilmektedir
SPEKÜLATİF NOT	BB +	Piyasa katılımcıları tarafından en yüksek spekülasyon notu addedilmektedir
	BB	Yakın gelecekte daha az hassasiyet göstermekle birlikte, uygunsuz iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara karşı mevcut belli başlı bilinmezlikler ile karşı karşıyadır
	B	Uygunsuz iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara karşı daha hassastır, ancak finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi mevcuttur
	CCC	Hali hazırda hassasiyet mevcuttur ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi için uygun iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara bağlıdır
	CC	Hali hazırda yüksek ölçüde hassasiyet
	C	İflas veya benzeri işlemler başlatılmakla beraber, finansal yükümlülüklerin ifası devam etmektedir
	D	Finansal yükümlülüklerin ifası temerrüde düşmüştür
'AA'dan 'CCC' ye kadar olan derecelendirmelere (+) veya (-) işaretleri ilave edilerek ana derecelendirme kategorileri içerisinde göreceli durum belirtilebilir.		

Kaynak: S&P Kredi Derecelendirmelerini Tanıma Rehberi

²²² Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., ss. 11-12.

S&P derecelendirme şirketi ülke riski analizi yaparken AAA en düşük risk yani en iyi yatırım seviyesini temsil ederken, D ise en düşük yatırım düzeyini temsil etmektedir. AAA’ dan, BBB’ ye kadar verilen notlar o ülkelerin yatırım yapılabilir ülke olduğunu, daha düşük kredi notları ise yüksek ülke riskini ifade etmektedir. “AA” ile “CCC” arasındaki derecelendirme seviyelerine “+” veya “-” işareti koyularak ratingler çeşitlendirilebilmektedir. Bu işaretler sayesinde rating kategorileri arasında nispi üstünlükler belirtilebilmektedir. Derecelendirmede “+” işareti, uzun vadede olumlu gelişmeler saptanması halinde notun bir derece yukarı çıkabileceğinin göstergesidir. Örnek olarak “A” nın sağına (+) konulması ile elde edilen “A+” göstergesi, söz konusu ülke notunun “AA” düzeyinin biraz altında olmakla beraber “A” düzeyinin de biraz üstünde olduğunu ifade etmektedir. Öte yandan “-” işareti ise, uzun vadede içerdiği risk unsurları nedeniyle notun bir alt dereceye inebileceğinin göstergesidir. Aynı örnek üzerinden gösterirsek “A-” olması ise kredi notunun “BBB” den daha iyi (daha az riske sahip) ancak “A” dan biraz aşağıda bulunduğunu ifade etmektedir²²³.

S&P derecelendirme şirketinin ülke risk analizlerinde dikkate aldığı temel ekonomik ve politik göstergeler, politik kurumların istikrarı ve siyasete katılım derecesi, mali politika ve bütçe esnekliği, parasal politika ve enflasyon, gelir ve ekonomik yapı, kamu ve özel sektör borç yükü ve borç servis geçmişi başlıkları altında özetlenmektedir. S&P derecelendirme şirketine göre bu faktörler yerel para cinsinden hükümet borçlarının zamanında ödenmesini etkileyen en önemli faktörlerdir. S&P derecelendirme şirketinin ülke risk analizlerinde dikkate aldığı temel göstergeler Tablo 2.6.’da gösterilmiştir²²⁴.

²²³ Şenol Babuşcu ve Adalet Hazar, “SPK Kurumsal Yönetim”, Akademi Consulting ve Training Yayınevi, 2007, s. 54.

²²⁴ Timur Han Gür, “Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, 18(2), 2000, s. 126–127.

Tablo 2. 6. S&P Ülke Risk Göstergeleri

<p>Politik Risk</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hükümetin yapısı ve politik kurumların uyumu • Popüler katılımın derecesi • Liderlikte devamlılık sıralaması • Ekonomik politika amaçlarında işbirliği derecesi • Global ticaret ve mali sisteme entegrasyon • İç ve dış güvenlik riski <p>Gelir ve Ekonomik Yapı</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yaşam standardı, gelir ve servet dağılımı • Piyasa ve piyasa dışı ekonomi • Kaynak donanımı ve çeşitlilik derecesi <p>Ekonomik Büyüme</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve kompozisyonu • Ekonomik büyümenin oranı ve gelişimi <p>Mali Esneklik</p> <ul style="list-style-type: none"> • Genel bütçe dengeleri • Vergi yükü ve vergi artırabilme esnekliği • Harcama baskısı <p>Kamu Borç Yükü</p> <ul style="list-style-type: none"> • Genel hükümet mali varlıları • Kamu borcu ve faiz yükü • Kamu borcunun para kompozisyonu ve yapısı • Emeklilik borçlanmaları • Bankalar, şirketlere ve diğer ilgililere borçlar <p>Fiyat İstikrarı</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fiyat enflasyonunda gidişat • Para ve kredilerin büyüme oranları • Döviz kuru politikası • Merkez bankası bağımsızlığı <p>Ödemeler Dengesi Esnekliği</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mali ve parasal politikaların dış denge hesaplarına etkisi • Cari işlemler hesabının yapısı • Sermaye akışının kompozisyonu <p>Dış Borç ve Likidite</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kamu dış borcunun büyüklüğü ve kompozisyonu • Bankaların, diğer kamu ve özel kuruluşların kamu garantili ilgili borçlarının büyüklüğü • Vade yapısı ve borç servis yükü • Rezervlerin ve diğer kamu dış varlıkların seviyesi ve kompozisyonu • Borç servis geçmişi
--

Kaynak: Gür: (2000: 126–127)

2.3.2.1.2. Moody's Investors Derecelendirme Şirketi

Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan ve uluslararası faaliyet gösteren Moody's Investors derecelendirme şirketi John Moody tarafından 20.yy. başlarında kurulmuştur. Moody's Investors Service, dünyanın en saygın ve yaygın kredi derecelendirme, araştırma ve risk analizi için kullanılan

kaynaklar arasında yer almaktadır. Şirket ilk derecelendirmeleri 1909 yılında John Moody tarafından “Demiryolları Yatırımlarının Analizleri” adlı eserde yayınlanmıştır. Moody’s ilk olarak demiryolu yatırımlarını derecelendirme ile işe başlamış daha sonra kamu ve özel sektörün ihraç ettiği tahvilleri derecelendirmiştir. Moody’s derecelendirme şirketi ülkelerin analizinde ülkelerin siyasi dinamiklerini ve sosyal oluşumlarını, mali ve ekonomik durumlarını ayrı ayrı değerlendirmekte, bunların birleşiminden oluşan ülke risk notlarını periyodik olarak yayınlamaktadır. Ülke derecelendirmelerinde kullanılan göstergeler bakımından S&P ve Moody’s arasında önemli farklar göze çarpmamaktadır. İki derecelendirme şirketi de ülkelerin risklilik düzeylerini tespit ederken hemen hemen aynı göstergelerden yararlanmakta, bu nedenle not standartları farklı olsa bile ülkeler en riskliden en risksize göre sıralandığında bir ülkenin diğer ülkeler arasındaki sırası S&P ve Moody’s’ in sıralamalarında pek değişmemektedir²²⁵.

Moody’s derecelendirme şirketi ülke riski analizi yaparken, en yüksek kredi derecesine sahip ülkelere “Aaa” veya “Aa1, Aa2, Aa3” notunu vermektedir. Yüksek bir kredi derecesi olan “A1, A2, A3” notu ülkenin, finansal taahhütleri karşılamada yeterli olduğu ancak, olumsuz ekonomik koşullardaki değişimlere karşı duyarlı olduğu anlamına gelmektedir. “Baa1, Baa2, Baa3” notu yatırım yapılabilir bir görünüme sahip olan ülkelere verilecek notları simgelemektedir. “Ba1, Ba2, Ba3” kredi notu ise yatırımcılar tarafından düşünülen en yüksek riskli nottur. Spekülatif değer taşıyan ve yatırım yapılamaz durumda olan finansal varlıklar için ise “B1, B2, B3”, “Caa, Caa3, Ca” ve “D” harfleri kullanılmaktadır²²⁶.

Moody’s derecelendirme şirketi ülke riski analizlerinde, ülkelerin risk düzeyini belirlerken söz konusu ülkenin politik ve ekonomik göstergelerinin yanında sosyal risk unsurlarına ait göstergeleri de incelemektedir. Moody’s derecelendirme şirketinin ülke risk analizlerinde dikkate aldığı temel göstergeler Tablo 2.7.’de gösterilmiştir.

²²⁵ Fatih Kara, “**Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006, ss.40–43.

²²⁶ Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., s. 15.

Tablo 2. 7. Moody's Ülke Risk Göstergeleri

<p>Politik Dinamikler ve Sosyal Yapı</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Liderlikte köklü değişim potansiyeli ▪ Yasal çerçeve ▪ Etkili politik yapı ▪ Gelir dağılımı ▪ Dinsel, etnik, dil farklılıkları ▪ Tek amaçlı politik hareketler ▪ Sosyal refah politikaları ▪ Organize protesto/silahlı mücadele ▪ Refahın dağılımı üzerine politik rahatsızlıklar ▪ Hükümet bürokratlarının yeterliliği ve deneyimi ▪ Ekonomik yönetime politik tepkiler ▪ Yabancı ortaklarla politik bağlantılar ▪ Baskıda tutulan eski davranışlar ▪ Rejimin yasallığı <p>Mali</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Likidite ▪ Borç yükü ▪ Ödemeler dengesi ▪ Yerel yönetimler <p>Ekonomik</p> <ul style="list-style-type: none"> • Politika ortamı • Altyapı • Üretim yapısı • Para otoritesinin bağımsızlığı • İşgücü piyasalarının hareketliliği • Faiz oranları • Döviz • Ekonomik yönetimin kalitesi • İhracat/ithalat sektörlerine bağımlılık • Uluslararası sermaye akışı • Tasarruf programı uygulayabilme yeteneği <p>Risk Endeksi</p>
--

Kaynak: Gür: (2000: 129)

2.3.2.1.3. Fitch Derecelendirme Şirketi

Fitch derecelendirme şirketi, 1913 yılında New York'ta John Knowles Fitch tarafından kurulmuş olup Amerika Birleşik Devletleri'nden de genel kabul görmüş olan ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. Fitch, 1924 yılında, derecelendirme skalasını AAA - D olarak tanıtmış ve bunu zamanla geliştirmiştir. 1975' te Moody's ve Standard & Poor's ile birlikte ulusal firma olarak tanınan derecelendirme kuruluşlarından biri olmuştur. İlk olarak bankaların derecelendirmesi ile uzmanlaşan Fitch, daha sonraları diğer sektördeki işletmelerin derecelendirmesine de başlamıştır. Fitch derecelendirme yaparken, kurumsal notları (ratingleri) sabit getirili menkul kıymet

ihraççıların ticari ve mali risklerini belirlemek üzere kalitatif (nicel) ve kantitatif (nitel) analizlerden yararlanmaktadır. 1989 yılında Fitch derecelendirme şirketinin sermaye yapısı yeniden düzenlenmiş ve yönetim ekibi şekillendirilmiştir. 1932 yılında kurulan Duff and Phelps ile 1989 yılında kurulan IBCA ile birlikte 2000 yılının Nisan ayında birleşen Fitch daha sonra Bank Watch Birliğini Thompson şirketinden satın almıştır. 2002 yılında Fitch IBCA ismini Fitch Ratings olarak değiştirmiştir. Merkezi Londra ve New York olan Fitch derecelendirme şirketinin diğer büyük şubeleri Tokyo, Paris ve Barselona'dadır. Tüm dünyada 49 ofisi bulunan Fitch derecelendirme şirketi, bugüne kadar 5.500 finans kurumunu, 1.800 anonim şirketi, 700 sigorta şirketini derecelendirmiş olup halen 104 ülkenin de derecelendirmesini yapmaktadır²²⁷.

Fitch derecelendirme şirketi Standard&Poors gibi grup notu içindeki çeşitli düzeyleri gösterebilmek için “+” ve “-“ işaretlerini kullanmaktadır. En üst düzey olan AAA notu Standard&Poors şirketinde olduğu gibi “+” ve “-“ işareti almaz. Burada dikkat edilmesi gereken “+” işareti ile belirtilen bir grup notunun üst düzey grup notuna daha yakın olduğu ve “-“ işareti ile belirtilen bir grup notunun ise bir alt düzey grup notuna daha yakın olduğudur²²⁸.

Fitch derecelendirme şirketinin ülke riski analizlerinde, ülkelerin risk düzeyini belirlerken dikkate aldığı temel göstergeler Tablo 2.8.'de gösterilmiştir.

Tablo 2. 8. Fitch Ülke Risk Göstergeleri

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Demografik, eğitim ve yapısal faktörler ▪ İşgücü piyasası analizi ▪ Üretim ve ticaret yapısı ▪ Özel sektörün dinamizmi ▪ Arz ve talep dengesi ▪ Ödemeler dengesi ▪ Orta vadeli büyüme sınırlamalarının analizi ▪ Makroekonomik politika ▪ Ticaret ve yabancı yatırım politikası ▪ Bankacılık ve finans ▪ Dış yükümlülükler ▪ Devlet ve politikalar ▪ Uluslararası pozisyon
--

Kaynak: Gür: (2000: 131)

²²⁷ Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., s. 12.

²²⁸ Alper Bakdur ve Gülyeter Duman, “Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları”, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, İkili Ekonomik İlişkiler ve Teknik İşbirliği Dairesi, 1999, ss. 5–6.

2.3.2.1.4. Duff & Phelps Derecelendirme Şirketi

1932 yılından beri kamu hizmet şirketlerini inceleyen Chicago merkezli Duff and Phelps 1982 den itibaren geniş bir yelpazeyi oluşturan şirketler ile tahvil derecelendirmesi yapmaya başlamıştır. Haziran 2000 de Fitch firması Duff and Phelps i satın almıştır. Şubat 2001 itibariyle Duff and Phelps firması Fitch içinde bir ürün adı olarak muhafaza edilmektedir²²⁹.

Duff and Phelps 1982 yılında Amerikan Sermaye Piyasası SEC'in (Securities Exchange Commission) onayını almıştır. Ancak, şirket 1940'dan beri arz edilen tahvilleri derecelendirmektedir. Duff and Phelps' in derecelendirmesi Moody's ve Standard&Poors'un derecelendirmeleriyle aynı çizgide eğilim göstermektedir. Fakat Duff and Phelps sadece 400 firmayı kapsamakta ve bunlar genellikle en büyük tahvil ihraçlarıdır. Firmanın diğer iki rakibi her bir ülkede 2.000 şirketi kapsar. Bu iki büyük firma derecelendirmeye ek olarak ihraç eden şirketin tahvillerinin fiyatını da belirler. Duff and Phelps ise hem ihraççılara hem de yatırımcılara fiyat belirlemektedir²³⁰.

Duff and Phelps derecelendirme şirketinin, derecelendirmelerde kullandığı notlar ve anlamları Tablo 2.9.' da gösterilmiştir.

Tablo 2.9. Duff and Phelps Derecelendirme Kullandığı Notlar ve Anlamları

AAA	En yüksek kredi kalitesini gösterir. Risk düzeyi yok denecek kadar azdır. Alınabilecek en iyi derecedir
AA+	Yüksek kredi kalitesini gösterir. Firmanın mali yapısı çok güçlüdür. Buna rağmen kredi kalitesi, zaman zaman ekonomik koşullara bağlı olarak değişim gösterebilir. Bu derece, kendi içerisinde AA, AA- olmak üzere iki alt dereceye ayrılmaktadır.
A+	"A+" derecesi, firmaların mali yapı ve borç ödeme gücünün normal olduğunu ifade eder. Bu derece kendi içerisinde, "A" ve "A-" olarak iki alt gruba ayrılır. Risk düzeyi ekonomik kriz dönemlerinde değişken ve yüksektir.
BBB+	Firmanın mali yapısı ve borç ödeme durumu normalin altındadır. Bu derecede, riskli olmasına rağmen yatırım yapabilecek firmalar yer alır. Konjonktürel dalgalanmalara bağlı olarak risk düzeyi değişken ve yüksektir. Bu derece kendi içerisinde "BBB" ve "BBB-" olmak üzere ikiye ayrılır.
BB +	Bu derece yatırımlar için gerekli olan özelliklerin altındaki özellikleri içerir. Firmanın, borç ödeme gücü düşük olmasına rağmen yükümlülüklerin zamanında yerine getirebilme ihtimali yüksektir. Yatırımcılar için, spekülasyon derecesindeki firmaları ifade eder. Bu derece, kendi içerisinde "BB" ve "BB-" olmak üzere iki alt dereceye ayrılmaktadır

²²⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), "Derecelendirme Kuruluşları, Kriterleri ve Türkiye'nin Derecelendirme Geçmişi", Lira Dergisi, 10, 1999, ss. 21-23.

²³⁰ Karasioğlu ve Sezgin Demir, "Sermaye Piyasasında Dereceleme, Rating", Ekonomik Yorumlar Dergisi, 35, 1998, s.27.

B+	“B+” derecesi mali yapı ve borç ödeme gücünün sektörel koşullara ve genel ekonomik yapıya bağlı olarak dalgalanacağını gösterir. Bu kategoride yer alan dereceler, yukarı ya da aşağı yönde değişim gösterebilir. Spekülatif amaçlı yatırım derecesi grubudur. Spekülatif riski fazladır.
CCC	Firmaların, anapara, faiz ve temettü ödemelerinde büyük ölçüde belirsizlik mevcuttur. Olumsuz nitelikteki ekonomik ve sektörel gelişmeler risk düzeyinde çok daha fazla arttırılma ihtimaline sahiptir.
DD	“DD” derecesindeki firmaların, borç ödeme kabiliyeti çok düşüktür. Ödenmemiş borçların varlığı veya ödemelerden en az birinin zamanında yerine getirilmediğini gösteren derecedir. Risk düzeyi oldukça yüksektir
DP	“DP” derecesi mali yapının çok yetersiz olduğunu gösterir. Temettü ve borç ödemelerinin yapılmaması ihtimali yüksektir. Risk düzeyi maksimum olan derecedir.

Kaynak: www.akademiktisat.net.

2.3.2.2. Ülke Riski Ölçüm Kuruluşları

Sınır ötesi yatırımlarda yatırım yapacak olan firmalar ihtiyaç duydukları ülke risk analizlerini, ülke risk notlarını belirleyen derecelendirme şirketlerinden elde edebilecekleri gibi çeşitli ülke risk ölçümü yapan kuruluşlar tarafından hazırlanan endekslerden de yararlanmaktadırlar. Ülke risk ölçüm kuruluşları analizlerde daha çok ülkelerin siyasi ve politik yapıları üzerinde durmaktadır.

Finansal piyasalarda faaliyet gösteren ve günümüzde genel kabul görmüş olan belli başlı ülke risk ölçüm kuruluşları aşağıda belirtilmiştir²³¹.

- Bank of America World Information Services,
- Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A.,
- Control Risks Information Services (CRIS),
- Economist Intelligence Unit (EIU),
- Euromoney,
- Institutional Investor,
- International Country Risk Guide (ICRG).

Çalışmamızda, ülke risk ölçümü yapan kuruluşlardan uluslararası genel kabul görmüş olan, Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsü, Institutional Investor Dergisi, Euromoney Dergisi, Economist Intelligence Dergisi ve International Country Risk Guide (ICRG), ülke analizlerinde dikkate aldıkları faktörler de göz önünde bulundurularak açıklanacaktır.

²³¹ Erb B. Claude vd., “Political Risk, Economic Risk and Financial Risk”, **Financial Analysts Journal**, 52(6), 1996, pp. 29–46.

2.3.2.2.1. Business Environment Risk Intelligence (BERI) Enstitüsü

Uluslararası risk derecelendirme kuruluşlarının en eskilerinden biri Business Environment Risk Intelligence (BERI) enstitüsüdür. BERI Enstitüsü Prof. F.T Haner tarafından 1960 yılında kurulmuş olup derecelendirme kuruluşunun merkezi Washington'da bulunan Friday Harbor 'dadır. BERI derecelendirme kuruluşu 100 kadar uzmanı ile yılda 3 kez 48 ülkeyi kapsayan, 15 değişik ölçüt doğrultusunda, ülkenin ekonomik ve politik durumlarının değerlendirilmesine dayanan endeksi hazırlayarak yayınlamaktadır²³².

BERI enstitüsü, politik risk endeksi, operasyonel risk endeksi ve R-faktör olarak üç ayrı endeks ve bunların birleşiminden oluşan ülke riski endeksi yayınlamaktadır²³³. BERI derecelendirme kuruluşu bu endeksi, 100'er puan üzerinden değerlendirilen, 10 adet politik ve sosyal değişkeni kapsayan PRI (Political Risk Index), 15 adet finansal ve yapısal faktöre dayalı ORI (Operations Risk Index) ve yasal çerçeve, dış borç durumu ve döviz kurunu gösteren R Factor endeksinin ortalamasını içeren POR (Profit Opportunity Recommendation) adında kapsamlı bir yatırım fırsatı rehberi çıkararak yayınlamaktadır²³⁴.

Tablo 2.10. da BERI Değişkenleri ve Ağırlıkları verilmiştir. BERI endeksi hesaplanırken 1–4 arası verilen puanlar ağırlıklı ölçü ile çarpılarak ülkelere ait toplam değerler hesaplanmaktadır²³⁵. Yapılan hesaplamalarla her ülke için 0–100 puan arasında bir risk puanı oluşturulmakta ve oluşturulan risk puanlarının anlamları ise şu şekildedir²³⁶:

- 70 puanın üstü düşük risktir ve gelişmiş ülkelere özgü olmaktadır.
- 55–70 puan arası kabul edilebilir orta seviyede risktir. Siyasi ortamın, iş çevresine ciddi kayıplara yol açmayacak kadar istikrarlı, fakat kısa vadeli durumlarda sıkıntı yaratabilecek seviyede olduğu bir riski ifade etmektedir.
- 45–55 puan arası yüksek risktir.

²³² Yörük, a.g.e., s. 27.

²³³ Hoti and McAleer, "Modelling The Riskiness in Country Risk Ratings", Netherlands: Elsevier Ltd. 2005, p. 102

²³⁴ Arda Özdemir, "Uluslararası İşletmelerde Politik Risk ve Bir Araştırma", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010, s. 57.

²³⁵ Yörük, a.g.e., s. 28.

²³⁶ Ömer Veysel Çalışkan, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri", **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 4(1), 2002, ss. 53–66.

- 40 puanın altındaki ülkeler ise kabul edilemez risktir. 40 puanın altında bir değere sahip olan yerler, yabancılar açısından yatırımın hiç düşünülmemesi gereken ülkelerdir.

Tablo 2. 10. BERI Değişkenleri ve Ağırlıkları

	Puanlama (1-4)	Tartı	Toplam Değer
1- Politik İstikrar	- *	3.0=	
2- Yabancı sermayeye karşı tutum	- *	1.5=	
3- Özelleştirme eğilimleri	- *	1.5=	
4- Enflasyon	- *	1.5=	
5- Büyüme oranı	- *	2.5=	
6- Üretim giderleri	- *	2.0=	
7- Ödemeler dengesi	- *	1.5=	
8- Konvertibilite	- *	2.5=	
9- Bürokratik engeller	- *	1.0=	
10- Sermaye araçlarının uygulanabilirliği	- *	1.5=	
11- Üretim kapasitesi	- *	0.5=	
12- Yabancı ortakların yönetim kadrosu	- *	1.0=	
13- Ulaşım kolaylıkları	- *	1.0=	
14- Kısa vadeli kredi olanakları ve pazarları	- *	2.0=	
15- Uzun vadeli borçlanma olanakları ve yabancı sermaye pazarlama girişi	- *	2.0=	

Kaynak: Yörük: (1999: 28)

2.3.2.2.2. Institutional Investor Dergisi

Institutional Investor dergisi, yaklaşık 115 ülkeyi kapsayan ve 6 aylık raporlar şeklinde, ülke riski dereceleri yayınlamakta olup ülke risk analizi yaparken diğer derecelendirme kuruluşlarından farklı olarak anket yöntemini kullanmaktadır. Institutional Investor dergisi her yılın mart ve eylül ayında uluslararası işlem yapan 100 kadar bankaya gizli bir anket yollayarak, ülkeleri “0” – “100” arası puanlamalarını istemektedir. “0” puanı riski en yüksek olan ülkeleri gösterirken, “100” puanı kredibilitesi en yüksek olan ülkeleri ifade etmektedir. 100 kadar bankadan alınan bu görüşler, bankaların analitik modellerinin başarısına, yeterliliğine, güvenilirliğine, bankaların büyüklük ve uluslararası işlemlerine ağırlıklı tartı verilerek, puanlar belirli istatistikî yöntemlerle değerlendirilmekte ve değerlendirme sonuçları ülkelerin kredi

risklerini oluşturmaktadır. Institutional Investor dergisi ülke risk analizlerinde veri olarak, genellikle enflasyon oranları, ödemeler dengesi açığı ve diğer makroekonomik faktörleri kullanmaktadır²³⁷.

Institutional Investor dergisinin ülke risk ölçümlerinde dikkate aldığı faktörler Tablo 2.11’de gösterilmiştir.

Tablo 2.11. Institutional Investor Ülke Riski Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Demografik, eğitim ve yapısal faktörler ▪ İşgücü piyasası analizi ▪ Üretim ve ticaret yapısı ▪ Özel sektörün dinamizmi ▪ Arz ve talep dengesi ▪ Ödemeler dengesi ▪ Orta vadeli büyüme sınırlamalarının analizi ▪ Makroekonomik politika ▪ Ticaret ve yabancı yatırım politikası ▪ Bankacılık ve finans ▪ Dış yükümlülükler ▪ Devlet ve politikalar ▪ Uluslararası pozisyon
--

Kaynak: Claude vd., (1996: 41)

2.3.2.2.3. Euromoney Dergisi

Euromoney dergisi uluslararası bankacılık ve para piyasalarında oluşan gelişmeleri değerlendirerek ülkelere ait risk değerlendirmeleri yapan ve yaptığı ülke analizlerini yılda bir kez yayınlayan bir ekonomi dergisidir. Euromoney dergisi aynı zamanda, döviz piyasaları, borç değerlendirmeleri ve dünyadaki finansal hareketler gibi konularda da analiz yapmakta ve yayınlamaktadır. Ülkelerin uluslararası para piyasalarındaki performansları dikkate alınarak yapılan ülke değerlendirmelerinde, kredilerin vadeleri, mali piyasalara başvurma kolaylığı ve piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin başarı derecesi gibi faktörler göz önünde bulundurulmaktadır. Euromoney dergisinin kredi derecelendirmelerinde kullandığı Euromoney endeksi 116 ülkeyi aldıkları sayısal puanlamalara göre sıralandırmaktadır²³⁸.

Euromoney ve Institutional Investor dergileri tarafından yapılan ülke risk derecelendirmelerindeki en önemli fark; Euromoney dergisi tarafından yapılan

²³⁷ Yörük, a.g.e., s. 30.

²³⁸ Fatoş Tuğay, “Ülke Riski”, **Bankacılar Dergisi**, 5, 1991, ss.30–35.

derecelendirmeler daha çok doğu pazarları üzerindeyken, Institutional Investor dergisi tarafından yapılan derecelendirmeler önemli bankaların rating sistemlerine göre de daha basittir²³⁹.

Euromoney dergisi ÷lke risk analizlerini 9 farklı kategoride değerlendirmekte olup ÷lke risk analizlerinde kullandıkları faktörler Tablo 2.12.' de gösterilmiştir.

Tablo 2.12. Euromoney Ülke Riski Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler

Faktörler	Ağırlık	Açıklama
Politik risk	% 25	Sermaye transferinin, kâr payının, ticaretle ilişkili finansmanın, kredilerin, mal ve hizmet ödemeleri için faizin ve ödemelerin riski
Ekonomik performans	% 25	Kişi başı brüt milli gelir ve Euromoney ekonomik projeksiyonun sonuçları
Borç göstergeleri	% 10	Borç stoku / GSMH, Borç servisi / İhracat, Cari denge / GSMH.
Temerrüt veya ertelenen borç	% 10	Ertelenen borç / Borç stokları
Kredi derecelendirme	% 10	Moddy's, S & P ve Fitch tarafından hesaplanan ÷lke risklerinin nominal değeri
Banka finansmanına erişim	% 5	Özel harcamalardan hesaplanan uzun vadeli garanti kapsamında olmayan kredilerin GSMH' ye oranı.
Kısa vadeli finansmana erişim	%5	OECD ve Exim Bank'tan alınabilen kısa vadeli krediler
Sermaye piyasalarına erişim	% 5	Borç konsorsiyumu ve kredi sendikasyonunun her ÷lke'deki sermaye piyasasına erişilebilirliği
Forfaiting	% 5	Forfaiting sisteminin maksimum düzeyi

Kaynak: Euromoney, (2007: 2)

2.3.2.2.4. Economist Intelligence Dergisi

Uluslararası risk derecelendirmesi yapan kuruluşlardan biri de Economist Intelligence Dergisidir. Kuruluşun merkez ofisi Londra'da olup, Hong Kong ve New York'ta da iki adet bölge ofisi bulunmaktadır.

²³⁹ Krayenbuehl, a.g.e., p.81.

Economic Intelligence Dergisi ülke riski hesaplamalarını dört risk grubunda toplamış ve her gruba farklı ağırlık vermiştir. Kuruluş üç ayda bir ülke risk hesaplamaları yapmakta ve yaptığı hesaplamalarla, politik riske % 22, ekonomik politika riskine % 28, ekonomik yapı riskine % 27 ve likidite riskine % 23 ağırlık vererek ülke risk notunu oluşturmaktadır²⁴⁰.

2.3.2.2.5. International Country Risk Guide

International Country Risk Guide (ICRG) derecelendirme kuruluşu uluslararası finans ve ekonomi alanında ünlü bir gazete olan International Report'un editörleri tarafından 1980 yılında kurulmuştur.

ICRG derecelendirme kuruluşunun ülke risk analizleri politik ekonomik ve finansal faktörleri kapsamakta ve ihtiyaç doğrultusunda bankalarda dâhil her alanda derecelendirme yapılabilmektedir. ICRG derecelendirme kuruluşu halen 140 ülkenin ülke risk analizlerini aylık olarak yayınlamaktadır²⁴¹.

ICRG derecelendirme kuruluşu ülke risk analizlerinde karma bir risk belirlemektedir. Ülke riski, 5'i finansal, 12'si politik ve 5'i ekonomik olmak üzere toplam 22 değişken ile belirlenmektedir. Politik risk, ekonomik risk ve finansal risk olarak belirlenen alt kategorilerin her biri için ayrı bir indeks oluşturulur. Risk bileşenleri ekonomik, finansal ve politik risk için kendine özgü oranlarının yanında karma risk için de bir oran belirlemektedir. Bu 3 risk (Ekonomik, Politik ve Finansal Risk) grubu birleşerek tek bir risk bileşenini oluşturmaktadır. Bu karma içinde faktörlerin %50'si politik değişkenlerden, %25'i ekonomik değişkenlerden ve %25'i de finansal değişkenlerden oluşmaktadır²⁴².

ICRG derecelendirme kuruluşunun ülke risk ölçümlerinde dikkate aldığı faktörler Tablo 2.13'de gösterilmiştir.

²⁴⁰ Krayenbuehl, "Country Risk: Assesment and Monitoring It", Second Edition, Cambridge: Woodhead Faulkner, 2001, p. 122.

²⁴¹ Mustafa Cem Kırankabeş, "Ülke Risk Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi", **Mevzuat Dergisi**, 102, 2006.

²⁴² Yapraklı ve Güngör, a.g.e., s. 209.

Tablo 2.13. ICRG Ülke Riski Derecelendirmesinde Dikkate Alınan Faktörler

Faktör	Puan	Bireysel Endeksin Yüzdesi	Bileşik Endeksin Yüzdeliği
POLİTİK			
Gerçeğe karşı ekonomik beklentiler	12	12	6
Ekonomik planlama hataları	12	12	6
Siyasi Liderlik	12	12	6
Dış çatışma	10	10	5
Hükümet yolsuzluğu	6	6	3
Siyasette ordunun konumu	6	6	3
Siyasette dini organizasyonlar	6	6	3
Hukuk ve düzen geleneği	6	6	3
Irka ve milliyete dayalı gerginlikler	6	6	3
Siyasi terör	6	6	3
Sivil savaş	6	6	3
Siyasi parti kalkınması	6	6	3
Bürokrasi	6	6	3
Toplam Siyasi Puan	100	100	50
FİNANSAL			
Borç ödeyememe veya yeniden yapılandırma	10	20	5
Borcun geç ödenmesi	10	20	5
Hükümetin borcu reddetmesi	10	20	5
Döviz kontrolünden yapılan zararlar	10	20	5
Özel yatırımların kamulaştırılması	10	20	5
Toplam Finansal Puan	50	100	25
EKONOMİK			
Enflasyon	10	20	5
Borç servis oranı	10	20	5
Uluslararası likidite oranı	5	10	3
Dış ticaret deneyimi	5	10	3
Cari hesap dengesi	15	30	6
Döviz kuru piyasası göstergesi	5	10	3
Toplam Ekonomik Puan	50	100	25
Toplam Puan	200		100

Kaynak: Claude vd., (1996: 31)

Tablo 2.13 te görüldüğü gibi ICRG derecelendirme kuruluşunun ülke risk analizlerinde, ekonomik, politik ve finansal risk endeksinin belirlenmesi, ilgili risk başlığının içerdiği faktörlerin risklerinin basit olarak toplanmasıyla hesaplanmaktadır. Ülke bileşik riski ise ağırlıklı ortalama yöntemiyle hesaplanmaktadır. Politik riskin ağırlığı 100 iken mali ve ekonomik riskin ağırlığı 50’şer olarak verilmektedir. ICRG

derecelendirme kuruluğu diğer risk ölçüm kuruluşları gibi ülke riskini, borç ödeme yeteneği ve borç ödeme istekliliği olmak üzere iki ana bileşenin oluşturduğunu düşünmektedir. Politik risk borç ödeme istekliliği ile ekonomik risk ise borç ödeme yeteneği ile ilgilidir²⁴³.

ICRG derecelendirme kuruluğu ülke risk analizlerindeki hesaplamalar sonucu elde edilen ülke risk puanlarına göre ülkeleri yüksek riskten düşük riske doğru sıralandırmaktadır. ICRG derecelendirme kuruluşunun ülke risk puanına göre risk kategorileri Tablo 2.14’te gösterilmiştir.

Tablo 2.14. ICRG Ülke Risk Kategorileri

Risk Kategorisi	Bileşik Puan Sıralaması
Çok Yüksek	0,0–49,5
Yüksek	50,0–59,5
Orta	60,0–69,5
Düşük	70,0–84,5
Çok Düşük	85,0–100,0

Kaynak: Claude vd., (1996: 31)

2.3.3. Ülke Riskinin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının son yıllarda çok önemli boyutlara ulaşması, bazı ülkelerin borç ödemede karşılaştığı güçlükler, borcun borçla ödenmesi politikalarının gündeme gelmesi ve borç ödemelerinin durdurulması veya yavaşlamasının uluslararası bankacılık sisteminde bir bunalıma yol açabileceği kaygısı, bankaları, uluslararası finans kurumlarını ve ülke risk ölçüm kuruluşlarını ülkelerin kredi değerliliğinin belirlenmesi için yeni yöntemler geliştirmeye zorlamıştır²⁴⁴.

Çalışmamızda, ülke risk ölçümünde genel olarak kullanılan yöntemlerden, Tam Kalitatif Yöntemler, İstatistik Verileri ile Yapısal Kalitatif Yöntemler, Kontrol Listesi ile Yapısal Kalitatif Yöntemler ve Kantitatif Yöntemler üzerinde durulacaktır.

²⁴³ Claude vd., a.g.e., p. 30.

²⁴⁴ Akgüç, “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım: Makroekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 22(11), 1985, ss. 29–36.

2.3.3.1. Tam Kalitatif Yöntemler

Tam kalitatif yöntemler, nitel metotlar kullanılarak yabancı bir ülkedeki yatırımın geri dönme olasılığını etkileyen ekonomik, finansal, sosyal ve politik temelleri değerlendirmeyi amaçlayan sübjektif bir değerlendirme sistemidir²⁴⁵.

Kalitatif olarak risk, potansiyel zarar ve bu zararın ortaya çıkma ihtimalinin bir bileşimidir. Kalitatif hale getirmedeki ilk adım, maksimum potansiyel zararı bulmaktır. Buradaki zarar beklenen net gelir ile meydana gelen net gelir arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Bankalar açısından beklenen net gelir, kullanılan borç karşılığı elde edilen faizlerin net toplamından, borç verebilmek için toplanan mevduatların faiz ödemeleri ile anaparanın tahsil edilemeyen bölümünün çıkarılmasıyla elde edilmekte ve beklenen net gelir her zaman pozitif olmaktadır. Gerçekte ise net gelir, faiz ödemeleri ve anaparanın tahsil edilemeyen kısmı, faiz gelirlerinden fazla ise negatif olabilir. Burada karşılaştırma yapılabilmesi için paranın zaman değeri de dikkate alınarak zarar yüzde olarak verilmiştir. Bu durumda zarar; belli bir dönemde beklenen ve gerçekleşen net gelir akımlarının belli bir oran üzerinden iskonto edilmiş şimdiki değerleri arasındaki farkın, aynı dönemdeki beklenen nakit akımlarının şimdiki değerine yüzdesi olarak ifade edilmiştir²⁴⁶.

Tam kalitatif sistemlerin sabit olmayan bir formattaki değerlendirme raporundan oluşması, değerlendirmelerin sübjektif olması ve ülkelere uygulanacak kesin bir analiz çerçevesinin olmaması nedeniyle ülkelerin karşılaştırılması oldukça güçtür.

2.3.3.2. İstatistik Verileri ile Yapısal Kalitatif Yöntemler

Yapısallaştırılmış kalitatif sistemler, tamamen nitel olan metotların standart bir forma uydurulmasıyla ortaya çıkmış olup, bazı istatistiksel analiz çeşitleri kullanılarak ülke raporları oluşturulmaktadır. Yapısal kalitatif yöntemler kullanılarak ülke analizlerinin karşılaştırılması daha kolay şekilde yapılabilmektedir.

Ülke raporunu yazan analistler genellikle farklı indikatörler tarafından verilen tüm bilgilerin olduğu ve ülke tablosu olarak adlandırılan bir tablo ile elde edilen veriyi

²⁴⁵ Michel Henry Bouchet vd., "Country Risk Assesment A Guide to Global Investment Strategy", England: John Wiles and Sons Inc., 2003, p. 50.

²⁴⁶ Nagy,a.g.e., p.139.

kullanmaktadır. Hefferman'ın ülke tablosunun bileşenleri değişebilmekte fakat genellikle altı bölümden oluşmakta olup bu bölümler aşağıdaki gibidir²⁴⁷;

1. İç ekonomik indikatörler
2. Ödemeler dengesi
3. Dış varlıklar
4. Borç yapısı
5. Yeni borç
6. Borç indikatörleri

Birinci bölüm olan iç ekonomik indikatörler; yurtiçi ekonomi politikası üzerinde bilgi vermektedir. Bu bilgiler genellikle ekonominin büyüklüğünün indikatörleri (nüfus, nüfus artışı, GSYİH, kişi başı GSYİH), büyüme indikatörleri (GSYİH artış oranı, işsizlik oranı) ve TÜFE, para arzı artışı ve bütçe açığının GSYİH' ya oranı gibi indikatörleri kapsamaktadır. Bazı ülke risk analistlerine göre bir diğer ilgili indikatör yatırımların ulusal gelir içindeki payı olup paydaki bir azalış muhtemel olarak yabancı sermayenin yalnızca yatırım amaçlı olarak kullanılmadığı anlamına gelmektedir.

İkinci bölüm olan ödemeler dengesi; ticari denge, mevcut denge, sermaye hesapları, rezervlerdeki değişimler gibi ödemeler dengesi ile ilgili detaylı bilgileri kapsamaktadır. Dış indikatörler aynı zamanda hassas borçlu bir ülke ekonomisinin dünya ekonomisi içerisinde yavaşlamanın nasıl olduğunun fikrini de vermelidir. Bu amaca göre, ekonominin açıklık ölçüsünü içermesi, ithalat ve ihracat üzerindeki bilgileri sağlaması önemli olup, döviz kuru oranındaki bilginin katılması da yararlıdır.

Son dört bölüm ise ülke kredibilitesi hakkında fikir vermeyi amaçlamaktadır. Üçüncü bölüm genellikle uluslararası rezervler, kullanılmayan IMF kredisi ve diğer dış varlıklar hakkındaki verileri rapor etmekte, dördüncü bölüm kamu ve özel dış borçları ile ilgili bilgi vermektedir. Beşinci bölüm yeni alınan borç hakkında bilgi vermekte ve son olarak altıncı bölüm ise borç servis oranı, Borç/GSYİH, borç ihraç oranını, Yabancı varlıklar/Dış borç, içeren çeşitli borç indikatörlerini vermektedir.

²⁴⁷ Anna Micaela Ciarrapico, "Country Risk: A Theoretical Framework of Analysis", Canada: Dartmouth Publishing Company, Bookfield, 1992, p. 9.

2.3.3.3. Kontrol Listesi ile Yapısal Kalitatif Yöntemler

Kontrol listesi, bir ülkenin tüm politik ve finansal göstergeleri hakkında sonuç sağlayan bir ölçüm yöntemidir²⁴⁸. Kontrol listesi yöntemi, First National Bank of Boston'un ekonomisti Thornblade tarafından 1978 yılında geliştirilmiş olup günümüzde de ticari bankaların en çok tercih ettiği yöntemdir²⁴⁹.

Kontrol listesi yönteminin içerdiği göstergeler tablo 2.15. te görüldüğü gibi yurtiçi ekonomi değişkenleri, dış ekonomi değişkenleri ve sosyal-politik değişkenler başlığı altında farklı değişkenlerden oluşmaktadır²⁵⁰.

Tablo 2.15. Kontrol Listesinin İçerdiği Göstergeler

Yurtiçi Ekonomi Değişkenleri	
<ul style="list-style-type: none"> • GSMH • Kişi başı GSMH • Kişi başı GSMH artışı • Enflasyon oranı • Yatırım / Gelir • Para arzındaki artışı • Net bütçe pozisyonu 	
Dış Ekonomi Değişkenleri	
<ul style="list-style-type: none"> • İthalat ve ithalattaki büyüme • İhracat ve ihracattaki büyüme • Uluslararası rezervler • Uluslararası rezervler / ithalat • Ticari ve cari hesap dengesi • Toplam dış borç • Toplam krediler içinde kısa vadeli kredilerin payı 	<ul style="list-style-type: none"> • Borç servis oranı • IMF kredileri • Borç servis ödemeleri • Rezervlerdeki altının payı • GSMH'deki ticaretin payı • Anapara ödeme / dış borç
Sosyal ve Politik Değişkenler	
<ul style="list-style-type: none"> • Siyasi istikrar • İşsizlikteki geçmiş durum • Uluslararası banka dereceleri 	

Kaynak: Ciarrapico: (1992: 12)

Kontrol listesi yöntemiyle, kullanılacak göstergelere karar verilerek her bir göstergeye ait ağırlıklar belirlenmekte ve ülke performansları her bir gösterge için belirli bir puan skalasına göre (0-10 veya -5 - +5, vb.) derecelendirilmektedir²⁵¹.

²⁴⁸ Jeff Madura, "International Financial Management", 8th Edition, Canada: South-Western Cengage Learning, 2006, p.453.

²⁴⁹ Gür, "External Debt and Empirical Models for Country Risk Assessment", SPK Yayınları, 117, 1998, s. 19.

²⁵⁰ Ciarrapico, a.g.e., p. 11.

2.3.3.4. Kantitatif Yöntemler

Ülke riskinin ölçülmesinde kullanılan kantitatif yöntemler, bir ülkenin borç servis kapasitesinin ölçülmesinde kullanılan, bağımlı veya açıklayıcı değişkenlerin bir fonksiyonu olarak bir ülkenin borç ödeme zorluklarının olasılığını tahmin eden istatistiksel yöntemlerdir²⁵². Kantitatif yaklaşımlara, C.R. Frank ile W.R. Cline ve devamındaki gelişmelere ise IMF çalışanı Pierre Dhonte ve Berkeley Üniversitesinden G. Feder ile R. Just öncülük etmiştir. Büyüme oranları ve endeksler gibi bazı ekonomik göstergelerin gelecekte ne olabileceğinin belirlenebilmesi için kesin tahmin değerlerine sahip olabilmek düşüncesi kantitatif yaklaşımların başlangıç noktasını oluşturmaktadır²⁵³

Kantitatif yöntemlerin en büyük avantajı, ülke riski analizlerinde kesin ve standart değişkenler kullanıldığı için ülke riskinin karşılaştırmalı analizinin yapılmasını kolaylaştırmasıdır²⁵⁴.

Literatürde ülke risk analizleriyle ilgili yapılan çalışmalarda birçok farklı istatistiksel teknik kullanılmaktadır. Çalışmamızda analizlerde yaygın olarak kullanılan istatistiksel yöntemlerden, Diskriminant Analizi, Temel Bileşenler Analizi, Logit ve Probit Analizler ve Classification and Regression Tree (CART) Yöntemi üzerinde durulacaktır.

2.3.3.4.1. Diskriminant Analizler

Diskriminant analizi, X veri setindeki değişkenleri, bu veri setini oluşturan bireylerin p tane özelliğinden yararlanarak iki veya daha fazla gruba ayrılmasını sağlamak amacıyla kullanılan bir analiz tekniğidir²⁵⁵. Ayırma analizi de denilen diskriminant analizler kısaca, birimleri veya bireyleri en az hata ile ait oldukları kitlelere ayırmak için yapılan işlemler olarak tanımlanabilir²⁵⁶.

²⁵¹ Nagy, "Country Risk: How to Assess, Quantify and Monitor it", London: Euromoney Publications Limited, Nestor House, Playhouse Yard, 1979, p. 31.

²⁵² Ciarrapico, a.g.e., p.12.

²⁵³ Nagy, a.g.e., p. 32.

²⁵⁴ Victor Lavy, "Regional Conflict, Country Risk, and Foreign Direct Investment in The Middle East", (Edited by: Sason Sofer), Peacemaking in a Divided Society, London: Frank Cass Publishers, 2001, p. 146.

²⁵⁵ Kazım Özdamar, "Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi (Çok Değişkenli Analizler)", 5. Baskı, Eskişehir: Kaan Kitabevi, 2004, s. 355.

²⁵⁶ Ahmet Kaya, "Diskriminant Analizinde Ayırmanın Gücü ile Faktör Analizinde Kullanılan Kovaryans Matrisi Arasındaki İlişki Üzerine Bir Çalışma", **Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi**, 13(1), 1998, ss.203–210.

Diskriminant analizleri, finansal başarısızlık tahmininde kullanılan en eski çok değişkenli istatistiksel yöntemlerden biridir. Gruplar arası fark yoktur anlamı taşıyan h_0 hipotezi test edildikten sonra, gruplar arası farkın olduğu sonucuna varılır ve diskriminant analizi sayesinde bu farkın ana nedenleri ortaya çıkarılmaktadır²⁵⁷.

Diskriminant analizinin kullanım amaçları aşağıdaki gibidir²⁵⁸;

1-Grup üyeliğini tahmin etmek.

2-Diskriminant fonksiyon eşitliğini kullanarak, verilerin gruplara ayrılmasına yardımcı olmak.

3-Bağımsız değişkenlerin aritmetik ortalamalarının gruplar arasında nasıl değiştiğini tespit etmek.

4-Bağımlı değişkenin varyansının ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklanabildiğini belirlemek.

5-Grupları ayırmada etkili olan ve olmayan değişkenleri ortaya koymak.

6-Verilerin tahmin edildiği gibi sınıflandırılıp sınıflandırılmadığını tespit etmektir.

2.3.3.4.2. Temel Bileşenler Analizi

Temel Bileşenler Analizi, çok sayıda birbiri ile ilişkili değişkenler içeren veri setinin boyutlarını veri içerisinde gerçekleşen değişimlerin mümkün olduğunca korunarak daha az boyuta indirgenmesini sağlayan bir dönüşüm tekniğidir²⁵⁹. Farklı bir ifadeyle, orijinal p değişkenin varyans yapısını daha az sayıda ve bu değişkenlerin doğrusal bileşenleri olan yeni değişkenlerle ifade etme yöntemi olarak tanımlanabilir²⁶⁰.

Değişkenler arasındaki bağımlılık yapısının yok edilmesi veya boyut indirgeme amacıyla kullanılan Temel Bileşenler Analizi tek başına kullanılan bir analiz olduğu gibi, başka analizler için veri hazırlama tekniği olarak ta kullanılmaktadır²⁶¹.

²⁵⁷ Aydın Ünsal, "Mali Başarılı ve Mali Başarısız Şirketlerin Ayırımı Sağlayan Diskriminant Fonksiyonunun Bulunması", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(7), 2001, ss. 214-234.

²⁵⁸ Şerif Edit Kalaycı, "SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri", Ankara: Asil Yayınları, 2006, s. 335.

²⁵⁹ Murat Çilli, "**İnsan Hareketlerinin Modellenmesi ve Benzeşiminde Temel Bileşenler Analizinin Kullanılması**", Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sağlık Bilimleri Enstitüsü, 2007, s.240.

²⁶⁰ Özdamar, a.g.e., s. 355.

²⁶¹ Subhash Sharma, "Applied Multivariate Techniques", John Wiley and Sons, Inc, USA Enstitüsü, 1996, p. 493.

2.3.3.4.3. Logit ve Probit Analizler

İki değerli bağımlı değişkenlerin, bulunduğu bir durumda bir karar biriminin sahip olduğu özellikleri ile alternatifler arasında belli bir tercihte bulunma olasılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla logit ve probit olmak üzere ikili tercih modelleri oluşturulmakta ve analiz edilmektedir²⁶².

Probit analiz modeli fayda teorisi veya rasyonel tercih davranışı üzerine kurulmuş bir teoridir ve parametrelerin doğrusal olmayan bir fonksiyonudur. Bu modeli birikimli normal dağılım fonksiyonu kullanmaktadır. Dağılım fonksiyonu doğrusal olmadığından dolayı tahmin yapılmadan doğrusallaştırılır. Bunun için normal birikimli dağılım fonksiyonunun tersi alınmaktadır²⁶³. Logit modeli ise probit model gibi birikimli olasılık dağılımından türetilmiş lojistik dağılım fonksiyonudur ve nitel tercih modelleri içinde en çok kullanılan analiz modelidir²⁶⁴.

2.3.3.4.4. Classification and Regression Tree (CART) Yöntemi

Sınıflandırma ve regresyon ağacı (CART) yöntemi, analiz edilen verilerin özelliklerine göre; bağımlı değişkenin kategorik olması durumunda Sınıflandırma Ağacı (Classification Tree; CT) olarak, sürekli değişken olması durumunda da Regresyon Ağacı (Regression Tree; RT) olarak isimlendirilmekte ve kullanılmaktadır²⁶⁵.

(CART) yöntemi, kategorik yapıdaki bağımlı değişkenin alacağı değerleri tahmin etmek üzere geliştirilen parametrik olmayan bir yöntemdir. Modelde değişkenlerin türü (sürekli, kategorik, sıralı ya da bunların karışımı) konusunda herhangi bir varsayım gerektirmez ve sınırlama getirmez. CART yöntemi, bağımlı ve bağımsız değişkenler için kayıp veya eksik değerler ile aşırı uç değerlerden etkilenmeyen bir analiz modelidir²⁶⁶.

CART yönteminde bir faktör veya bir gösterge, ayırıcı faktörler ve bunların önemli değerlerini kapsayan gruplar içinde tespit edilerek tekrarlanmakta ve süreç ülkelerin tamamen homojen gruplara ayrılmasına kadar devam etmektedir. Ortaya çıkan

²⁶² Hüseyin Özer, “Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller”, Ankara: Nobel Yayınevi, 2004, s. 193.

²⁶³ Selahattin Gürüş ve Ebru Çağlayan, “Ekonometri ve Temel Kavramlar”, İstanbul: Der Yayınları, 2005, s. 685.

²⁶⁴ İhsan Ergan ve Semra Taşpunar, “Kriz Geliyor mu Der Mi ?, Does Crises Give a Signal Before It Comes?”, İstanbul Üniversitesi 15. Finans Sempozyumu, 12–15 Ekim 2011, s. 11.

²⁶⁵ Li Yen. Chang and Hsei Wei Wang, “Analysis of Traffic Injury: An Application of Non- Parametric Classification Tree Techniques: **Accident Analysis Prevention**, 38, 2006, pp. 1019–1027.

²⁶⁶ Gülhan Örekci Temel vd., “ Sınıflama Modelinin Performansını Değerlendirmede Yeniden Örneklemeye Yöntemlerinin Kullanımı”, **Bilişim Teknolojileri Dergisi**, 5(3), 2012, ss. 1–7.

son ağaç ise ülkelerin ülke riski notlarını hesaplamada kullanılmaktadır²⁶⁷. Ayrıca; CART yöntemi, sadece bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkinin yapısını araştırmakla kalmamakta; aynı zamanda bağımsız değişkenlerin birbirleri ile olan etkileşimlerini de ortaya koymaya çalışmaktadır²⁶⁸.

2.2.2. Sistemik Olmayan Riskler

Sistemik olmayan risk, finansal varlıkların ait oldukları işletmelerden ya da bu işletmelerin faaliyette buldukları endüstriye ait birtakım özelliklerden ve değişimlerden meydana gelen risk türüdür. Farklı bir ifadeyle, sistemik olmayan risk, genel olarak tüm piyasayı etkileyen sistemik riskin dışında, toplam riskin bir firmaya veya endüstriye özgü olan kısmına denir. Sistemik olmayan risk türü, şirketlere ya da belirli bir endüstriye özgü olduğundan, söz konusu endüstri dışındaki firmaları ya da bütün piyasayı etkileyecek nitelikte risk unsurlarını içermemektedir. Bu nedenle her finansal varlığın sistemik olmayan riski diğer endüstrileri ya da sermaye piyasasını etkileyen risk unsurlarından bağımsız olmaktadır²⁶⁹.

İşletmeler tarafından kontrol edilebilir olan risk türleri sistemik olmayan risk kapsamına girmektedir. İşçi grevi, yönetimin kalitesi, hammadde sağlama imkânları, teknik ve teknolojik gelişmeler, personel ve finansman yapısı verimliliği, iç ve dış rekabet, üretim, pazarlama, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerindeki değişimler işletmelerin karlılığında sistemik olmayan değişikliklere yol açabilmektedir²⁷⁰.

Çeşitlendirilebilir risk olarak ta tanımlanan, sistemik olmayan risklerin, yatırımcılar tarafından farklı menkul kıymetlere yatırım yapılarak yani portföy çeşitlendirilerek azaltılması ya da tamamen ortadan kaldırılması mümkündür. Örnek olarak; bir işletmenin kazançları, bir grev nedeniyle düşebilir. Fakat aynı sektördeki diğer işletmeler aynı durumla karşı karşıya bulunmayabilir ve bu yüzden onların kazançlarında bir azalma söz konusu olmaz. Hatta grev ile karşı karşıya bulunan işletmenin ürünlerine olan talep bu işletmelere kayacağından kazançları artacaktır.

²⁶⁷ Hiranya K. Nath, "Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods, Sam Houston State University Department of Economics and International Business", Working Paper Series, 2008, pp. 1–31.

²⁶⁸ Murat Kayri ve Murat Boysan, "Bilişsel Yatkınlık ile Depresyon Düzeyleri İlişkisinin Sınıflandırma ve Regresyon Ağacı Analizi ile İncelenmesi", **Hacettepe Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi**, 34, 2008, ss. 168–177.

²⁶⁹ Akgüç, a.g.e., s. 867.

²⁷⁰ Okka, a.g.e., s. 368.

İşletmenin kazançlarında meydana gelen bu değişiklik, endüstriyi, piyasayı ve genel olarak ekonomiyi etkileyen faktörlerden bağımsızdır. Bu nedenle sistematik olmayan risk türleri işletmeyle ilgili olduğundan, çeşitlendirilmiş bir portföyle azaltılabilecektir²⁷¹.

Sistematik olmayan risk kaynakları, faaliyet riski, finansal risk, yönetim riski, iş ve endüstri (sektör) riski ve likidite riski başlıkları altında incelenecektir.

2.2.2.1. Faaliyet Riski

Faaliyet riski, işletmenin aktiflerinin oluşumu ile ilgili bir risktir. Toplam aktiflerin içinde sabit aktiflerinin payı büyük olan bir işletmede, sabit giderleri de yüksek olacağından faaliyet giderleri de yüksektir²⁷².

İşletmelerde faaliyet kaldırıcının, yani sabit giderler ile toplam giderler arasındaki oranın yüksek oluşması, firma satışlarının küçük değişmelerinden bile etkilenen, hassas bir kârlılık yapısı oluşturmakta ve firma satışlarını olumsuz etkileyen, sistematik olan veya olmayan faktörler, finansal varlığın veriminde büyük düşüşler göstermesine neden olmaktadır²⁷³.

İşletmenin sabit giderlerinin yüksek olması başa başnoktasının yüksek düzeyde olmasına neden olmaktadır. Üretim ve satışlarda bir düşme olduğunda, sabit giderler düşürülemeyeceğinden işletme zarar edebilir ve zararlar etme durumunda ise işletmenin borçlarını ödeyememe durumu söz konusu olabilir. Bu nedenle, yatırım kararı alınırken işletmelerin faaliyetinin incelenmesi ve gelecekte göstereceği gelişme hakkında tahminler yapılması gerekmektedir²⁷⁴.

2.2.2.2. Finansal Risk

Finansal risk, işletmelerin borç ödeme yeterliğinin azalması durumudur ve firmanın faaliyetlerini özkaynaklarla veya yabancı kaynaklarla finanse etmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Finansal risk, firma gelirlerinin borçlanma sonucu sürekliliğini kaybetmesi ve başta ekonomik olmak üzere, çevresel koşullarda özel ya da

²⁷¹ Usta, a.g.e., s. 233.

²⁷² Yörük, a.g.e, s. 21; Cevat Sarıkamış, “Sermaye Pazarları”, 3. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım, 1998, s. 172.

²⁷³ Sarıkamış, a.g.e., s. 189.

²⁷⁴ Kanalcı, a.g.e., s. 20.

genel bir değişikliğe ayak uyduramayarak, faiz ve kar payı ödemelerini gerçekleştirecek gelir düzeyinin altına düşmesi durumu olarak ta tanımlanabilir²⁷⁵.

İşletmelerin finansal riskini artıran faktörler arasında; borçların artması, satışlardaki azalmalar, tüketici tercihlerinin değişmesi, işletme performansının düşmesi, hammadde fiyatlarındaki artışlar, yönetim hataları, yeni teknolojilerin ortaya çıkması, devlet politikalarının değişmesi, rekabetin artması ve işletme sermayesinin yetersiz olması gibi durumlar gösterilebilir²⁷⁶.

İşletmelerde finansal riskin oluşmasına neden olan faktörlerin başında borçlanma oranının artması gelmektedir. Günümüzde, firmaların borçlanmanın yaratacağı kaldıraç etkisinden faydalanmak istemeleri normal olarak karşılanmaktadır. Faaliyet kaldırıcı yüksek olan firmaların hisse senedi sahiplerinin kârları, faaliyet kazançlarından daha yüksek oranda artarken, işlerin azalma sürecinde hissedarların kazançlarındaki azalma faaliyet kârından daha yüksek olmaktadır. Aynı zamanda firmalar borçlanmaya gittiğinde finansal risk artmakta ve dolayısıyla ödeme ve iflas riski de artmaktadır²⁷⁷.

İşletmelerin finansal riskleri; Yabancı Kaynaklar / Özsermaye, Yabancı Kaynaklar / Varlık Toplamı, Maddi Duran Varlıklar / Maddi Özsermaye, Faiz Karşılama Oranı, Borç Servisi Oranı gibi değişkenlerden faydalanılarak belirlenebilir²⁷⁸.

2.2.2.3. Yönetim Riski

Yönetim riski, işletmelerin iyi veya kötü yönetilmelerine göre meydana gelen bir risk türüdür. İşletmelerin başarıları büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yapılan araştırmalar, işletmelerin başarısızlıklarının yönetim hatalarından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkiler ve yapılan hatalar sonucu, işletmelerin satışları ve karı azalabileceği gibi riskleri de artabilir. Bu durum ise, hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açmaktadır²⁷⁹.

²⁷⁵ Usta, a.g.e., s. 233; Sarıkamış, a.g.e., s. 189.

²⁷⁶ Bullapur Hiriyyappa, "Investment Management and Portfolio Management, Securities New Age", New Delhi: International Publishers Ltd., 2008, p. 17.

²⁷⁷ Serpil A. Gökbel, "Süre Temelli Portföyler ve İMKB' de Uygulanabilirliği", Ankara: SPK Yayınları, 2003, s. 7.

²⁷⁸ Akgüç, a.g.e., s. 867.

²⁷⁹ Akgüç, a.g.e., s. 867-868.

Yönetim riskinin değerlendirilmesi önemli olduğu kadar karmaşık bir konudur. Bir hisse senedinin taşıdığı yönetim riskinin derecesini belirleyebilmek için ilgili ortaklığın yönetimini değerlendirmek gerekmektedir. Ancak yönetimin değerlendirilmesi için herhangi bir matematiksel formül mevcut olmadığı gibi, bu konuda herkes tarafından benimsenmiş yöntemler, ölçüler koymaya ve geliştirmeye de imkân bulunmamaktadır²⁸⁰.

2.2.2.4. İş ve Endüstri (Sektör) Riski

Bir sektörde faaliyet gösteren firmaların tümünün olumsuz etkilendiği ekonomik, sosyal ve davranışsal değişimler sektör riskini oluşturmaktadır. Bu değişimler firmaların karlarını ve dolayısı ile finansal varlıkların piyasa değerlerini düşürücü rol oynayabilir. Bu tür değişikliklerin gerçekleşebileceği bir sektörde ise risk yüksektir²⁸¹.

Sektör riskini meydana getiren faktörlere örnek olarak, tüketici zevklerinde değişimler, dış rekabet ortamı, iş kolunda yaygın grevler, hammadde sağlanmasındaki güçlükler ve teknolojik gelişmeler gösterilebilir. Sektör riskini oluşturan bu faktörler firmanın hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalara neden olmakta ve yatırımcının sermaye ya da getiri kaybına yol açarak finansal varlıkların değerini olumsuz yönde etkilemektedir²⁸².

Sektörde meydana gelmesi beklenen ekonomik koşullardaki değişimleri, yasalar ve tutumlardaki değişimler, sadece o sektördeki işletmeleri etkilemekte, sektör dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Olumsuz değişimlere açık bir işletmede getirinin değişkenliği ve risk'in de yüksek olduğu düşüncesi ile yatırım yapılırken sektör koşullarında meydana gelebilecek değişiklikler dikkate alınıp, yatırım yapılacak işletmenin gelecekte gelir ve giderinin ne yönde etkilenebileceği tahmin edilmelidir²⁸³.

²⁸⁰ Akgüç, a.g.e., s.869.

²⁸¹ Sarıkamış, a.g.e., s. 190.

²⁸² Yörük, a.g.e., ss. 21-22.

²⁸³ Korkmaz ve Ceylan, "Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi", 4. Baskı, İstanbul: Ekin Yayınevi, 2007, s. 503

2.2.2.5. Likidite Riski

Likidite riski, elde bulundurulan menkul kıymetin, istenildiğinde paraya çevrilememesi veya menkul kıymetin piyasa değerinin altında elden çıkarılması olarak tanımlanabilir.

İşletmelerin ve bireylerin nakit giriş-çıkışlarının dengeli olmaması durumunda bazı yükümlülüklerin karşılanamaması gündeme gelebilmekte veya nakit temin etmek belli bir maliyet karşılığı yapılmakta olup bu durum kar maksimizasyonunu azaltan bir unsur olmaktadır. Bu nedenle likidite işletmeler ve bireyler için çok önemli bir unsur olmaktadır²⁸⁴.

Likidite riski, yatırımcıların elinde bulunan menkul kıymet sayısı, bunların toplam piyasadaki değeri ve mülkiyet hakkı devir işlemlerinin masraflı olması ile de yakından ilgilidir. Likidite riski kısa vadeli menkul kıymetlerde, uzun vadelilere göre genellikle daha azdır²⁸⁵.

²⁸⁴ Fatih Kemal Ebiçlioğlu ve Abdülkadir Kahraman, “Yönetim Muhasebesi”, 1. Baskı, Ankara: Türmob Yayınları, 2000, s. 676.

²⁸⁵ İMKB, a.g.e., s. 507.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 100 ENDEKSİNE KAYITLI TİCARİ BANKALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Hisse senedi kavramı ve hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerden biri olan ülke riski kavramı yukarıdaki bölümlerde teorik olarak ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştı. Çalışmanın bu bölümünde ise ekonomik, politik, sosyal ve finansal risk unsurlarını içeren ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında ampirik bir ilişki olup olmadığı oluşturulan ekonometrik model yardımıyla test edilmektedir.

Bu bölümde öncelikle araştırmanın amacı açıklanmakta, araştırmanın kapsamını oluşturan zaman aralığı ve veri seti üzerinde durulmakta ve araştırmada kullanılan panel veri analizi yöntemi teorik olarak tanıtılmaktadır. Daha sonra, konuyla ilgili literatür dikkate alınarak, ülke riskinin hisse senedi getirilerini etkilediği düşünülen ve ekonometrik modelde yer verilecek olan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri tanımlanmaktadır. Son olarak ise model çalışmasına ilişkin elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

3.1. Araştırmanın Konusu, Amacı ve Kapsamı

Hisse senedi yatırımlarında karşılaşılabilecek sistematik risk kaynakları arasında yer alan ülke riskinin var olduğu bir piyasada faaliyet gösteren işletmelerin hisse senetlerinin, içinde bulunduğu piyasadaki ekonomik, politik, sosyal ve finansal durumlardan farklı şekillerde ve oranlarda etkilendiğine çalışmamızın önceki bölümlerinde yer alan literatür çalışmasında ve teorik bilgilerde yer verilmiştir. Ülke riskinin Borsa İstanbul 100 endeksine kayıtlı olarak faaliyet gösteren 12 adet Ticari Banka'nın hisse senedi getirilerine etkisi çalışmamızın konusunu oluşturmaktadır.

Araştırmanın amacı; bugüne kadar ülke riski ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki üzerine yapılan akademik çalışmalarını daha özele indirgeyerek 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık dönemde ülke riskinin, BİST 100 endeksine kayıtlı olarak faaliyet gösteren 12 adet Ticari Bankanın hisse senedi getirilerini etkilediği düşünülen bağımlı bağımsız ve kontrol değişkenlerinin belirlenerek, bu değişkenler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi, oluşturulan ekonometrik model aracılığıyla test etmektir.

Ayrıca, oluşturulan ekonometrik model aracılığıyla yapılan test sonucunda elde edilecek olan, ülke riski ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, ilişkinin yönü ve miktarı tespit edilerek literatüre katkı sağlanmaya çalışılacaktır.

Araştırma 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık süreyi kapsamaktadır. Araştırmaya konu olan firmalar, 11 yıllık süre zarfında 3'er aylık çeyrek dönemler itibariyle 44 dönemde verileri yayınlanan, BİST 100 endeksine kayıtlı faaliyet gösteren 12 adet Ticari Banka'dan oluşmaktadır.

Araştırmada BİST 100 endeksinde yer alan bankacılık sektörünün kullanılmasındaki amaç; bankacılık sektörünün, finansal enstrümanların değerlendirilmesinde oynadığı rol, sermaye piyasalarındaki para ve maliye politikalarının yönlendirilmesi, likiditenin belli sınırlarda korunması, finansal kaynakların çok büyük bir bölümünün bankalar tarafından toplanması ve bankalar tarafından kullanılması, küreselleşme nedeniyle yabancı ülke ekonomilerindeki ekonomik, politik ve finansal krizlerden önemli ölçüde etkilenen bir sektör olması ve bu etkinin ülke ekonomisinde olumsuz sonuçlara sebep olması neticesinde, bankacılık sektörünün finansal sistemin temelini oluşturmasıdır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada, ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için ekonometrik yöntem olarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır.

Ekonometrik çalışmalar genel olarak, zaman serisi analizi ve yatay kesit veri analizi yöntemleri kullanılarak çözümlenmektedir. Zaman serileri ile ilgili yapılan çalışmalarda zaman boyutu üzerinde durulmakta, yani analizdeki değişkenlerin bir zaman aralığındaki değerleri dikkate alınmakta iken, yatay kesit çalışmalarda ise tek bir zaman noktasındaki farklı değişkenler karşılaştırılmaktadır.

Zaman serileri ve yatay kesit verilerinin bir arada kullanıldığı analizler ise panel veri analizi adını almaktadır²⁸⁶. Diğer bir ifadeyle panel veri analizi; bireyler, ülkeler,

²⁸⁶ Jeffrey M. Wooldridge, "Introductory Econometrics A Modern Approach", Forth Edition, USA: South-Western Cengage Learning, 2009, p.452.

firmalar ve endüstriler gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir²⁸⁷.

Son dönemlerde yapılan ekonometrik çalışmalarda panel veri yöntemi oldukça sık kullanılır hale gelmiştir. Çalışmalarda panel veri yöntemine duyulan ilgideki artışın önemli nedenlerinden biri, panel veri setinde hem yatay kesit verilerin hem de zaman serisi verilerinin birlikte kullanılması araştırmada daha fazla bilgi kullanılmasına ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Dolayısıyla gözlem sayısında artış sağlanmakta ve ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak çoklu doğrusal bağlantı problemi ortadan kaldırılmaktadır²⁸⁸. Diğer bir neden ise; modelde ekonomik bir ilişkinin belirlenmesinde model kapsamındaki diğer değişkenlerle ilişkili olabilen ve gözlenemeyen bireysel özel etkileri kontrol etme isteğidir²⁸⁹.

Yatay kesit ve zaman serisi verilerine birlikte sahip olan panel veri yönteminin uygulayıcılara sağladığı bazı avantajlar aşağıdaki gibidir²⁹⁰.

1. Sadece yatay kesit veya sadece zaman serisi verilerinin kullanılmasından daha fazla veri kullanma olanağı sağlamaktadır. Böylelikle tahminlerdeki serbestlik derecesi artmakta ve daha etkin tahmin sonuçları elde edilmektedir.
2. Panel veri analizinde değişkenler arasındaki çoklu bağlantı sorununa daha az rastlanmakta olup, dolayısıyla daha güvenilir sonuçlar elde edilmektedir.
3. Zaman serisi ve yatay kesit analizlerinde heterojenlik kontrol edilemediği için sonuçların sapmalı olma riski vardır. Panel veri analizinde ise bireysel heterojenlik kontrol edilebilmektedir.
4. Panel veri analizi sadece gözlenebilen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini dikkate almaz, aynı zamanda gözlenemeyen veya ölçülemeyen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini de inceler.

²⁸⁷ Badi Baltagi, "Econometric Analysis of Panel Data", Third Edition, England, John Wiley&Sons Press, 2005, p.1.

²⁸⁸ Baltagi, "Panel Data: Theory and Applications", Third Edition, Heidelberg: Physica-Verlag, 2005, pp.4-7.

²⁸⁹ Jerry A. Hausman and William E. Taylor, "Panel Data and Unobservable Individual Effects", *Econometrica*, 49(6), 1981, pp.1377-1398.

²⁹⁰ Baltagi, a.g.e., ss. 4-9.; Marno Verbeek, "A Guide to Modern Econometrics", John Wiley&Sons Press, 2004, p. 134.; Peter Kennedy, "**Ekonometri Kılavuzu**", (Çevirenler: Muzaffer Sarımeşeli ve Şenay Açıkgöz), Ankara: Gazi Kitabevi, 2006, s. 331.; Ela Çolpan Nart, "**Panel Veri Analizi**" Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Doktora Programı, Ekonomik Yöntemler Analiz Teknikleri Seminer Sunumu, 2008, ss.1-61.

5. Panel veri seti hem yatay kesit hem de zaman serisi veri setlerinden daha geniş veri setine sahip olduğundan, yani bağımsız değişkenler bir boyut yerine iki boyut da değişebildiklerinden dolayı panel veriye dayanan tahmin ediciler çoğunlukla diğerine göre daha doğru sonuçlar vermektedir. Ayrıca yatay kesit veri seti, panel veri setiyle aynı örnekleme sayısına sahip olsa dahi panel veri setinin kullanılmasının daha etkin tahmin edicileri sağladığı görülmektedir
6. Yatay kesit verileri dinamikler hakkında bir şey söylemezken, zaman serisi verilerinin iyi tahminler yapabilmesi için yeterince uzun olması gerekir ve tüm dinamik davranışlarla ilgilidir. Bu bakımdan panel veri çeşitli birimlerin dinamik tepkileri üzerine mevcut bilgiyi kullanarak çok uzun bir zaman serisine olan ihtiyacı giderebilir.
7. Panel veri mikro birimlerde türdeş olmama durumu (mikro birimlerin hepsinin diğerine ölçülemeyen temel değişkenler açısından farklı olması durumu) ile ilgilenildiğinde kullanılabilir.

Yatay kesit ve zaman serisi verilerini bir araya getirerek bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri analiz için kullanılan temel panel veri regresyon modeli basit bir biçimde şöyle gösterilmektedir²⁹¹.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.1)$$

3.1 nolu denklemde i alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, t alt simgesi zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{it} bağımsız değişkenleri, ε_{it} hata terimini ve α_i sabit kesişim katsayısını göstermektedir²⁹².

Panel veri analizi tahminlerinde iki temel yöntem kullanılmaktadır. Bunlar, sabit etkiler modeli ve tesadüfî etkiler modelidir. Sabit katsayısının yatay kesitten yatay kesite ya da zaman içerisinde değişim gösterdiği modeller sabit etkiler modeli (FEM)

²⁹¹ William H. Greene, "Econometric Analysis", Fifth Edition, New York: Prentice-Hall International, Inc, 2002, p.285.

²⁹² Baltagi, a.g.e., pp.11-12.

olarak tanımlanmaktadır.²⁹³. Sabit etkiler modeli her bir yatay kesit birimi için farklı bir sabit değer oluşturmaktadır. Sabit etkiler modelinde “ β ” ile gösterilen eğim katsayılarının değişmediği ancak sabit katsayılarının sadece kesit verileri arasında veya zaman verileri arasında veya her iki veri için de değişme gösterdiği varsayılmaktadır. Farklılaşma yalnızca zamana bağlı olarak oluşuyorsa bu tür modeller tek yönlü zaman bağlı sabit etkiler modeli olarak adlandırılır. Eğer panel verilerde hem zamana hem de kesite göre bir farklılaşma söz konusuysa bu modellere çift yönlü sabit etkiler modeli denmektedir. Ancak panel veri analizlerinde genel olarak kesit etkisi araştırıldığından panel veri modelleri genellikle tek yönlü olarak ele alınmaktadır²⁹⁴. Tek yönlü sabit etkiler modelinin genel ifadesi aşağıdaki gibidir.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.2)$$

3.2 nolu denklemde i alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, t alt simgesi zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{it} bağımsız değişkenleri, ε_{it} hata terimini ve α_i sabit kesişim katsayısını göstermektedir.

Panel veri analizi tahmininde kullanılan ikinci yöntem ise “tesadüfi etkiler modeli”dir. Tesadüfi etkiler modeli diğer ismiyle rassal etkiler modeli (REM), kesitlere ve zamana bağlı olarak meydana gelen değişikliklerin modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilmeleri durumunda söz konusu olur. Tesadüfi etkili modellerin sabit etkili modellere göre üstünlüğü, bu modellerde serbestlik derecesi kaybının ortadan kalkmış olmasıdır. Ayrıca, tesadüfi etkiler modeli, modele örneklem dışındaki etkilerin de dâhil edilmesine imkan sağlamaktadır²⁹⁵.

Tek faktörlü tesadüfi etkiler modelinde μ_i ’lerin sabit katsayılar olmadığı, tersine bağımsız tesadüfi değişkenler olduğu varsayılmaktadır. Tek faktörlü tesadüfi etkiler modelinin genel ifadesi aşağıdaki gibidir:

$$y_{it} = (\alpha_i + \mu_i) + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.3)$$

²⁹³ Murat Çetin ve Eyyup Ecevit, “Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 11(2), 2010, ss.166–182.

²⁹⁴ Cheng Hsiao, “Analysis of Panel Data”, Second Edition, United Kingdom: Cambridge University Press, 2002, p.30.

²⁹⁵ Hsiao, a.g.e., p.31.

Rassal etkiler modelinde, firmaların bireysel etkileri rassaldır. Sabit etkiler modelinden farklı olarak modelde α_i sabit değişkeninin yanında firma verilerindeki bireysel farklılıkları ve sabit zamana göre firmalar arasındaki değişmeyi dikkate alan gözlenemeyen μ_i rassal hatalarının olmasıdır. μ_i "ler birbirinden ve ε_{it} "lerden bağımsızdır²⁹⁶.

Panel veri analiz yöntemlerinde karar verilmesi gereken önemli konulardan bir tanesi sabit etkiler modellerin mi yoksa tesadüfi etkiler modellerin mi kullanılacağıdır²⁹⁷.

Panel veri analizi içerisinde sabit etkiler modeli, sıklıkla kullanılan ve istatistiksel özellikleri açısından arzu edilen özelliklere sahip olan bir modeldir. Ancak tesadüfi etkiler modeli sabit etkiler modeline göre daha etkin sonuçlar veriyorsa, tesadüfi etkiler modeli kullanılmalıdır. Dolayısıyla her ikisi de tutarlı olan fakat etkinliği farklı olan iki model arasında daha etkin olanı tespit etmek gerekebilir. Literatürde, bu etkinlik testi, diğer bir ifadeyle sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasında seçim için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır²⁹⁸. Hausman testinde, tesadüfi etkiler modelinden elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modelinden elde edilen katsayıların aynı olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesi, sabit etkiler modelinin, reddedilememesi ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir²⁹⁹. Hausman testi; birim etki dolayısıyla hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olup olmadığını yani tesadüfi etkili modelin uygun olup olmadığını ölçmektedir. Hausman test istatistiği "Tesadüfi etkiler tahmincisi doğrudur." sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda tesadüfi etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı verilebilecektir. Bu durumda sabit etkili model tercih edilecektir³⁰⁰.

Hausman test istatistiğinin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

²⁹⁶ Vedat Pazarlıoğlu ve Özlem K. Gürler, "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı", 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007, s. 5.

²⁹⁷ Baltagi, a.g.e., p.19-20.

²⁹⁸ Baltagi, "Econometric Analysis of Panel Data", Second Edition, UK: John Wiley&Sons Press, 2001, p.20.

²⁹⁹ Yusuf Bayraktutan ve Işıl Demirtaş, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (22), 2011, ss.1-28.

³⁰⁰ Pazarlıoğlu ve Gürler, "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı", **Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar**, 44(508), 2007, ss.35-43.

H0: $E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır, korelasyon yoktur.

H1: $E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri sabittir, korelasyon vardır.

Bu testte sıfır hipotezinin kabul edilmesi demek rastsal etkiler modelinin sabit etkiler modeline karşı kabul edilmesi demektir³⁰¹.

Dinamik Panel Veri Modellerinde ise; Arellano-Bond (1991) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) sonuçlarının geçerliliği 2 farklı test ile gerçekleştirilebilir. Bunlardan ilki Sargan testi diğeri ise 1. ve 2. sıra otokorelasyon testidir³⁰². Sargan testi, Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen ve modelde kullanılan araç değişkenlerin tam ve doğru olarak kullanılıp kullanılmadığı gösteren testtir. Arellano-Bond (1991) tarafından önerilen 1. ve 2. derece otokorelasyon testi olan Arellano-Bond (AB) testi ise birinci fark modelinin kalıntıları için “ikinci dereceden otokorelasyon yoktur” temel hipotezini sınamak ile aynı şeyi ifade etmektedir. Elde edilecek sonuçlara göre, 2. derece otokorelasyonun istatistiksel olarak anlamsız olması beklenmektedir. İkinci dereceden otokorelasyonu olmayan modeller uygun modellerdir³⁰³. Ayrıca, Dinamik Panel Veri Modeli (GMM) çalışmalarında model tahminlerinin doğru gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği ise Wald testi ile incelenebilir³⁰⁴.

3.3. Araştırmada Kullanılan Model ve Değişkenler

Araştırmada öncelikle modelde kullanılacak olan değişkenleri belirlenmiş, daha sonra, ekonometrik analiz olarak, zaman faktörü ile yatay kesit verilerini birlikte içeren veri setimizin analizinde panel veri analiz yöntemi kullanılarak ülke riskinin ve ülke riskini oluşturan ekonomik, finansal ve sosyo-politik risk faktörlerinin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi araştırılmıştır.

³⁰¹ Recep Kök ve Nevzat Şimşek, “Panel Data Analysis: Unit Root and Cointegration”, **Seminar in Dokuz Eylul University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics**, 2006, s.25.

³⁰² Ömer İskenderoğlu, Erdiñ Karadeniz ve Eyüp Atioğlu, “Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 7(1), 2012, ss.291–311.

³⁰³ Ferda Yerdelen Tatoğlu, “İleri Panel Veri Analizi”, 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2012, ss.99–101.

³⁰⁴ David Roodman, “How to Do xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata”, Center For Global Development Working Paper No: 103, December, 2006, pp.1–44.

Panel veri analizi beş model ile gerçekleştirilmiştir. Araştırmada kullanılan modeller aşağıdaki gibidir:

Model 1. Ülke riskinin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi

$$HSGO_{it-1} = \alpha_{it} + \beta_1 ROA + \beta_2 ALTAK + \beta_3 ROE + \beta_4 URP + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3.4)$$

Model 2. Ülke riskinin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi

$$HSGO_{it-1} = \alpha_{it} + \beta_1 TKTAK + \beta_2 URP + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

Model 3. Finansal riskin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi

$$HSGO_{it-1} = \alpha_{it} + \beta_1 ROA + \beta_2 ALTAK + \beta_3 FRP + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3.6)$$

Model 4. Ekonomik riskin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi

$$HSGO_{it-1} = \alpha_{it} + \beta_1 ROA + \beta_2 BÜY + \beta_3 ERP + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3.7)$$

Model 5. Politik riskin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi

$$HSGO_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BÜY + \beta_2 NKAR + \beta_3 BORÇ + \beta_4 MEV + \beta_5 MATAK + \beta_6 TKTAK + \beta_7 PRP \mu_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.8)$$

Burada;

HSGO = Hisse senedi getiri oranını,

ROA = Aktif karlılığını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

ROE = Özsermaye karlılığını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

MATAK = Mevduat ve alınan krediler toplamının toplam aktiflere oranını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

ALTAK = Alınan kredilerin toplam aktiflere oranını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

TKTAK = Takipteki kredilerin toplam aktiflere oranını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

BÜY = Bankanın büyüklüğünü (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

NKAR = Bankanın net karını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

MEV = Bankanın mevduatını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

BORÇ = Bankanın borçlarını (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

ERP	= Ekonomik risk primini,
FRP	= Finansal risk primini,
PRP	= Politik risk primini,
URP	= Ülke risk primini göstermektedir.

Modellerde kullanılan değişkenler üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar; bağımlı değişkenler, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleridir. Bütün modellerde, bağımlı değişken olarak *hisse senedi getiri oranı* (HSGO) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla; ekonomik risk primi (ERP), finansal risk primi (FRP), politik risk primi (PRP) ve ülke risk primi (URP) değişkenleridir. Kontrol değişkenleri olarak ise, aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), mevduat ve alınan krediler toplamının toplam aktiflere oranı (MATAK), alınan kredilerin toplam aktiflere oranı (ALTAK), takipteki kredilerin toplam aktiflere oranı (TKTAK), banka büyüklüğü (BÜY), bankanın net karı (NKAR), bankanın mevduatı (MEV) ve bankanın borçları (BORÇ) değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin hesaplanmasında hangi verilerden yararlandığı, nasıl hesaplandığı ve hangi çalışmalarda kullanıldığı aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Tanıtılması

Modelde bağımlı değişken olarak Hisse Senedi Getiri Oranı (HSGO) kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kullanılan 12 adet ticari bankanın HSGO' larının hesaplanabilmesi için gerekli veriler BİST web sitesinden elde edilmiştir.

3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Tanıtılması

Modellerde bağımsız değişkenler olarak ekonomik risk primi (ERP), finansal risk primi (FRP), politik risk primi (PRP) ve ülke risk primi (URP) değişkenleri kullanılmıştır. Kullanılan bu risk primleri son dönemde yapılan çalışmalarda oldukça sık kullanılan ve güvenilirliği kabul edilmiş olan ICRG (International Country Risk Guide)'den temin edilmiştir. ICRG ülke riskini toplam 22 faktöre bağlı olarak hesaplamaktadır. Bu faktörlerin 5'i ekonomik risk priminin, 5'i finansal risk priminin ve 12'si ise politik risk priminin hesaplanmasında kullanılmakta olup ICRG' nin ayrıntılı ülke risk metodolojisi Ek-1'de sunulmuştur.

Ekonomik ve finansal risk primlerinin hesaplanmasında en yüksek değer “50” en düşük değer ise “0”dır. En yüksek değer olan "50" söz konusu risk faktörü için en düşük potansiyel riski ifade ederken, en düşük değer olan "0" risk faktörü için en yüksek potansiyel riski ifade etmektedir. Politik risk priminin hesaplanmasında ise en yüksek değer “100” en düşük değer “0” olup risk primi küçüldükçe politik risk artmaktadır. Ülke risk primi ise bu üç risk bileşimini de içine alacak şekilde aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$URP = 0,5 (PRP + FRP + ERP) \quad (3.9)$$

3.5 nolu formül ile hesaplanan ülke risk primi (URP) içerisinde politik riskin ağırlığı % 50, finansal ve ekonomik riskin ağırlığı ise % 25’dir. Hesaplama her risk primi için en yüksek değer en düşük riski göstermektedir.

3.3.3. Kontrol Değişkenlerinin Tanıtılması

Modellerde kontrol değişkenleri olarak bankalara ait finansal oranlar kullanılmıştır. Finansal oranlar olarak; aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), mevduat ve alınan krediler toplamının toplam aktiflere oranı (MATAK), alınan kredilerin toplam aktiflere oranı (ALTAK), takipteki kredilerin toplam aktiflere oranı (TKTAK), banka büyüklüğü (BÜY), bankanın net karı (NKAR), bankanın mevduatı (MEV) ve bankanın borçları (BORÇ) değişkenleri kullanılmıştır.

Kontrol değişkenlerinin hesaplanabilmesi için gerekli veriler Bankalar Birliği ve Kamu Oyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sitelerinden elde edilmiştir.

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri aktif karlılığı (ROA) dır. ROA aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$ROA = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktif} \quad (3.10)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri özsermaye karlılığı (ROE) dir. ROE aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$ROE = \text{Net Kar} / \text{Özsermaye} \quad (3.11)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri mevduat ve alınan krediler toplamının toplam aktiflere oranı (MATAK) tır. MATAK aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{MATAK} = \text{Mevduat} + \text{Alınan Krediler} / \text{Toplam Aktif} \quad (3.12)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri alınan kredilerin toplam aktiflere oranı (ALTAK) tır. ALTAK aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{ALTAK} = \text{Alınan Krediler} / \text{Toplam Aktif} \quad (3.13)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri takipteki kredilerin toplam aktiflere oranı (TKTAK) tır. TKTAK aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{TKTAK} = \text{Takipteki Krediler} / \text{Toplam Aktif} \quad (3.14)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri banka büyüklüğü (BÜY) tür. BÜY aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{BÜY} = \text{Log} (\text{Aktif Toplamı}) \quad (3.15)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri bankanın net karı (NKAR) dır. NKAR değişkeni bankalara ait bilanço tablolarından temin edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{NKAR} = \text{Log} (\text{NKAR}) \quad (3.16)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri bankanın mevduatı (MEV) dır. MEV değişkeni bankalara ait bilanço tablolarından temin edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{MEV} = \text{Log} (\text{MEV}) \quad (3.17)$$

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden bir diğeri ise bankanın borçları (BORÇ) dır. BORÇ değişkeni bankalara ait bilanço tablolarından temin edilmiş ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{BORÇ} = \text{Log} (\text{BORÇ}) \quad (3.18)$$

Panel veri analizinde kurulan modellerde kullandığımız kontrol değişkenleri finans literatüründe birçok çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Söz konusu değişkenlerin kullanıldığı çalışmaların bazıları Tablo 3.1' de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Modeldeki kontrol değişkenlerinin kullanıldığı bazı çalışmalar

Kontrol Değişkenleri	Çalışmalar
ROA	Amato ve Wildor, (1985); Glancey, (1998); Fitzsimmons, Steffens ve Douglas, (2005); Asimakopoulous, Samitas ve Papadogonas, (2009); Vijayakumar ve Devi, (2011); Kouser, ve diğ., (2012); Delmar, McKelvie ve Nennberg; (2013); Albayrak ve Akbulut, (2008); Coşkun ve Kök, (2011); Poyraz, (2012); Acaravcı (2004), Demirhan (2009), Güloğlu ve Bekçioğlu(2001), Kabakçı (2007), Karadeniz (2008), Turan (2006); Çakır ve Küçükkaplan, (2012); Ayriçay ve Türk, (2014)
ROE	Albayrak ve Akbulut, (2008); Poyraz, (2012); Kabakçı (2007), Başaran (2008); Çakır ve Küçükkaplan,(2012)
MATAK	Naceur ve Goaid (2001), Bashir (2003), Pratomo ve Ismail (2006), Kosmidou (2007); Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, (2011)
ALTAK	Naceur ve Goaid, (2001); Bashir (2003), Pratomo ve Ismail (2006), Kosmidou (2007)
TKTAK	Ganioğlu ve Us, (2014), Koyuncu ve Saka, (2011); Kurtaran Çelik, (2010)
BÜY	Hall ve Weiss, (1967); Sumeuls ve Smyth, (1968); Ammar, Hanna, Nordheim ve Russell, (2003); Rahaman, (2011); Kouser vd., (2012); Wu ve Yeung, (2012); McConel ve Servaes, (1990); Tunaboylu, (2008); Chen (2004), Frank ve Goyal (2009), Kabakçı (2007), Turan (2006); Kar ve Pentecost (2000)
NKAR	Albayrak ve Akbulut,(2008); Poyraz, (2012)
MEV	Vurur ve Özen, (2013); Chang vd.(2010); Kar ve Pentecost (2000)
BORÇ	Düzer, (2008); Aygün, (2012)

Yukarıdaki değişkenler kullanılarak oluşturulan modeller *Stata 11* yazılım programı kullanılarak test edilmiştir.

3.4. Model Çalışmasına İlişkin Bulgular

Modellerin çalışması sonucunda ortaya çıkan sonuçlar sırasıyla; tanımlayıcı istatistiklerin yorumlanması, değişkenler arası ilişkilerin yorumlanması ve model uygulamasına ait ana regresyon sonuçları olmak üzere üç ayrı başlıkta değerlendirilmiştir.

3.4.1. Tanımlayıcı (Temel) İstatistiklerin Yorumlanması

Modeldeki değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.2' de verilmektedir.

Tablo 3.2. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum Değer	Maximum Değer
HSGO	465	.4699939	3.457932	-13.51546	68.86929
ROA	525	.0116363	.0095651	-.0069	.1255436
ROE	525	.110692	.1154467	-.1492595	1.786366
MATAK	525	.7451813	.0629098	.2040403	1.158133
ALTAK	525	.1200128	.0594579	.0099356	.5790664
TKTAK	524	.024702	.0150618	.001563	.1299156
BUY	525	7.360685	.6101192	6.013143	8.383131
NKAR	522	5.314369	.8062078	2.705864	6.563357
MEV	525	7.153194	.6025754	5.792807	8.085782
BORC	525	7.30922	.6093446	5.962065	8.333899
ERP	528	32.92045	2.876872	26.5	36
FRP	528	32.86364	2.124307	27.5	37
PRP	528	61.125	4.659721	54	70.5
URP	528	63.45455	2.45603	56.5	68.5

Tabloya göre hisse senedi getiri oranını ifade eden HSGO' nun ortalaması yaklaşık % 5 iken, minimum değeri - % 13,5 ve maksimum değeri ise % 68'dir.

Ülke riski değişkenleri incelendiğinde ise, ekonomik risk priminin ortalaması 32,92, finansal risk priminin ortalaması 32,86, politik risk priminin ortalaması 61,12 ve ülke risk priminin ortalaması da 63,45 olarak gerçekleşmiştir. Tablodaki sonuçlara göre çıkan ortalamalar ve Ek-1 de verilen PRS-ICRG Ülke Risk Değerlendirme Metodolojisi baz alındığında ilgili dönemlerde Türkiye'de ekonomik ve finansal riskin yüksek düzeyde olduğu, politik riskin ve ülke riskinin orta düzeyde risk sınıfına girdiği söylenebilir.

3.4.2. Değişkenler Arasındaki İlişkinin Yorumlanması

Modeldeki bağımlı değişkeni açıklayan değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 3.3'te gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
HSGO(1)	1,000													
ERP(2)	-0,0023	1,000												
FRP(3)	-0,0008	0,0711	1,000											
PRP(4)	0,1073	-0,3200	-0,1379	1,000										
URP(5)	0,0988	0,3189	0,3704	0,6865	1,000									
BÜY(6)	-0,0377	0,2852	0,1178	-0,3817	-0,1366	1,000								
MATAK(7)	-0,0114	-0,1105	-0,1828	0,2296	0,0667	-0,3606	1,000							
ROA(8)	0,4138	0,0100	0,0551	0,1047	0,1292	0,2255	0,0632	1,000						
ROE(9)	0,5707	-0,0049	0,0052	0,1088	0,1015	0,0041	0,0017	0,6880	1,000					
ALTAK(10)	-0,0485	0,1206	-0,1165	0,2290	0,2320	-0,1683	0,3488	-0,0223	-0,0661	1,000				
TKTAK(11)	0,0461	-0,0204	0,0996	-0,1497	-0,1067	-0,2170	-0,0616	-0,0403	0,0909	-0,4051	1,000			
NKAR(12)	0,0483	0,2709	0,1320	-0,2886	-0,0512	0,9128	-0,2426	0,5071	0,0928	-0,1180	-0,2083	1,000		
MEV(13)	-0,0359	0,2717	0,1131	-0,3840	-0,1488	0,9956	-0,3037	0,2342	0,0088	-0,2114	-0,1958	0,9126	1,000	
BORÇ(14)	-0,0358	0,2866	0,1123	-0,3788	-0,1342	0,9997	-0,3533	0,2259	0,0062	-0,1649	-0,2203	0,9126	0,9956	1,000

Tablo 3.3 incelendiğinde ülke risk primlerinin kendi aralarındaki ilişkiye bakıldığında; ülke risk primi ile ekonomik risk primi arasında pozitif yönlü 0,31'lik, finansal risk primi ile arasında 0,37 'lik, politik risk primi ile arasında 0,68'lik bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ekonomik risk primi ile finansal risk primi arasında pozitif yönlü 0,07' lik, politik risk primi arasında ise negatif yönlü 0,32' lik ilişki olduğu ve finansal risk primi ile politik risk primi arasında ise yine negatif yönlü 0,13' lük bir ilişki olduğu görülmektedir.

Modele eklenen kontrol değişkenleri ile ülke risk primi arasındaki ilişkilere bakılacak olursa; MATAK, ROA, ROE ve ALTAK ile URP arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, BÜY, TKTAK, MEV ve BORÇ ile URP arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

3.4.3. Model Uygulamasına Ait Ana Regresyon Sonuçları

2003–2013 yılları arasında ülke riskinin hisse senedi getiri oranları üzerindeki etkilerine ilişkin oluşturulan modellerin panel veri analizi ile test edilmesinden elde edilen sonuçlar Tablo 3.4' te gösterilmiştir.

Tablo 3.4. Panel Veri Sonuçları

Tüm modellerde bağımlı değişken olarak HSGO kullanılmıştır.	MODEL 1 GMM	MODEL 2 GMM	MODEL 3 GMM	MODEL 4 GMM	MODEL 5 RE(AL)
HSGO -1	-0.912*** (0.030)	-0.060 (0.047)	-0.340** (0.155)	-0.336** (0.144)	
ROA	34.341 (49.025)		243.98*** (22.047)	227.83*** (24.088)	
ROE	3.70*** (4.00)				
MATAK					-9.969** (4.161)
ALTAK	-1.552 (4.651)		-4.520 (13.405)		
TKTAK		32.072** (15.575)			14.094 (13.640)
BUY				4.761 (4.857)	-43.13*** (13.518)
NKAR					2.484*** (0.495)
MEV					4.770 (4.070)
BORC					35.161*** (12.543)
ERP				0.090*** (0.021)	
FRP			-0.066** (0.031)		
PRP					0.067* (0.042)
URP	0.137** (0.041)	0.231*** (0.078)			
Cons					16.667** (7.147)
Grup Sayısı	12	12	12	12	12
Gözlem Sayısı	441	441	441	441	462
Wald χ^2 (prob)	0.0000	0.0069	0.0000	0.0000	0.0000
Sargan χ^2	9.0861 (1.000)	411.044 (0.393)	9.7950 (1.000)	7.2138 (1.000)	
AR(1) için Arellano-Bond Testi(p değeri)	-0.94817 (0.3430)	-14.523 (0.0000)	-1.0295 (0.3032)	-1.0138 (0.3107)	
AR(2) için Arellano-Bond Testi(p değeri)	-1.5515 (0.1208)	-0.71204 (0.4764)	-1.0898 (0.2758)	-0.97568 (0.3292)	
Durbin Watson					2.0194
Baltagi LBI					2.0681
*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir.					

Çalışmada kullanılan 1, 2, 3 ve 4 nolu modellerin analizinde dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan ve Arellano-Bond (1991) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemi kullanılmıştır. Modellerin analizinde GMM yöntemi ile birlikte, modelde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını gösteren Wald testi, modelde kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olup olmadığını gösteren Sargan testi ve modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını gösteren Arellano-Bond (AB) testi kullanılmıştır.

Tablo 3.4' e bakıldığında Wald testi sonucuna göre, açıklayıcı değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğu, Sargan testi sonucunda, kullanılan araç değişkenlerinin geçerli olduğu yani modellerin uygun olduğu ve Arellano-Bond'un otokorelasyon testi sonucunda ise, birinci dereceden negatif otokorelasyon olduğu, fakat beklendiği gibi ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir.

Çalışmada kullanılan 5 nolu modelin analizinde değişken grupları ve zaman dönemleri arasında istatistiksel bilgiler elde etmek için ve yapılan Hausman testi sonucunda modele ait p değeri 0.05'den küçük olduğu için ($H_0: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rassaldır, korelasyon yoktur) Rassal Etkiler Modeli (The Random Effects Model, REM) yöntemi kullanılmıştır. Panel veri setlerinde otokorelasyon testi için klasik Durbin-Watson veya Breusch-Godfrey testi uygulanamamaktadır³⁰⁵. Literatürde bu testlerin yerine Bhargava vd. (1982) tarafından önerilen panel veri setleri için ayarlanmış Durbin-Watson testi ve Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilmiş LBI istatistiği kullanılmaktadır. Çalışmada kullanılan 5 nolu modelin analizinde REM yöntemi ile birlikte, modelde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını gösteren Wald testi, modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını gösteren Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu LBI istatistiği kullanılmıştır.

Tablo 3.4' e bakıldığında Wald testi sonucuna göre, açıklayıcı değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğu, Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI otokorelasyon testi sonucunda ise otokorelasyon sorunu olmadığı görülmektedir.

Modellerin çalışmasıyla birlikte bağımlı değişkeni açıklayan 5 farklı model için aşağıdaki denklemler elde edilmiştir.

³⁰⁵ Alok Bhargava, Luisa Franzini and Wiji Arulampalam nee Narendranathan, "Serial Correlation and the Fixed Effects Model", **Review of Economic Studies**, 49, 1982, pp. 533-549.

$$HSGO_{it-1} = 34.341ROA - 1.552ALTAK + 3.70ROE + 0.137URP$$

$$HSGO_{it-1} = 32.072TKTAK + 0.231URP$$

$$HSGO_{it-1} = 243.98ROA - 4.520ALTAK - 0.066FRP$$

$$HSGO_{it-1} = 227.83ROA + 4.761BÜY + 0.090ERP$$

$$HSGO_{it} = 16.667 - 43.13BÜY + 2.484NKAR + 35.161BORÇ + 4.770MEV - 9.969MATAK + 14.094TKTAK + 0.067PRP$$

Modelin çalıştırılması sonucunda ekonomik risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki, politik risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında benzer şekilde istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı % 5 seviyesinde negatif bir ilişki tespit edilmiş ve ülke risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında ise istatistiksel olarak % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ülke risk endekslerinin yüksek olmasının daha düşük risk primlerini gösterdiği Ek-1 de verilmiştir. Bu kaniya göre ekonomik, politik, finansal ve ülke risk primlerinin artması hisse senedi getiri oranlarını azaltıcı etkide bulunmaktadır.

Panel veri analiz sonuçlarına göre, ülke riski değişkenleri ile ilgili elde edilen bulgular, ekonomik risk primlerinde, politik risk primlerinde ve ülke riski primlerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına olumsuz şekilde yansıtacağını, hisse senedi getiri oranlarını azaltacağını göstermektedir. Ülke riski, politik risk ve ekonomik risk değişkenleri ile ilgili elde edilen bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Erb vd. (1996), 117 ülkede yaptıkları çalışmada ülke riski ile hisse senetleri fiyatı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Bekaert (1995), Bekaert ve Harvey (1997), politik riskteki artışın piyasa performansını düşürdüğünü ve getiri oranlarını azalttığını iddia etmişlerdir. Richards ve Deddouche (1999), gelişmekte olan piyasalardaki bankaların verilerini kullanarak bankaların piyasa değeri üzerinde ülke riskinin etkisini araştırmış ancak istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Bansal ve Dahlquist (2001), 9 ülkede ICRG ekonomik risk primi ile finansal risk primi değişkenleri kullanarak, bu değişkenlerin hisse senetleri üzerinde olumsuz yönde etkili oldukları sonucuna varmışlardır. Hassan vd. (2003), 1984–1999 dönemi için 10 orta

Asya ve Afrika ülkesi üzerine GARCH yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada, hisse senedi piyasası dalgalanmaları ve getiri tahminlerinde ülke riskinin önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Damodaran (2003), ülke riskinin diğer riskler gibi firma değeri üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir. Bekaert ve Harvey (2003) ve Mateus (2004) hisse senetleri getirileri üzerinde yaptıkları çalışmalarda ülke riskindeki artışların hisse senetlerinin getiri oranlarını azatlığını tespit etmişlerdir. Zhang ve Zhao (2004) Çin sermaye piyasasında yaptıkları çalışmada ülke riski bileşenlerinden politik riskin firma değeri üzerinde önemli derecede etkili olduğunu saptamışlardır. Yapraklı ve Güngör (2007), İMKB’de 1986–2006 yılları kapsayan çalışmalarında benzer şekilde ICRG’ den elde ettikleri ekonomik, politik ve finansal risk primlerinin hisse senetlerinin piyasa değerini olumsuz yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Sabal (2008) ise, ülke riskinin CAPM iskonto oranına eklendiğini ve bu durumun nakit akımlarını değiştirdiğini, dolayısıyla da firma değerini etkilediğini savunmuştur.

Ancak; panel veri sonuçlarına göre, finansal risk değişkeni ile hisse senedi getiri oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgu; Perotti ve Oijen (2001), ülke riski kapsamında finansal riskin piyasa performansı üzerinde etkisinin olmadığı yönündeki elde ettikleri bulguyu destekler niteliktedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık dönemde ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinden ekonomik risk primi ve politik risk priminin BİST’ 100 endeksine kayıtlı ticari bankaların hisse senedi getiri oranlarını negatif etkilediği ortaya konulmuş olmaktadır. Aşağıda çalışmanın genel değerlendirmesi yapılacak, sonuç ve öneriler ortaya koyulacaktır.

DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

20. yüzyılın sonlarına doğru, dünya piyasalarında gelişmekte olan ülkelerin sürekli artan fon ihtiyaçları ve bu fonların ulusal kaynaklarla sağlanamaması, beraberinde ülkelerarası ekonomik, politik, kültürel, sosyal, teknolojik, vb. gibi alanlarda dayanışma ve bütünleşmenin sağlanabilmesi için küreselleşme olgusunun hız kazanmasına neden olmuştur. Küreselleşme ile birlikte yabancı sermayenin ulusal kalkınmaya olan katkısı ön plana çıkmış ve ülkeler birbirleriyle sıkı ilişkiler içerisine girmiştir. Sermayenin uluslararası piyasalarda serbest dolaşımı hız kazanmış ve ulusal pazarlar yerini dünya pazarlarına bırakmıştır. Bu durum ülkelerin, işletmelerin ve uluslararası yatırımcıların dünya pazarından daha çok pay alabilmeleri için kıyasıya bir rekabet ortamı içerisine girmelerine zemin hazırlamıştır. Ayrıca yatırımcılara; kaliteli üretim, üretimin artırılması ve maliyetlerin düşürülmesi için ar-ge çalışmalarının geliştirilmesine, ithalat ve ihracatta daha karlı ve daha güvenilir pazar arayışı içerisinde bulunmalarına neden olmaktadır.

1980'li yılların başından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının küreselleşmesi, bütünleşmesi ve gün geçtikçe artan teknolojik gelişmeler, ülkelerin ihtiyaç duydukları fonları uluslararası piyasalardan yani yabancı sermaye yatırımlarından temin etmeleri uluslararası ticaretin önemini artırmıştır. Ulusal kalkınmada ve ekonomik büyümede önemli bir sermaye kaynağı olan yabancı sermayenin ülkeye çekilebilmesi için ülkeler, rekabet güçlerini artırmak ve yatırımcılara daha elverişli koşullar hazırlamak zorunda kalmaktadır. Küreselleşmenin etkisiyle ülkelerin en önemli uluslararası faaliyetlerinden biri haline gelen yabancı sermaye yatırımları, işgücünün gelişmesi, yabancı teknolojilerin transfer edilmesi, ithalat, ihracat ve istihdamların artırılması, yeni pazarlama yöntemleri ve dünyadaki kaynakların etkin ve verimli kullanılması gibi katkılar sağlamaktadır. Bunun yanında küreselleşme neticesinde yabancı sermaye yatırımlarının artması sağladığı katkıların yanında bazı olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir. Örneğin, bir ülkede takip edilen politikalar beraberinde bütün ülkeleri etkiler hale gelmekte, herhangi bir ülkede yaşanan finansal krizlerin ise, diğer ülkelere yayılma ihtimali artmaktadır. Dolayısıyla uluslararası yatırımcılar, yatırımları aracılığıyla kar elde etmek isterken, katlanmaları gereken riskler artmakta ve yatırımlarından kaynaklanan ülke riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Ülke riski, yatırım yapılacak veya kredi açılacak olan bir ülkenin dış borçlarını ödeyebilme kapasitesi olarak ifade edilmekte olup kredi verilen bir ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme isteği olan politik risk ve yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyeti olan ekonomik ve finansal risk unsurlarının yansımasıdır. Ülke riski bileşenlerinden biri olan ekonomik risk, GSYİH, enflasyon oranı, gelir dağılımı gibi makroekonomik değişkenlere bağlı olarak oluşmaktadır. Finansal risk, daha çok piyasaların küreselleşmesi ve çok değişken olmasından kaynaklanmakta ve dış borç, döviz kuru, faiz oranı gibi makroekonomik değişkenlere bağlı olarak meydana gelmektedir. Politik risk ise, hükümet politikaları sonucu yatırımlarda meydana gelebilecek etki unsurlarıdır. Askeri darbeler, savaşlar, kamu düzeni, yolsuzluk vb. faktörler politik riski oluşturmaktadır. Ekonomik risk, sosyo-politik risk ve finansal risk' in bileşiminden hesaplanan ülke riski, uluslararası yatırımcılar tarafından bizzat hesaplanabileceği gibi çeşitli derecelendirme kuruluşları ve şirketleri tarafından da farklı etmenler dikkate alınarak ve farklı metodolojiler kullanılarak hesaplanmaktadır. Bu çalışmada kullanılan ülke risk verileri, son dönemde yapılan çalışmalarda oldukça sık kullanılan, güvenilirliği kabul edilmiş olan ve kurulduğu 1980 yılından günümüze kadar düzenli olarak ülke risk ölçümü yapan International Country Risk Guide (ICRG)' den temin edilmiştir. ICRG' nin ülke risk ölçümlerinde kullandığı ayrıntılı ülke risk metodolojisi ise Ek-1 de sunulmuştur.

Derecelendirme şirketleri ve kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları, alınan kararlar ve yapılan açıklamalar, dünya ekonomisini derinden etkilemekte, ülkelere, işletmelere ve uluslararası yatırımcılara, yapacakları yatırımlarda danışmanlık hizmeti vermektedirler. Bu kuruluşlar, düzenli olarak verdikleri kredi notları sayesinde, borç talep eden ülkeler ile borç arz eden ülkeler arasında önemli bir arzi karşılamaktadırlar.

Bir ülkede ülke riskinin artması veya azalması sonucu, o ülkenin sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmalar ve yatırımcılar olumlu ya da olumsuz olarak etkilenmektedirler. Ülke riski firmaların değerini ve dolayısıyla firmalar tarafından ihraç edilen hisse senedi fiyatlarını ve getirilerini etkilediğinden hisse senedi fiyatlarına etki eden faktörlere ülke riskinin de eklenmesi gerekmektedir. Yani, çalışmanın birinci bölümünde açıklanan, hisse senedi fiyatlarına etki eden faktörler olan, işletme içi faktörler, işletme dışı faktörler, endüstri ile ilgili faktörler ve diğer faktörlere,

uluslararası piyasalarda faaliyette bulunan firmaların hisse senetlerine yapılacak olan yatırımlardan doğacak olan ülke riskinin de eklenmesi gerekmektedir. Bu durumda firmaların hisse senetlerine yatırım yapacak olan yatırımcıların, yatırım kararlarında ülke riskini dikkate almaları sağlanacaktır.

Araştırma 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık süreyi kapsamaktadır. Araştırmaya konu olan firmalar, 11 yıllık süre zarfında 3'er aylık çeyrek dönemler itibariyle 44 dönemde verileri yayınlanan, BİST 100 endeksine kayıtlı faaliyet gösteren 12 adet Ticari Banka'dan oluşmaktadır. Araştırmada bankacılık sektöründe yer alan firmaların kullanılmasındaki amaç, tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal kaynakların çok büyük bir bölümünün bankalar tarafından toplanması ve bankalar tarafından kullanılması neticesinde bankacılık sektörünün finansal sistemin temelini oluşturmasıdır.

Çalışmada, ülke riskinin Borsa İstanbul' da işlem gören 12 adet ticari bankanın hisse senedi getiri oranlarına etkisini ölçmeye yönelik oluşturulan ekonometrik modeller *Stata 11* yazılım programı ile 'panel veri analizi' yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Son dönemlerde yapılan çalışmalarda oldukça sık kullanılan panel veri analiz yöntemi hem yatay kesit verileri hem de zaman seri verilerini birlikte kullanarak daha fazla gözlem ve bilgi kullanılmasına olanak sağlayan bir ekonometri programıdır. Hisse senedi getiri oranları kullanılan 12 adet ticari banka panel veri analizinin yatay kesit boyutunu, 11 yıllık süredeki toplam 44 dönem ise zaman serisi boyutunu oluşturmaktadır.

Modelde bağımlı değişken olarak hisse senedi getiri oranı, bağımsız değişken olarak, ekonomik, politik, finansal risk primleri (Ek-1) ve ülke risk primi (Formül 3.10) kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise; Aktif karlılığı (Formül 3.11), özsermaye karlılığı (Formül 3.12), mevduat+alınan krediler/ toplam aktif (Formül 3.13), alınan krediler/toplam aktif (Formül 3.14), takipteki krediler/toplam aktif (Formül 3.15), banka büyüklüğü (Formül 3.16), banka net karı (Formül 3.17), banka mevduatı (Formül 3.18) ve banka borçları (Formül 3.19) kullanılmıştır. Literatürde ülke riski ile ilgili yapılan çalışmalardaki genel kanı ülke risk bileşenlerinin hisse senedi getirilerini negatif etkilediği yönündedir.

Çalışmada, tanımlayıcı istatistiklerin yorumlanması tablo 3.2' de verilmiştir. Tablodaki ülke risk değişkenleri incelendiğinde, ekonomik risk priminin ortalaması

32,92, finansal risk priminin ortalaması 32,86, politik risk priminin ortalaması 61,12 ve ülke risk priminin ortalaması da 63,45 olarak bulunmuştur. Tablodaki ortalamalar ve Ek-1 de verilen PRS-ICRG metodolojisi baz alındığında, Türkiye’de 2003–2013 yılları arasındaki dönemlerde ekonomik ve finansal riskin yüksek düzeyde olduğu, politik riskin ve ülke riskinin orta düzeyde risk sınıfına girdiği görülmektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkiler ise tablo 3.3.’de gösterilmiştir. Tabloda, ülke risk primlerinin kendi aralarındaki ilişkiye bakıldığında; ülke risk primi ile ekonomik risk primi arasında pozitif yönlü 0,31’lik, finansal risk primi ile arasında 0,37’lik, politik risk primi ile arasında 0,68’lik bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu durum literatüre paralel olarak ülke risk bileşenleri olan ekonomik, politik ve finansal risk primlerindeki artışın ülke riskini artıracak anlamına gelmektedir. Ülke risk bileşenlerinin kendi aralarındaki ilişkilerine bakılacak olursa; ekonomik risk primi ile finansal risk primi arasında pozitif yönlü 0,07’ lik, politik risk primi arasında ise negatif yönlü 0,32’ lik ilişki olduğu görülmektedir. Finansal risk primi ile politik risk primi arasında ise yine negatif yönlü 0,13’ lük bir ilişki bulunmuştur.

Modellerin çalıştırılması ile elde edilen panel veri sonuçları Tablo 3.4’ te sunulmuş ve bağımlı değişkeni açıklayan 5 farklı model için aşağıdaki denklemler elde edilmiştir.

$$HSGO_{it-1} = 34.341ROA - 1.552ALTAK + 3.70ROE + 0.137URP$$

$$HSGO_{it-1} = 32.072TKTAK + 0.231URP$$

$$HSGO_{it-1} = 243.98ROA - 4.520ALTAK - 0.066FRP$$

$$HSGO_{it-1} = 227.83ROA + 4.761BÜY + 0.090ERP$$

$$HSGO_{it} = 16.667 - 43.13BÜY + 2.484NKAR + 35.161BORÇ + 4.770MEV - 9.969MATAK + 14.094TKTAK + 0.067PRP$$

Panel veri denklemlerine göre ulaşılan sonuçlar şu şekildedir:

1) Modelin çalıştırılması sonucunda ülke risk bileşenleri olan; ekonomik risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki, politik risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında benzer şekilde istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal risk primi

ile hisse senedi getiri oranı arasında ise istatistiksel olarak % 5 seviyesinde anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

2) Ülke risk primi ile hisse senedi getiri oranı arasında ise istatistiksel olarak % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

3) Panel veri analiz sonuçlarına göre, ülke riski değişkenleri ile ilgili elde edilen bulgular, ekonomik risk primlerinde, politik risk primlerinde ve ülke riski primlerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına olumsuz şekilde yansıtacağını, hisse senedi getiri oranlarını azaltacağını göstermektedir.

Özetlemek gerekirse; yapılan panel veri analizi ile Türkiye’de 2003–2013 yılları arasındaki 11 yıllık dönemde ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinden ekonomik risk primi ve politik risk priminin BİST’ 100 endeksine kayıtlı ticari bankaların hisse senedi getiri oranlarını negatif etkilediği ortaya konulmuş olmaktadır. Elde edilen bu sonuç, literatürdeki ülke riski ile ilgili yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçları destekler niteliktedir. Dolayısıyla ülke riski kavramı, sınır ötesi yatırımlarda dikkate alınması gereken en önemli faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırımcıların, uluslararası piyasalarda yatırım kararı alırken, yatırım yapacakları ülkenin izlediği ekonomi, sosyal, siyasi vb. politikalarını inceleyip, ülkenin barındırdığı risk faktörlerini belirlemeleri veya derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan ülke risk analizlerini dikkate almaları gerekmektedir. Böylece yatırım yapacakları ülkenin yükümlülüklerini karşılayabilme kapasitesini ölçerek, daha önce barındırdığı riskleri halen koruyup korumadığını belirleyerek ve yatırım yapılacak ülkeyi farklı coğrafyalarda bulunan, farklı ekonomik gelişmişliğe sahip ülkelerle karşılaştırarak sağlıklı ve doğru bir yatırım kararı almaları sağlanacaktır. Bu çerçevede yatırımcıların risk unsurlarıyla karşılaşmamaları için alacakları tedbirlerin yanında ülkelerin de alması gereken tedbirler bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Türkiye, gelişmiş ülkeler statüsüne erişebilmek için uyguladığı ekonomi politikaları nedeniyle, geçmişten günümüze birçok ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. 2000 yılının Kasım ayında meydana gelen ekonomik kriz ile özellikle Türk bankacılık sektörü derinden etkilenmiş, krizlerin etkisiyle bankalar likidite sorunları nedeniyle büyük kayıplar yaşamıştır. 2000 yılı krizinin de etkisiyle 2001 yılı Şubat ayında ülkede meydana gelen tartışma ve

anlaşmazlık, ikinci bir krizi tetiklemiştir. 2001 krizi, özellikle politik istikrar ile ilgili endişelere neden olmuştur. Bu durum İMKB'nin aşırı değer kaybetmesini, faiz, enflasyon ve döviz oranlarında ciddi artışları ve piyasadaki talepte düşüşleri beraberinde getirmiştir. Yakın tarihte Türkiye'yi olumsuz etkileyen en önemli krizlerden olan 2000 ve 2001 krizleri, ülkedeki yabancı yatırımcıların, ülkedeki yatırımlarını keserek, sermaye piyasasından hızla çekilmelerine neden olmuş ve ülke riski kavramını ve önemini gündeme getirmiştir.

2002 yılından itibaren, alınan ekonomik önlemler ve politikalar neticesinde; bankacılık sektörü başta olmak üzere, sermaye piyasalarında görülen, krizlerin neden olduğu olumsuz sonuçlar, yerini her geçen gün hızla büyüyen ve gelişen ülkeler arasına girmeye yaklaşan Türkiye'ye bırakmıştır.

Türkiye' de son 10 yılda ekonomik, politik ve finansal gelişmeler dikkate alındığında, 2004 te Brüksel' de gerçekleştirilen AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesinde, Türkiye' nin siyasi kriterleri yeterince karşıladığı belirtilerek 2005 yılı itibariyle AB üyelik müzakerelerinin başlatılması kararı alınmıştır. 2005 yılı itibariyle AB üyeliği için başlatılan reform süreci ile ekonomi, politika, demokrasi, yargı ve insan hakları gibi daha birçok alanda yapılan çalışmalar bu alanlarda ülkenin gelişmiş standartlara ulaşmasına, gelişmesine ve kalkınmasına olanak sağlamaktadır. 12 Eylül 2010 tarihinde yapılan referandum, bu reform sürecinde atılan en önemli adımlardan biri olup, sermaye piyasasında oldukça olumlu sonuçlara ve gelişmelere neden olmuştur.

ABD piyasalarında meydana gelen ve 2009 yılı başlarında küreselleşmenin etkisiyle dünya piyasalarına yayılan mortgage krizi başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere dünya piyasalarındaki bankaların büyük zararlara uğramaları ve iflas etmeleriyle sonuçlanmıştır. Türk bankacılık sektörü ise önceden alınan tedbirler sayesinde bu krizi en az kayıpla atlattır. 2011 yılında AB üyesi ülkeleri arasında yer alan Yunanistan'da başlayan borç krizleri, sırasıyla İtalya, İspanya, İzlanda, İrlanda ve Portekiz gibi ülkeleri de etkisi altına almış olup, Türkiye sermaye piyasası güçlü altyapısı sayesinde bu krizlerden de etkilenmemiştir. Bu gelişmeler, ülkemizde yapılan ekonomi reformlarının, sektördeki olumlu sonuçlarını göz önüne sermekte ve yabancı yatırımcıların yatırımlarında sermaye piyasamızı tercih etmesine olanak sağlamaktadır.

ICRG derecelendirme kuruluğu tarafından geçmiş yıllarda ülkemize verilen risk puanları 60 düzeylerinde iken, 2011 yılı ilk çeyreğinde Türkiye’ nin risk puanı 70’ e yükselerek yatırım yapılabilir seviyeye yükselmiştir. Türkiye’ nin yaklaşık 50 yıllık tarihinde 19 ayrı stand-by anlaşması imzaladığı Uluslararası Para Fonu (IMF)’ ye olan borcun, 2013 yılında kapanması, günümüzde derecelendirme sektörünü elinde tutan  büyük Şirketten biri olan Standart&Poors tarafından 2014 yılında yapılan açıklamada “Brezilya, Güney Afrika ve Türk Bankaları’nın istikrar kazanmaya başladığı” nı belirtmesi, ülkemizde ekonomik, finansal ve politik alanlarda yapılan reformların başarılarını göstermektedir.

Yakın tarihimizde yaşanan tüm bu gelişmelere ve Türkiye’ nin içinde bulunduğu coğrafya itibariyle sınır ötesi ticarete Asya ve Avrupa ülkelerini birbirine bağlayan konumuna rağmen, Türkiye, dünya piyasalarındaki yabancı sermaye yatırımlarından hak ettiği payı alamamaktadır. Bu durumun sebebi olarak, son birkaç yıl içerisinde komşu ülkelerdeki savaş ve yaşanan terör olayları, içerisinde bulunduğumuz zm sürecini baltalamak isteyen etnik grupların varlığı, bu gruplar tarafından i karışıklığı tetikleyici unsurlar örnek olarak gösterilebilir. Bu olumsuzluklar, uluslararası piyasalarda Türkiye’ de politik risk olarak algılanmakta, derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan raporlarda olumsuz değerlendirmelere neden olmaktadır.

Bu çerçevede, politikacıların; ekonomik büyümeyi artıracak ve makroekonomik anlamda küresel ekonomiye uyum sağlayacak yeni reformlar geliştirmeleri, finansal alanlarda verimliliği ve direnci artırıcı önlemler almaları ve ülke riskini azaltacak yeni politikalar uygulayarak Türkiye’ nin yabancı sermaye yatırımları için cazip hale gelmesini sağlamaları gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Adar, Korwa, G., Iroanya, Richard, O. and Nwonwu, Francis (2008), “Towards Africa – oriented Risk Analysis Models, A Contextual and Methodological Approach” South Africa: Africa Institute of South Africa, 118.
- Akgüç, Öztin (1985), “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım: Makroekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 22(11), 29–36.
- (1998), “Finansal Yönetim”, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayınları, 17, 7. Baskı, 865.
- (2006), “İşletmelerde Finansal Yönetim” 9. Baskı, Ekin Kitabevi, 636.
- Akkaya, Cenk (2008), “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB de Faaliyet Gösteren Deri- Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 30, 2.
- Aktaş, Metin ve Akdağ, Saffet (2013), “Türkiye’de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları İle İlişkilerinin Araştırılması” **International Journal Social Science Research**, 2(1), 51.
- Al- Rjoub, Samer A.M. (2005), “The adjustments of stock prices to information About inflation: evidence from MENA Countries”, **Applied Economics Letters** 12, 871–879.
- Amling, Frederick (1989), “Investments: An Introduction to Analysis and Management”, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 20–21.
- Anatolyev, Stanislav (2005), “A Ten-Year Retrospection of the Behavior of Russian Stock Returns”, BOFIT Discussion Paper, 9, 1–43.
- Anbar, Âdem ve Eker, Melek (2009), “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(9), 129–150.
- Apak, Sudi (1995), “Sermaye Piyasaları ve Borsa”, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 95.
- Arıkan, Deniz (2006), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları”, İstanbul: Arıkan Basım Yayın Dağıtım, 34.
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil (1999), “Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması”, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 29–30.

- Babuşcu, Şenol (1997), “Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulaması”, Ankara: SPK Yayınları, 94.
- Babuşcu, Şenol ve Hazar, Adalet (2007), “SPK Kurumsal Yönetim”, Akademi Consulting ve Training Yayınevi, 54.
- Bailey, Warren and Chang, Y.Peter (1995), “Exchange Rate Fluctuations, Political Risk, and Stock Returns: Some Evidence From An Emerging Market”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 30, 541–561.
- Bakdur, Alper ve Duman, Gülyeter (1999), “Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları”, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, İkili Ekonomik İlişkiler ve Teknik İşbirliği Dairesi, 5–6.
- Baltagi, Badi (2001), “Econometric Analysis of Panel Data”, Second Edition, UK: John Wiley&Sons Press, 20.
- (2005), “Panel Data: Theory and Applications”, Third Edition, Heidelberg: Physica-Verlag, 4–7.
- (2005), “Econometric Analysis of Panel Data”, Third Edition, England, John Wiley&Sons Press, 1.
- Barak, Osman (2005), “**Hisse Senedi Piyasalarındaki Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri- İMKB de Bir Uygulama**”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bil. Enstitüsü Basılmamış Dok. Tezi, Ankara, 53.
- Barth, Mary and Lansman, Wayne (1995), “**Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting**”, 9, Accounting Horizons, 99.
- Başkaya, Zehra ve Değer, Alper (2007), “Finans Matematiği”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 273.
- Bayraktutan, Yusuf ve Demirtaş, Işıl (2011), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (22), 1–28.
- Belverd, Needles (1994), “Financial Accounting”, 5Th Edition, Boston: Houghton Mifflin Company, 836.
- Benjamin, Grahamm, Dodd, David and Cottle S. (1995), “Security Analysis”, New York: McGraw-Hill Book Co., 267.

- Bhargava, Alok, Franzini, Luisa and Narendranathan, Wiji Arulampalam (1982), "Serial Correlation and the Fixed Effects Model", **Review of Economic Studies**, Vol: 49, 533–549.
- Bittlingmayer, George (1998), "Output, Stock Volatility and Political Uncertainty in a Natural Experiment: Germany, 1880–1940", *Journal of Finance*, 2243–2257.
- Bocutoğlu, Ersan (2010), "Makro İktisat Teoriler ve Politikalar", 7. Baskı, Trabzon: Murathan Yayınevi, 82.
- Bodurtha, Jr. James N., Chinyung, Cho D. and Senbet, Lemma W., (1989), "Economic Forces and The Stock Market: International Perspective", **Global Finance Journal**, 1(1), 26.
- Bolak, Mehmet (1994) " Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi" , 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 103.
- (2001), "Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi", 4. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayınları, 132.
- Bolak, Metin (2004), "Risk Yönetimi", İstanbul: Birsen Yayınevi, 6.
- Bouchet, Michel Henry, Clark, Ephraim and Gros Lambert, Bertrand (2003). "Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy", England: John Wiles and Sons Inc., 2003, 50.
- Bozkurt, Ünal (1988), "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi" No: 4, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 85.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. and Marcus, Alan J. (1999), "İşletme Finansmanının Temelleri", (Çeviren: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), McGraw-Hill-Literatür, İstanbul.
- Brooking, Annie (1996), "Intellectual Capital: Core Assets of the Third Millenium Enterprise", London: Thomson Business Press, 41.
- Büker, Semih (1976), "Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri", Eskişehir: İ.T.İ.A. Yayınları, 49.
- Büker, Semih ve Ertuna, Özcan (1984), "İşletme Finansmanı", Açık Öğretim Fakültesi Yayını, 313.
- Canbaş, Serpil ve Doğukanlı, Hatice (1997), "Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri", 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 27.

- Canbaş, Serpil, Kandır, Serkan Yılmaz ve Erişmiş, Ahmet (2007), “**Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi**”, Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar, 44(512).
- Cantor, Richard and Packer, Frank (1994), “The Credit Rating Industry”, **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, 19(2), 2.
- Carment, David (2001), “Assessing Country Risk: Creating an Index of Severity”, **CIFP Risk Assessment Template**, 2001, 1–18.
- Carmichael, Benoit and Samson, Lucie (2003), “Expected Returns and Economic Risk in Canadian Financial Markets”, **Applied Financial Economics**, 13, 177–189.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turan (1998), “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”, Bursa: Ekin Yayınevi, 55.
- (2004), “Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 455.
- (2007) “ Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi ”, 2. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi, 180.
- (2008), “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 515.
- Chambers, Nurgül. R., İşeri, Müge ve Çilingirtürk, Ahmet Mete (2003), “Makro Ekonomik Göstergelerin İMKB Üzerindeki Etkilerini İncelemeye Yönelik Bir Araştırma”, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 34.
- Chan, Yue-Cheong and Wei, John (1996), “Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong”, **Pacific Basin Finance Journal**, 259–275.
- Chang, Li Yen and Wang, Hsei Wei (2006), “Analysis of Traffic İnjury: An Application of Non- Parametric Classification Tree Technigues: **Accident Analysis Prevention**, 38, 1019–1027.
- Chen, Nai-Fu (1991), “Financial İvestment Opportunities and The Macroeconomy”, **Journal of Finance**, 46, 529–554.
- Chen, Nai-Fu, Roll, Richard and Ross, Stephan (1986), “Economic Forces and The Stock Market”, **Journal of Business**, 59(3), 383–403.
- Ciarrapico, Anna Micaela (1992), “Country Risk: A Theoretical Framework of Analysis”, Canada: Dartmouth Publishing Company, Bookfield, 9.
- Citibank (1990), “Corparate Valuation”, 55.

- Civan, Mehmet (2007), “Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi”, Ankara: Gazi Kitabevi, 94–95.
- Clark, Ephraim A. and Kassimatis, Konstantinos (2004), “Country Financial Risk and Stock Market Performance: The Case of Latin America”, **Journal of Economics and Business**, 56(1), 21–41.
- Cornell, Bradford (1993), “Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making”, Chicago: The McGraw-Hill Companies Editions, 15.
- Cosset, Jean-Claude and Suret, Jean-Marc (1995), “Political Risk and The Benefits of International Portfolio Diversification”, **Journal of International Business Studies**, 301–318.
- Coşkun, Metin (2008), “Sermaye Piyasaları”, Eskişehir: Genç Copy Center, 273.
- Çalışkan, Ömer Veysel (2002), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 4(1), 53–66.
- Çam, Alper Veli (2010), “**Ülke Riskinin Firma Değerine Etkisi: İ.M.K.B. ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Uygulama**”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2010, s.24.
- Çelebi, Atahan (2001), “**Hisse Senedi Piyasalarındaki Bilimsel Gelişmeler ve Hisse Senedi Fiyatlarıyla Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkiler: Türkiye Örneği**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2001, 98.
- Çetin, Murat ve Ecevit, Eyyup (2010), “Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 11(2), 166–182.
- Çıkrıkçı, Mustafa (2005), “Finansal Kurumlar ve Piyasalar”, Trabzon: Akademi Kitabevi, 136.
- Çıkrıkçı, Mustafa ve Daştan, Abdülkerim (2002), “Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”, **Bankacılar Dergisi**, 43, 18–32.
- Çımat, Ali (1998), “Sermaye Piyasası: Kurumları, Faaliyetleri ve Vergilendirilmesi”, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, 62.
- Çilli, Murat (2007), “**İnsan Hareketlerinin Modellenmesi ve Benzeşiminde Temel Bileşenler Analizinin Kullanılması**”, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sağlık Bilimleri Enstitüsü, 240.

- Dağlı, Huseyin ve Ayaydın, Hasan (2012), “Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 26(3–4), 47.
- Delice, Güven (2004), “Uluslararası Finansal İşletmelerde Risk Olgusu”, **Piyasa Dergisi**, 3(10), 133–154.
- Demir, Yusuf (2001), “İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişisine Teorik Bir Yaklaşım”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 6(1), 56.
- (2001), “Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB de Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 6(2), 110.
- Denis, Diane ve Mc Connell, John (2003), “International Corporate Governance”, **Journal of Financial and Quantative Finance**, 38 (1), 2.
- Diril, Melih (2000), “**Hisse Senetlerine Yatırım ve Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, 85.
- Dizdarlar, Işın ve Derindere, Sinem (2008) “Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma”, **Yönetim Dergisi**, 19(61), 113–124.
- Duman, Mehmet ve Karamustafa, Osman (2004), “Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri, Enflasyon ve Reel Üretim İlişkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 94–100.
- Durmuş, Hayri ve Aral, M. Emin (1994), “Mali Tablolar Tahlili”, İstanbul: Yayılım Matbaası, 1.
- Durukan, Banu (1999), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değerşkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, 3(1), 26.
- Ebiçlioğlu, Fatih Kemal ve Kahraman, Abdülkadir (2000), “Yönetim Muhasebesi”, 1. Baskı, Ankara: Türmob Yayınları, 676.
- Ege, İlhan ve Bayrakdaroğlu, Ali (2000), “İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(10), 140.

- Erb, Claude, B., Harvey, Campbell R., and Viskanta, Tadas, E. (1996), “Political Risk, Economic Risk and Financial Risk”, **Financial Analysts Journal**, 52(6), 29–46.
- Erbay, Yusuf (1996), “Küresel İşletmelerin Yönetimi ve Türk İşletmelerinin Yeni Türk Cumhuriyetlerine Yönelik Faaliyetleri” Ankara: Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü Yayınları, 11, 79.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2008), “Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim”, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 119.
- (2012) “ Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim ”, Ankara: Gazi Kitabevi, 119.
- Ercan, Metin Kamil, Öztürk, Başaran ve Demirgüneş Kartal (2003), “Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye”, Ankara: Gazi Kitabevi, 5.
- Eren, Erol (1987), “İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim”, 2. Baskı, İstanbul: Bayrak Matbaacılık, 142.
- (2000), “İşletmelerde Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası”, İstanbul: Beta Yayınevi, 45.
- Ergül, Nuray (2004), “Herkes İçin Finans”, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 12.
- Ersan, İhsan ve Taşpunar, Semra (2011), “Kriz Geliyorum Der Mi ?, Does Crises Give a Signal Before It Comes ?”, İstanbul Üniversitesi 15. Finans Sempozyumu, 11.
- Ertaş, Fatih Coşkun ve Karaca, Serdar (2010), “Kar Dağıtım İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 47, 59.
- Eun, Choel and Resnick, Bruge (2007), “International Financial Management”, Fourth Edition, New York: Mc Graw-Hill, 384.
- Fabozzi, Frank and Drake, Pamela Peterson (2009), “Capital Markets, Financial Management, and Investment Management”, 10. Baskı, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 609.
- Faerber, Esmes (2008), “All About Stocks”, Third Edition, McGraw Hill, 15.
- Fama, Eugene F. (1981), “Stock Returns, Real Activity, İnflation and Money”, **American Economic Review**, 71, 545–565.
- Feils, Dorothee C.and Şabac, Florin M. (2000), “The Impact of Political Risk on the Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis”, **Engineering Economist**, 45(2), 129.

- Gan, Cristopher, Minsoo Lee, Hua Hwa, Au Yong and Jun, Zhang (2006), "Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence", **Investment Management and Financial Innovations**, 3(4), 89–101.
- Gay, Robert D. (2008), "Effect Of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for Four Emerging Economics: Brazil, Russia, India and China", **International Business & Economics Research Journal**, 7(3), 1–8.
- Geske, Robert and Roll, Richard (1983), "The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and İnflation", **The Journal of Finance**, 38, 854–865.
- Gitman, Lawrence J.(2003), "Principles of Managerial Finance", Tenth Edition, New York: Addison-Wesley Series, 25.
- Goetz, Billy and Klein, Frederic R. (1990), "Accounting in Action, The Riverside Pres", Boston: Houghton Company, 152.
- Gökbel, Serpil A. (2003), "Süre Temelli Portföyler ve İMKB' de Uygulanabilirliği", Ankara: SPK Yayınları, 7.
- Göksel, Aykut ve Boztosun, Derviş (2004), "Avrupa Birliğine Aday Ülkelerin Finansal Risk Açısından Karşılaştırılıp Konumlandırılması", **Üçüncü Sektör Kooperatifçilik**, 39(144), 77–90.
- Gönenli, Atilla (1991), "İşletmelerde Finansal Yönetim ", 7. Baskı, İstanbul: İ.Ü.İşletme Fakültesi Yayınları, 312.
- Greene, William H. (2002), "Econometric Analysis", Fifth Edition, New York: Prentice-Hall International, Inc, 285.
- Gücenme, Ümit (1994), "Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler", Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 18, 55.
- Günaydın, Rüştü Kürşad (2006), "Ülke Riski İçin Farklı Yaklaşımlar", **Activeline Dergisi**, 2006, 1.
- Gür, Timur Han (1998), "External Debt and Empirical Models for Country Risk Assesment", SPK Yayınları, 117, 19.
- (2000), "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler", **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, 18(2), 126–127.
- Güriş, Selahattin ve Çağlayan, Ebru (2005), "Ekonometri ve Temel Kavramlar", İstanbul: Der Yayınları, 685.

- Habalak, Didem (2006), “**Menkul Kıymet Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri ve Türkiye de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 71.
- Halıcı, Sevil (2005), “**Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri**”, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 101.
- Hamao, Yasushi (1988), “An Empirical Examination of The Arbitrage Pricing Theory: Using Japanese Data”, **Japan and The World Economy**, 1, 45–61.
- Hanousek, Jan and Filer, Randall K. (2000), “The Relationship Between Economic Factors and Equity Markets in Central Europe”, **Economics of Transition**, 8(3), 2000, 623–638.
- Harms, Philipp (2000), “International Investment, Political Risk, and Growth”, London: Kluwer Academic Publishers, 13.
- Harvey, Campbell (1995), “Predictable Risk and Return in Emerging Markets”, **Review of Financial Studies**, 8, 773–816.
- Hassan, M. Kabir, Maroney, Neal C., El-Saby, Hassan Monir and Telfah, Ahmad (2003), “Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa”, **Economic Systems**, 27, 63–82.
- Hausman, Jerry A. and Taylor, William E. (1981), “Panel Data and Unobservable Individual Effects”, **Econometrica**, 49(6), 1377–1398.
- Heaney, Richard and Hooper, Vince J. (2001), “Regionalism, Political Risk and Capital Market Segmentation in International Asset Pricing”, **Journal of Economic Integration**, 16(3), 299–312.
- Herve, D.Bedi Guy, Chanmalaj, Bouphanuvong and Shen, Yao (2011) “The Study of Casual Relationship Between Stock Market Indices and Macroeconomic Variables in Cote d’Ivoire: Evidence from Error-Correction Models and Granger Causality Test”, **International Journal of Business and Management**, 6(12), 2011, 146–169.
- Hışıl, Mesut (1996), “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı”, **Yaklaşım Dergisi**, 4(40), 133.

- Hill, Claire (2005), "Regulating the Rating Agencies", Latin American and Caribbean Law and Economics Association Annual Paper, University of California, Berkeley, 60–61.
- Hiriyappa, Bellapur (2008), "Investment Management and Portfolio Management, Securities New Age", New Delhi: International Publishers Ltd., 17.
- Hisarcıklılar, Mehtap, Öztürk, Hüseyin ve Karakaş, Derya Gültekin (2011), "Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?", **Emerging Markets Finance and Trade**, 47(2), 69-87.
- Hoti and McAleer (2005), "Modelling The Riskiness in Country Risk Ratings", Netherlands: Elsevier Ltd., 102.
- Hoti, Suhejla and McAleer, Michael (2004), "An Empirical Assesment of Country Risk Ratings and Associated Models" **Journal of Economic Surveys**, 18(4), 541.
- Hsiao, Cheng (2002), "Analysis of Panel Data", Second Edition, United Kingdom: Cambridge University Press, 30.
- Hürer, H. Ersan (1995), "**Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler ve İMKB Üzerine Bir Uygulama**", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 97.
- Işık, Sayım ve Duman, Koray (2008), "Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri", **Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 15, 53.
- İMKB (2001), "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", 16. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 508.
- (2003), "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", 18. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 161.
- (2008), "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", İstanbul, İMKB Yayınları, 2008, 187.
-, (2011), "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", 21. Basım, İstanbul: İMKB Yayınları, 2011, 195.
- İncekara, Ahmet (1995), "Türkiye'de Teşvik Sistemi", İTO Yayınları, 10, 9.
- İskenderoğlu, Ömer, Karadeniz, Erdinç ve Atioğlu, Eyüp (2012), "Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 7(1), 291–311.

- İvgen, Hünkar (2003), “Şirket Değerleme, Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin”, İstanbul: Scala Yayıncılık, 25.
- Kalaycı, Şerif Edit (2006), “SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri”, Ankara: Asil Yayınları, 335.
- Kanalıcı, Hülya (1997), “Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler”, 1. Baskı, Ankara: SPK Yayınları, 77, 41.
- Kanıbir, Hüseyin, (2004) “Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entelektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları”, **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, 1(3), 81.
- Kara, Fatih (2006), “**Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 40–43.
- Karagöl, Erdal Tanas ve Mihçioğur, Ülkü İstiklal (2012), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, **SETA: Siyaset, Ekonomi ve Toplu Araştırmalar Vakfı Yayınları**, 7, 16.
- Karan, Mehmet Baha (2001), “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Ankara: Gazi Kitabevi, 303.
- (2004), “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Ankara: Gazi Kitabevi, 309.
- Karasioğlu, Fehmi ve Demir, Sezgin (1998), “Sermaye Piyasasında Dereceleme, Rating”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 35, 27.
- Karasioğlu, Fehmi (1998), “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (İnsider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 114.
- Karaşın, Gültekin (1987), “Sermaye Piyasası Analizleri”, 2. Baskı, Ankara: SPK Yayınları, 26.
- Karlı, Muharrem (1989), “Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler”, İstanbul: Kral Matbaası, 342.
- (1989), “Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler”, İstanbul: Renk Yapımevi, 62.
- (1994), “Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler”, 4. Baskı, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 476.

- Kaya, Abdulkadir, Özçomak, M. Suphi ve Güngör, Bener (2013), “Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Riskmidir? Borsa İstanbul Örneği”, 17. Finans Sempozyumu, 24-31.
- Kaya, Ahmet (1998), “Diskriminant Analizinde Ayırmanın Gücü ile Faktör Analizinde Kullanılan Kovaryans Matrisi Arasındaki İlişki Üzerine Bir Çalışma”, **Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi**, 13(1), 203–210.
- Kayri, Murat ve Boysan, Murat (2008), “Bilişsel Yatkınlık ile Depresyon Düzeyleri İlişkisinin Sınıflandırma ve Regresyon Ağacı Analizi ile İncelenmesi”, **Hacettepe Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi**, 34, 168–177.
- Kennedy, Peter (2006), “**Ekonometri Kılavuzu**”, (Çevirenler: Muzaffer Sarımeşeli ve Şenay Açıkgöz), Ankara: Gazi Kitabevi, 331.
- Kesbiç, C. Yenal, Baldemir, Ercan ve Bakımlı, Esat (2005), “Ülke Riski Ölçüm Problemi ve Önemi: Türkiye İçin Bir Analiz”, **Ekonomik Yorumlar**, 42 (496), 68-86.
- Kırankabeş, Mustafa Cem (2006), “Ülke Risk Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi”, **Mevzuat Dergisi**, 102, 2006.
- Kim, Harold Y. and Mei, Jianping P. (2001), “What Makes The Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns”, **Journal of International Money and Finance**, 20, 1003–1016.
- Kobrin, Stephen J.(1979), “Political Risk: A Review and Reconsideration”, **Journal of Business Studies**, 10(1), 67–80.
- Konuralp, Gürel (2005), “ Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi ”, 2. Baskı, Alfa Basım, Melisa Matbaacılık, 177.
- Koruyan, Adil (2001), “ Sermaye Piyasası, Taraflar- Kurumlar, İşletmeler ”, 82.
- Kök, Recep ve Şimşek, Nevzat (2006), “Panel Data Analysis: Unit Root and Cointegration”, **Seminar in Dokuz Eylul University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics**, 25.
- Krayenbuehl, Thomas (1988), “Country Risk: Assesment and Monitoring It”, Cambridge: Woodhead Faulkner, 54.
- (2001), “Country Risk: Assesment and Monitoring It”, Second Edition, Cambridge: Woodhead Faulkner, 122.

- Kula, Ferit (2006), “Çokuluslu Girişimler ve Türkiye, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının İktisadi Verilerle Bilimsel Analizi”, İstanbul: İleri Yayınları, 162.
- Kunt Demirgüç, Asli and Levine, Ross (1996), “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, **The World Bank Economic Review**, 10 (2), 292.
- Lavy, Victor (2001), “Regional Conflict, Country Risk, and Foreign Direct Investment in The Middle East”, (Edited by: Sason Sofer), *Peacemaking in a Divided Society*, London: Frank Cass Publishers, 146.
- Levy, Haim (2002), “**Fundamentals Of Investments**”, Financial Times, Prentice Hall, 51.
- Liu, Ming Hua and Shrestha, Keshab M. (2008), “Analysis of the long-term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration”, **Managerial Finance**, 34(11), 744–755.
- Lyn, Esmeralda O. and Zychowicz Edward J. (2004), “Predicting Stock Returns in The Developing Markets of Eastern Europe”, **The Journal of Investing**, 13(2), 63–72.
- Madura, Jeff (2006), “International Financial Management”, 8th Edition, Canada: South-Western Cengage Learning, 453.
- Maheu, John ve McCurdy, Thomas (2007), “Components of Market Risk and Return”, **Journal of Financial Econometrics**, 5(4), 561.
- Mandelker, Gershon and Tandon, Kishore (1985), “Common Stock Returns, Real Activity, Money and Inflation: Some International Evidence”, **Journal of International Money and Finance**, 4, 267–286.
- Mansor, H. İbrahim and Wan Sulaiman, Wan. Yusoff (2001), “Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective”, **IJUM Journal of Economics and Management**, 9 (2), 142.
- Meena, Sharma and Preeti, Sharma (2009), “Prediction of Stock Returns for Growth Firms – A Fundamental Analysis”, **The Journal of Business Perspective**, 13(3), 31–40.
- Meldrum, Duncan H.(2000), “Country Risk and Foreign Direct Investment”, **Business Economics**, 35(1), 33–40.

- Morley, Bruce (2009), "Exchange Rates and Stock Prices in the Long Run and Short Run, Working Paper Bath", **UK: Department of Economics**, University of Bath, 5(9).
- Nagy, J. Pancras (1979), "Country Risk: How to Assess, Quantify and Monitor it", London: Euromoney Publications Limited, Nestor House, Playhouse Yard, 31.
- (1984), "Country Risk", London: Euormoney Publications, 23.
- Nart, Ela Çolpan (2008), "**Panel Veri Analizi**" Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Doktora Programı, Ekonomik Yöntemler Analiz Teknikleri Seminer Sunumu, 1-61.
- Nath, Hiranya K. (2008), "Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods, Sam Houston State University Department of Economics and International Business", Working Paper Series, 1–31.
- Nye, P. Roger ve Eke, Selda (2004), "Türkiye de Kredi Derecelendirmesi", **Activeline Dergisi**, 38.
- Okka, Osman (2006), "Finansal Yönetime Giriş", 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 408.
- (2009), "Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler", Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 25.
- Orekici Temel, Gülhan, Erdoğan, Semra ve Ankaralı, Handan (2012), " Sınıflama Modelinin Performansını Değerlendirmede Yeniden Örneklem Yöntemlerinin Kullanımı", **Bilişim Teknolojileri Dergisi**, 5(3), 1–7.
- Özalp, Alperen ve Anagün, Sermet (2001), "Sektörel Hisse Senedi Fiyat Tahmininde Yapay Sinir Ağı Yaklaşımı ve Klasik Tahminleme Yöntemleri ile Karşılaştırılması", **Endüstri Mühendisliği Dergisi**, 12 (3–4), 2–17.
- Özcan, Rasim (2012), "Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri", **İMKB Dergisi**, 49, 23.
- Özdamar, Kazım (2004), "Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi (Çok Değişkenli Analizler)", 5. Baskı, Eskişehir: Kaan Kitabevi, 355.
- Özdemir, Arda (2010), "**Uluslararası İşletmelerde Politik Risk ve Bir Araştırma**", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 57.

- Özer, Ali, Kaya, Abdulkadir ve Özer, Nevin (2011), “Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 26(1), 163–182.
- Özer, Hüseyin (2004), “Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller”, Ankara: Nobel Yayınevi, 193.
- Öztürk, Mutlu Başaran ve Demirgüneş, Kartal (2008), “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 19, 402.
- Parasız, İlker (2000), “Para Banka ve Finansal Piyasalar”, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 237.
- Patra, Theophano and Poshakwale, Sunil (2006), “Economic variables and stock market returns; evidence from the Athens stock Exchange”, **Applied Financial Economics**, 16, 993–1005.
- Pazarlıoğlu, Vedat ve Gürler, Özlem K (2007), “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, **Finans, Politik, Ekonomik Yorumlar**, 44(508), 35–43.
- (2007), “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi, Malatya, 5.
- Perotti, Enrico and Oijen, Pieter Van (2001), “Privatization, Market Development and Political Risk in Emerging Economies” **Journal of International Money and Finance**, 20(1), 43–69.
- Rahman, Md. Lutfur and Uddin, Jasmin (2009), “Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Three South Asian Countries”, **International Business Research**, 2, 167–174.
- Ramcharran, Harri (2004), “Returns and Pricing in Emerging Markets”, **The Journal of Investing**, 13(1), 45–55.
- Roodman, David (2006), “How to Do xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata”, Center For Global Development Working Paper No: 103, 1–44.
- Roy, Ashok and Roy, Patricia G.(1994), “Despite Past Debacles, Predicting Sovereign Risk Stil Presents Problems”, **Commercial Lending Review**, 9(3), 92–95.

- Rudez, Helena Nemec and Mihalic, Tanja (2007), "Intellectual Capital in The Hotel Industry: A Case Study from Slovenia" **The International Journal of Hospitality Management**, 26, 189.
- Saban, Metin ve Köse, Yasemin (2002), "Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar", **Mali Çözüm Dergisi**, 60, 145.
- Sağcan, Mustafa (1987), "Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri", İzmir, 55.
- Saini, Krishan G. and Bates, Philip S. (1984), "A Survey of Quantitative Approaches to Country Risk Analysis", **Journal of Banking and Finance**, 8 (2), 341–356.
- Sarıkamış, Cevat (1998), "Sermaye Pazarları", 3. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım, 172.
- Sayılğan, Güven ve Süslü, Cemil (2011), "Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 5(1), 73–96.
- Sayılğan, Güven (2008), "Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı", 3. Baskı, Ankara: Turhan Kitabevi, 268.
- Seizing, Millan Ian Mac (1982), "Competitive İnitative, Spring", **The Journal of Business Strategy**, 37.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2003), "Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı, Örnekleri, Korunma Yolları", 2, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tar:25.12.2013.
- Seyidoğlu, Halil (2001), "Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama", 14. Baskı, İstanbul, 304.
- Sharma, Subhash (1996), "Applied Multivariate Technigues", John Wiley and Sons, Inc, USA Enstitüsü, 493.
- Simon, Jeffrey D.(1982), "Political Risk Assesment: Past Trends and Future Prospects", **Columbia Journal of World Business Fall**, 17(3), 62–70.
- Sunde, Tafirenyia and Sanderson, Abel (2009), "A Review of the Determinants of Share Prices", **Journal of Social Science**, 190.
- Şahin, Hüseyin (2006), "İktisada Giriş", 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 471.
- Şanlısoy, Selim ve Kök, Recep (2010), "Politik İstikrarsızlık- Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987–2006)", **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 25(1), 101–125.

- Şengül, Selami (1988), “İnsider Trading”, SPK-DEDA Bölüm İçi Araştırma Raporu, Ankara, 1.
- Taner, Berna ve Akkaya, Cenk (2009), “Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler”, Ankara: Detay Yayınları, 123.
- Taner, Berna ve Lale, Polat (1992), “Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler”, İzmir: Şenbil Ofset, 194–195.
- Tanör, Reha (2000), “Türk Sermaye Piyasası- Halka Arz”, 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık, 300.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2012), “İleri Panel Veri Analizi”, 1. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 99–101.
- Tsan, Wen-Nan and Chang, Chao-Ching (2005), “Intellectual Capital System Interaction in Taiwan”, **Journal of Intellectual Capital**, 6 (2), 289.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları (2006), “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”, İstanbul, 14.
- (2008), “Finansal Yönetim”, İstanbul, 95.
- Tuğay, Fatoş (1991), “Ülke Riski”, **Bankacılar Dergisi**, 5, 30–35.
- Tunca, Zafer ve Bayer, Arzu (1996), “Ödemeler Dengesi, Para ve Finans Ansiklopedisi”, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1241.
- Tuncer, Selahattin (1985), “Türkiye Sermaye Piyasası”, 1. Baskı, İstanbul: Okan Matbaası, 204.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) (1999), “**Derecelendirme Kuruluşları, Kriterleri ve Türkiye’nin Derecelendirme Geçmişi**”, Lira Dergisi, 10, 21–23.
- Uludağ, İlhan ve Arıcan, Erişah (2001), “Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar, Kurumlar, Araçlar”, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 142.
- Usta, Öcal (2005), “İşletme Finansı ve Finansal Yönetim”, 2. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 232.
- Ünsal, Aydın (2001), “Mali Başarılı ve Mali Başarısız Şirketlerin Ayrımını Sağlayan Diskriminant Fonksiyonunun Bulunması”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(7), 214–234.
- Ünsal, M. Erdal (2000), “Makro İktisat”, 3. Baskı, Ankara: İmaj Yayıncılık, 383.

- Ünsar, Sinan (2007), “Uluslararası İşletmelerde Üretim Stratejileri”, **Journal of Yaşar University**, 695–708.
- Verbeek, Marno (2004), “A Guide to Modern Econometrics”, John Wiley&Sons Press, 134.
- Vinzant, Carol (1999), “The New Improved Game of Insider Trading”, **Fortune**, 139 (11), 115.
- Woldridge, Jeffrey M. (2009), “**Introductory Econometrics A Modern Approach**”, Forth Edition, USA: South-Western Cengage Learning, 452.
- Wongbangpo, Praphan and Sharma, Subhash C. (2002), “Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamics Interactions: ASEAN–5 Countries”, **Journal of Asian Economics**, 13, 27–51.
- Yalçın, Kürşat (2005), “Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’ de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 19(2), 396–397.
- Yapraklı, Sevda ve Güngör, Bener (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi**, 62(2), 200–218.
- Yıldırım, Abdurrahman (1995), “Tophane’de Büyük Oyun: Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü”, 1. Baskı, İstanbul: Güncel Yayıncılık, 382.
- Yıldırım, Kemal ve Karaman, Doğan (2005), “Makroekonomi”, 4. Baskı, Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Vakfı Yayınları, 45, 54.
- Yıldız, Sebahattin (2010), “Entelektüel Sermaye Teori ve Araştırma”, İstanbul: Türkmen Yayıncılık, 33.
- Yılmaz, Ömer, Güngör, Bener ve Kaya, Vedat (2006), “Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik”, **İMKB Dergisi**, 9(34), 1–16.
- Yörük, Nevin (1999), “Ülke Riski ve Türkiye’nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişim”, **Gazi Osman Paşa Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları**, 6.
- (2000), “Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’ de Test Edilmesi”, İstanbul: İMKB Yayınları, 19.

Yörük, Nevin ve Erdem, Sema (2008), “Entelektüel Sermaye Unsurlarının İMKB de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 22(2), 399.

<http://akademik.mu.edu.tr /Içerik/abayrakdaroglu/Dokuman>, Erişim Tarihi: 25.11.2013.

<http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>, Erişim Tarihi: 29.01.2014.

<http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-sahibinin-haklari>, Erişim Tarihi: 28.11.2013.

<http://www.mevzuatdergisi.com/2006/06a/01.htm>, Erişim Tarihi: 10.12.2014.

<http://www.tcbm.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/riskyon.html>, Erişim Tarihi: 11.03.2014.

<http://www.ticaretkanunu.net/makale-16/>, Erişim Tarihi: 26.11.2013.

EK 1. PRS-ICRG Ülke Risk Derecelendirme Metodolojisi

Politik, ekonomik ve finansal ülke riskini ölçmek için kullanılan PRS-ICRG modeli 1980 yılında International Report Dergisi editörleri tarafından geliştirilmiştir. Bu dergi uluslararası finans ve ekonomi alanında haftalık yayınlanmaktadır. Bu dergide çalışan editörler uluslararası yatırımlar üzerindeki olası riskler hakkındaki detaylı analizleri yapabilmek için, riski hesaplamaya yönelik bir istatistiksel yöntem oluşturdular ve bu modeli sayıları açıklayıcı analizler ile detaylandırdılar.

Sonuç olarak ülkeler arasındaki çok çeşitli riskleri ölçüp karşılaştıran bir sistem ortaya çıktı. PRS-ICRG modelinin avantajlarından biri kullanıcıların kendi risk değerlendirmelerini yapmasına izin vermesi veya kullanıcıların kendi özel gereksinimleri doğrultusunda modeli uyarlamaya imkân tanınmasıdır. Eğer belirli risk faktörleri yatırımlara veya işlere daha fazla etki yapıyorsa birleşik ülke riski değerlendirmesinde bu faktörlere daha fazla ağırlık verilerek yeniden değerlendirme yapılabilir.

PRS-ICRG ülke riski metodolojisi politik, ekonomik ve finansal risk kategorileri diye tanımlanabilecek üç ana kategorinin içinde yer alan 22 faktörden oluşur. Politik risk kategorisi, politik ve sosyal nitelikteki 12 alt faktör içerir. Her bir faktörün kendi içinde ağırlığı vardır.

Ekonomik risk kategorisi, ülkelere ait ekonomik durumu değerlendirmek için kullanılan 5 alt faktörden oluşur. Her bir faktörün toplam ekonomik risk değeri içinde sabit bir ağırlığı vardır.

Aynı şekilde finansal risk kategorisi, ülkelere ait finansal durumu değerlendirmek için kullanılan 5 faktör içerir. Her bir faktörün toplam finansal risk değerlendirmesi içinde sabit bir ağırlığı vardır.

Aşağıdaki Tablo' da PRS-ICRG kuruluşunun ülke riski değerlendirmesinde kullandığı risk kategorileri ve faktörler gösterilmektedir.

PRS-ICRG KURULUŞUNUN ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRME KATEGORİLERİ VE FAKTÖRLERİ		
POLİTİK RİSK KATEGORİSİ	EKONOMİK RİSK KATEGORİSİ	FİNANSAL RİSK KATEGORİSİ
1-Hükümetin İstikrarı	1-Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla	1-GSMH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç
2-Sosyoekonomik Durum	2-Yıllık Gerçek GSMH Artışı	2-Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi
3-Yatırım Ortamı	3-Yıllık Enflasyon Artış Oranı	3-Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap
4-İç Karışıklık	4-GSMH'nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	4-İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslar Arası Likidite
5-Dış Karışıklık	5-GSMH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	5-Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı
6-Yozlaşma		
7-Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi		
8-Dinsel Gerilimler		
9-Kanun ve Düzenlemeler		
10-Etnik Gerilim		
11-Demokratik Sorumluluklar		
12-Bürokrasi Etkisi		

PRS-ICRG metodolojisi doğrultusunda yukarıda tablo halinde gösterilen kategorilerin her biri için bir indeks oluşturulur. Politik risk indeksi 100, finansal risk indeksi 50 ve ekonomik risk indeksi 50 puan üzerinden değerlendirilir. Üç indeksin toplamından oluşan değer, birleşik risk indeksini bulmak için ikiye bölünür. Birleşik risk indeksi değeri 0 ila 100 arasında bir değer alır ve standart bir skalaya göre toplam ülke riski durumunu ifade etmek için kullanılır.

Bu skalada en düşük risk değeri (80 – 100) aralığında en yüksek risk değeri ise (0 – 49,5) aralığındadır. Bu ifadeden de anlaşılacağı gibi risk değeri sayısal olarak düştükçe ülkeye ait risk düzeyi artmakta, risk değeri sayısal olarak yükseldiğinde ise risk düzeyi azalmaktadır. Yani risk değeri ile risk düzeyi ters orantılıdır.

Yapılan değerlendirmelerde güncel değerlendirmelerin yanında ülkeler için gelecek durum projeksiyonları yapılır ve oluşabileceği var sayılan durumlara (senaryolara) göre ileriye dönük ülke riski değerleri hesaplanır. Bu projeksiyonlar “ en iyi” ve “ en kötü” durum senaryoları şeklinde oluşturulur. Bu projeksiyonlar ülkenin ileriye yönelik karşılaşılabilecekleri olası risk durumlarını değerlendirir.

PRS-ICRG ülke riski değerlendirmeleri esnasında iki çeşit veri tipi kullanılmaktadır. Bunlardan ilki yargısal değerlendirmelerdir. (kalitatif) İkinci veri tipi ise sayısal verilerdir. (kantitatif) Politik faktörler yargısal değerlendirme veri tipinde, finansal ve ekonomik faktörler ise sayısal veri tipindedir. PRS-ICRG halen toplam 140 ülkenin ülke riski değerlendirmesini aylık bazda yayınlamaktadır.

PRS-ICRG uzmanları ülke riski konusunda değerlendirme kapsamında olan ülkeler için üç farklı risk değerlendirmesi yapmaktadırlar. Bunlar her ülke için şu andaki ülke riski, her ülke için bir yıl sonraki ülke riski tahmini ve her ülke için beş yıl sonraki ülke riski tahminidir. Periyodik olarak yapılan bu üç değerlendirmenin yanında zaman zaman “ en iyi” ve “ en kötü” durum senaryoları şeklinde ülke riski değerlendirmeleri de yapılmaktadır.

PRS-ICRG Ülke Riski Faktörlerinin Hesaplanması

Doğrudan yabancı yatırım yapan çokuluslu şirketler, bankalar, ithalatçılar, ihracatçılar ve/veya bu gibi kurum veya kişilerce kullanılan PRS-ICRG ülke riski indeksi, yatırım yapılması düşünülen ülkeye ait politik, ekonomik, finansal riskleri ve bunların birleşiminden hesaplanan birleşik ülke riskini değerlendirir. PRS-ICRG ülke riski indeksi kurum ve kişilerin yatırımlarının şimdi ve gelecekte nasıl etkileneceğini belirlemeye yönelik bir modeldir. Dolayısı ile sermaye sıkıntısı içinde bulunan gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların ülkelere yönlenmesi anlamında yatırımcılar tarafından değerlendirildiği düşünülen oldukça önemli bir kriterdir.

Bu model 3 risk kategorisi içinde gruplar halinde düzenlenmiş toplam 22 faktör üzerine kurulmuştur. 3 risk kategorisinden biri olan politik risk 12 faktörden oluşur. Ekonomik riskin değerlendirilmesinde kullanılan bazı faktörlerin hesaplanmasında 3 alt bileşen kullanılmaktadır. Diğer risk kategorileri olan ekonomik ve finansal faktörlerin her biri 5 faktörden oluşmaktadır.

PRS-ICRG çalışanları ülkelere ait politik, ekonomik ve finansal bilgileri toplarlar ve bunları risk puanları haline getirirler. Ülke riski analizlerinin yapılması aşamasında en kritik nokta politik risk seviyesinin hesaplanmasıdır. Politik risk faktörlerinin değerlendirilmesi subjektif olabilir, çünkü politik risk faktörleri yargısal değerlendirmelerden (kalitatif) verilerden oluşur. Ekonomik ve finansal veriler ise tamamen kantitatif verilerdir ve değerlendirmeler objektiftir.

Üç risk kategorisinin bileşiminden kullanılan matematiksel formül doğrultusunda birleşik risk indeksi hesaplanır. Bazı ülke riski derecelendirme kuruluşları ülke riski değerlendirmelerinde kullandıkları metodoloji doğrultusunda tek bir rakam veya harf kullanarak analizlerini yayınlamaktadırlar bu tip yöntemler ihtiyaç doğrultusunda uyarlanmaya ve değerlendirme yapmaya açık değildir.

1. PRS-ICRG Sisteminde Politik Risk Kategorisinin Hesaplanması

PRS-ICRG' nin politik risk ölçümü kıyaslama temeline dayanan ölçüm sistemine göre ülkelerin politik risk seviyelerini değerlendirmektir. Bu işlem risk değerlendirmesine tabi tutulacak ülkelere ait tanımlanmış politik risk faktörleri olan bir grup risk faktörünün değerlendirilmesi ile gerçekleştirilir. Her risk faktörü için minimum puan 0, maksimum puan ise bu faktörün toplam risk değerlendirmesinde ki verilen ağırlığına bağlıdır. Her faktör için öngörülen toplam sayısal risk değeri ne kadar düşükse ülkeye ait risk düzeyi o kadar büyüktür. Bunun tersi olarak da her faktör için öngörülen toplam sayısal risk değeri ne kadar yüksekse ülkeye ait risk düzeyi o kadar düşüktür. Yani daha öncede belirtildiği gibi sayısal risk değeri ile ülkeye ait risk düzeyi ters orantılıdır.

Politik risk seviyesinin tespitinde ülkeler arasında ve zaman bazında tutarlılığı sağlamak için, her risk faktörüne verilecek not baremi PRS-ICRG tarafından net olarak tespit edilmiştir. Ama daha öncede üzerinde durulduğu gibi değerlendirme yargısal (kalitatif) olduğundan dolayı ekonomik ve finansal risk değerlendirmelerine göre nispeten subjektiftir. Aşağıdaki tabloda politik risk kategorisinin alt faktörleri tanımlanmıştır. Her faktörün politik risk kategorisi içinde tespit edilmiş bir ağırlığı vardır. Ülkelerden elde edilen veriler doğrultusunda her faktör için o ülkeye ait bir değer takdir edilir.

Aşağıdaki tabloda politik risk kategorisi ve faktörleri verilmektedir.

POLİTİK RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ		
SIRA	BİLEŞENLER	PUAN
A	Hükümetin İstikrarı	12 Puan
B	Sosyoekonomik Durum	12 Puan
C	Yatırım Ortamı	12 Puan
D	İç Karışıklık	12 Puan
E	Dış Karışıklık	12 Puan
F	Yozlaşma	6 Puan
G	Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi	6 Puan
H	Dinsel Gerilimler	6 Puan
I	Kanun ve Düzenlemeler	6 Puan
J	Etnik Gerilim	6 Puan
K	Demokratik Sorumluluklar	6 Puan
L	Bürokrasi Etkisi	4 Puan
TOPLAM		100 Puan

A. Hükümetin İstikrarı

Bu faktör hükümetin iş başında olması ve hükümet programını düzgün bir şekilde uygulayabilmesi ile ilgili bir değerlendirmedir. Tüm risk faktörlerinin değerlendirmesi için geçerli olan kural yüksek risk notunun, düşük risk düzeyini ifade etmesidir. Yani risk notu ile risk düzeyi ters yönlü ilişkilidir. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt Bileşenler:

- Hükümet Bütünlüğü (Uyumu)
- Yasama Gücü
- Halk Desteği

B. Sosyoekonomik Durum

Toplumdaki sosyoekonomik baskıların değerlendirilmesidir. Hükümet icraatlarından kaynaklanan kısıtlamalar veya hoşnutsuzluklardan kaynaklanır. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler

- İşsizlik
- Tüketici İtimadı
- Refah

C. Yatırım Ortamı

Yatırım ortamını etkileyen diğer politik, ekonomik ve finansal risk bileşenleri içinde yer almayan bileşenleri ifade eder. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Yatırımın Kamusallaştırılma Olasılığı
- Sermayenin Geri Transferindeki Risk
- Ödeme Gecikmeleri

D. İç Karışıklık

Bu faktör ülke içinde oluşan politik şiddet ve bu durumun hükümet üzerinde yarattığı etkiyi değerlendirmeye yarar. En yüksek risk notu hükümete karşı herhangi bir askeri veya sivil olumsuzluğun yaşanmadığı ülkeler için verilir. En düşük risk notu ise iç savaş süren ve karışıklık içinde olan ülkeler için uygulanır. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Sivil Savaş/Askeri veya Sivil Darbe Tehlikesi
- Terörizm/Politik Şiddet
- Sivil Kargaşa

E. Dış Karışıklık

Bu faktör yabancı devlet müdahalelerine, şiddet içermeyen değişik oranda dış baskılara (diplomatik yardımların kaldırılması, ticaret sınırlamaları, bölgesel anlaşmazlıklar, hukuki yaptırımlar vb.) maruz kalan ülkelerin değerlendirilmesinde kullanılır.

Dış karışıklık durumu dış dünya ile yapılacak her türlü ekonomik işi olumsuz yönde etkiler. Bu faktör maksimum 4 puan ve minimum 0 puandan oluşan üç alt bileşenden oluşur. 4 puan en düşük risk seviyesini 0 puan ise en yüksek risk seviyesini ifade eder.

Alt bileşenler:

- Savaş
- Sınır Ötesi Çatışma
- Dış Baskılar

F. Yozlaşma

Bu faktör politik yapıdaki yozlaşma düzeyini değerlendirmek için kullanılır. Bu yozlaşma yabancı yatırımları birçok yönden etkiler. Ekonomik ve finansal ortamı bozar, politik işleyiş üzerinde kalıcı politik dengesizlik yaratır. İş ortamını etkileyen, en sık rastlanan yozlaşma çeşidi finansal yozlaşmadır. Özel ödeme talepleri, ithalat ve ihracat lisansları için rüşvet istekleri, kambiyo kontrolleri, uygunsuz vergi düzenlemeleri, tefecilik ve bunun gibi olumsuzluklar olarak karşımıza çıkar. Bu olumsuzluklar etkin ticaret olanaklarını sınırlar, yatırımların geri çekilmesine veya yatırımlara hükümetler tarafından el konulmasına sebebiyet verir.

G. Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi

Askeri otorite atama ile iş başına gelir. Bundan dolayı politik yapıya ve demokratik işleyişe, dışsal etki düzeyinde de olsa müdahale edebilirler. Bunun yanında hükümet üzerinde askeri otoritenin etkisini gösteren başka göstergelerde vardır. Örneğin askeri otorite gerçek veya yaratılmış dış tehditlere karşı hükümet uygulamalarına müdahil olabilir. Bu durum hükümetin karşılaşılabileceği veya karşılaştığı tehditlere karşı, almış olduğu önlemler üzerinde bozucu etki yaratabilir. Veya herhangi bir olumsuz durumun varlığında askeri harcamalardaki artış, hükümetin bütçe içinde diğer harcamaları kısmasını gerektirebilir. Bu durum ülkemiz için geçmiş yıllarda ekonomik anlamda oldukça önemli bir olumsuzluk olarak yaşanmıştır.

Bazı ülkelerde askeri otorite hükümetlerin uygulamaya çalıştıkları programlarda değişiklik yapmalarına ve/veya hükümetin başka bir hükümet ile değiştirilmesi gibi etkilere neden olabilir. Askeri otoritenin sivil yönetime el koyması veya el koyma

riskinin bulunması bu faktörün değerlendirilmesi anlamında o ülkeye ait yüksek risk düzeyini ifade eder. Bu durum piyasa liberalliğinin azalmasına, yabancı sermayenin oluşan ortamdan dolayı yeni yatırımlardan kaçınmasına ve hatta mevcut yatırımlarının faaliyetlerini dondurmasına neden olur.

Tam olarak askeri yönetimin hâkim olduğu ülkeler en yüksek risk seviyesi ile değerlendirilen ülkelerdir. Bunun yanında unutulmaması gereken önemli bir nokta ise kısa süreli askeri rejimin bazı durumlarda kararlı bir çevre ve iş ortamı yaratabileceği ve ülke riskinin azalması yönünde etkili olabileceğidir. Ama genellikle uzun dönemli askeri yönetim ülke riskini arttırır.

Sonuç olarak yüksek oranda; askeri otoritenin sivil yönetime etki etmesi yüksek ülke riski düzeyini tersi ise düşük ülke riski düzeyini ifade eder.

H. Dinsel Gerilimler

Dinsel gerilimler tek bir dinsel grubun sivil kanunları kendi dinsel kuralları ile değiştirmesi ve diğer dinleri politik ve sosyal yaşamdan soyutlaması ile ortaya çıkar. Burada yönetimi tek bir dinsel grubun istekleri belirler, dinsel özgürlükler ortadan kaybolur. Bürokrasi Etkisi faktörünün değerlendirilmesinde üzerinde durulacağı gibi bu tür risklere karşı ülkeleri koruyan en etkin yapı devleti oluşturan kurumların kurumsallaşma düzeyleri ve bürokratik yapının kalitesidir.

Bu durumdaki riskler; o ülkede yaşayan halkın üzerine empoze edilen yetersiz politikalar sonucu oluşan hükümete karşı sivil muhalefetten, iç savaşa kadar değişebilir.

I. Kanun ve Düzenlemeler

Bu faktörün değerlendirilmesinde kanun ve düzenlemelerin etkisi ayrı ayrı değerlendirilir. Her iki alt bileşende, 0 ila 3 arasında puan sistemi kullanılarak birbirinden ayrı olarak değerlendirilirler. Kanun alt bileşenleri yasal sistemin tarafsızlığını ve gücünü değerlendirirken, düzenlemeler alt bileşenleri yasal sistemin halk üzerindeki etkisini değerlendirmek için kullanılır.

Alt bileşenler eğer ülke içindeki yasal işleyiş, hukuksal yapıya uygunsu 3 puan olarak değerlendirilir. Ama eğer çok yüksek suç oranı olup ta kanunlar ve düzenlemeler rutin şekilde ihmal edilmeye başlanırsa ülke için değerlendirme 0 puan olur.

J. Etnik Gerilim

Bu faktör ırk, millet ve dil farklılıkları olan bir ülkede bu farklılıklardan kaynaklanabilecek gerilimleri değerlendirmeye yöneliktir. Irk, millet, dil ayrılıklarından kaynaklanan gerilimlerin yaşandığı ülkeler, karşıt grupların birbirlerine tolerans göstermediği ve uzlaşmadıkları için düşük puan alırken, bu tür gerilimlerin yaşanmadığı ülkeler yüksek puan alırlar.

K. Demokratik Sorumluluklar

Bu faktör hükümetin kendi halkına karşı olan duyarlılık düzeyinin bir ölçüsüdür. Eğer hükümet kendi halkına karşı sosyal politikalar anlamında duyarsız davranırsa o oranda yıpranır ve hükümet düşer. Bu durum demokratik toplumlarda seçim, demokrasinin yerleşmediği toplumlarda ise şiddet veya darbe ile olur. Bu faktörün puanları ülkenin yönetim şekline göre değerlendirilir.

K/1. Alternatifli Demokrasi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Artarda iki dönemden fazla görev yapmayan hükümetler,
- Serbest ve adil seçimler,
- Birden çok politik partinin aktif varlığı,
- Yasama-Yürütme-Yargı arasındaki denge,
- Bağımsız yargı sistemi,
- Kişisel özgürlüklerin korunmasının, hükümet ve diğer yasal yollardan garanti altına alınması,

K/2. Hâkim Demokrasi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Artarda iki dönemden fazla görev yapmayan hükümetler,
- Serbest ve adil seçimler,
- Birden çok politik partinin aktif varlığı,
- Yasama-Yürütme-Yargı arasındaki denge,
- Bağımsız yargı sistemi,
- Kişisel özgürlüklerin korunmasının garanti altına alınması,

K/3. Gerçek Tek Partili Sistem

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Arkası sıra iki dönemden fazla görev yapan hükümet veya buna imkan tanıyan seçim sisteminin belli bir grup tarafından tek partili bir sistemin işleyişini hakim kılması durumu. Demokratik seçim sisteminin yasal olarak veya belli bir grup kararı doğrultusunda ertelenmesi,
- Yasal olmayan veya yasal olduğu kabul edilmeyen demokratik partilerin seçime girmesinin engellenmesi. (Resmi hükümet ve yasal olmadığı savunulan politik partiler üzerinde orantısız medya gücü kullanımı, medyanın yasal olduğu kabul edilmeyen politik partileri engelleyici yönde kullanılması, yasal olduğu kabul edilmeyen politik parti yöneticileri ve üyeleri üzerinde baskı oluşturmak, yasal olduğu kabul edilmeyen politik partilere yönelik engelleyici tedbirler uygulamak)

K/4. Mutlak Tek Parti Sistemi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

- Yapısal tek parti düzeni,
- Yönetime katılamayan politik yapılanmalar üzerinde ki kısıtlamalar,

K/5.Monarşi

Bu yönetim biçiminin temel özellikleri;

Tekbir grubun veya kişinin hâkimiyeti, askeri güç veya hükümlanlık dışında hiçbir kişinin oy hakkının olmaması. En gelişmiş formunda bu düzen kısmi politik gruplara izin verir ama bu yapının karakteristik özelliği liderlik tabanına dayalı olmasıdır.

L. Bürokrasi Etkisi

Hükümet değişimi, dolayısı ile hükümet politikalarının değişmesine karşı devletin genel yapısını koruma anlamında en etkin yapı devleti oluşturan kurumların kurumsallaşma düzeyleri ve bürokratik yapının kalitesidir.

Ülke riski değerlendirmesine tabi ülkede hükümet değişikliği sonucu yaşanması muhtemel politika değişikliklerine karşı kurumların, devletin genel politikalarında çok büyük değişiklikler yaşamadan yönetimi devam ettirebilme yetisi varsa bu ülkeler

değerlendirmeden yüksek puan alırlar. Dolayısıyla bu kararlılığı gösterebilen ülkelerin bürokrasi etkisi açısından ülke riski düzeyleri düşüktür. Bu tür bürokratik yapıya sahip ülkeler politik baskıdan etkilenmez ve devlet kendi mekanizmalarını işletebilir.

Politik Riskin Değerlendirilmesi

PRS-ICRG değerlendirme kapsamında bulunan her bir ülkeye ait politik risk düzeyinin belirlenmesi, yukarıda detaylı olarak anlatılan o ülkeye ait politik risk faktörlerinin sayısal değerlerinin toplamından elde edilir. Toplama sonucu elde edilen politik risk değeri:

- (% 0,0 - % 49,9) Aralığında ise çok yüksek politik riski,
- (% 50,0 - %59,9) Aralığında ise yüksek politik riski,
- (% 60,0 - % 69,9) Aralığında ise orta düzey politik riski,
- (% 70,0 - % 79,9) Aralığında ise düşük politik riski,
- (% 80,0 üzerinde ise çok düşük politik riski ifade eder.

2. PRS-ICRG Sisteminde Ekonomik Risk Kategorisinin Hesaplanması

Ekonomik risk değerlendirmesinin temel amacı ülkenin değerlendirmeye tabi tutulduğu andaki ekonomik güç veya zayıflıklarını ortaya koymaktır. Genel olarak eğer ülkenin ekonomik olarak güçlü yönleri zayıf yönlerinin üzerinde bir oranda (değerde) ise bu durum düşük ekonomik riskin göstergesi tersi durum ise yüksek ekonomik riskin göstergesidir.

Ülkeye ait güçlülük ve zayıflık ifadeleri ekonomik risk faktörleri diye adlandırılan bir grup ekonomik göstergenin değerlendirilmesiyle elde edilir. Her faktör için en düşük değer 0 iken en yüksek değer toplam ekonomik risk değerlendirmesi içinde her faktöre verilmiş ağırlık değeri kadardır.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirmede kullanılan veriler her ülke için geçerli olan bir grup ulusal ekonomik ve finansal göstergelerden oluşur. Bu faktörlerin hesaplanmasında kullanılan yöntem, ekonomik büyüklüklerin bir önceki dönemle veya aynı dönemde başka bir ekonomik değer ile oranlanması şeklinde olmaktadır. Ülkeye ait ekonomik riskin sayısal değeri hesaplandıktan sonra o faktöre ait risk düzeyi her faktör için belirlenmiş bir skalaya göre tespit edilir.

Aşağıdaki tabloda ekonomik risk kategorisi ve faktörleri verilmektedir.

EKONOMİK RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ		
SIRA	BİLEŞENLER	PUAN
A	Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla	5 Puan
B	Yıllık Gerçek GSMH Artışı	10 Puan
C	Yıllık Enflasyon Artış Oranı	10 Puan
D	GSMH' nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10 Puan
E	GSMH' nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan
TOPLAM		100 Puan

A. Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsıla

Bu faktörün hesaplanması için değerlendirmesi yapılacak ülkenin değerlendirme yapılacak yıldaki Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsılası (o yılki ortalama dolar kuruna göre ABD dolarına çevrilir değer) PRS-ICRG' nın incelemeye aldığı bütün ülkelerin hesaplanan Ortalama Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hâsılanın yüzdesi olarak hesaplanır. Aşağıdaki ölçeğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla	
Ortalama %	Puanlar
250,0 ve üzeri	5,0
200,0–249,9	4,5
150,0–199,9	4,0
100,0–149,9	3,5
75,0–99,9	3,0
50,0–74,9	2,5
40,0–49,9	2,0
30,0–39,9	1,5
20,0–29,9	1,0
10,0–19,9	0,5
9.9'a kadar	0

B. Yıllık Reel Gayri Safi Milli Hâsıla Artışı

Bu faktörün hesaplanması için 1990 sabit fiyatları ile ölçüm yapılacak ülkenin tahmini Gayri Safi Milli Hâsılanın yıllık değişim oranı yüzde değişim olarak eksi veya artı yönde hesaplanır. Aşağıdaki ölçeğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Yıllık Reel Gayri Safi Milli Hasıla Artışı	
Ortalama %	Puanlar
6,0 ve üstü	10
5,0-5,9	9,5
4,0-4,9	9,0
3,0-3,9	8,5
2,5-2,9	8,0
2,0-2,4	7,5
1,5-1,9	7,0
1,0-1,4	6,5
0,5-0,9	6,0
0,0-0,4	5,5
-0,1-0,4	5,0
-0,5-0,9	4,5
-1,0-1,4	4,0
-1,5-1,9	3,5
-2,0-2,4	3,0
-2,5-2,9	2,5
-3,0-3,4	2,0
-3,5-3,9	1,5
-4,0-4,9	1,0
-5,0-5,9	0,5
-6,0 ve üstü	0,0

C. Yıllık Enflasyon Artış Oranı

Bu faktörün hesaplanması için Enflasyon Oranının yıllık bazda yüzde değişimleri değerlendirilir. Aşağıdaki ölçüğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değişimin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Yıllık Enflasyon Artışı	
Ortalama %	Puanlar
0,0–1,9	10
2,0–2,9	9,5
3,0–3,9	9,0
4,0–5,9	8,5
6,0–7,9	8,0
8,0–9,9	7,5
10,0–11,9	7,0
12,0–13,9	6,5
14,0–15,9	6,0
16,0–18,9	5,5
19,0–21,9	5,0
22,0–24,9	4,5
25,0–30,9	4,0
31,0–40,9	3,5
41,0–50,9	3,0
51,0–65,9	2,5
66,0–80,9	2,0
81,0–95,9	1,5
96,0–110,9	1,0
11,0–129,9	0,5
130,0 ve üstü	0,0

D. GSMH' nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi

Bu faktör tahmini Bütçe Dengesinin hesaplanacak yıl için ulusal paradaki değeri aynı yıl için yine tahmini GSMH' nın ulusal paradaki değerine oranı hesaplanarak bulunur. Aşağıdaki ölçeye göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değerinin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Bütçe Dengesi			
Ortalama %	Puanlar	Ortalama %	Puanlar
4,0 ve üstü	10	-6,0–6,9	4,5
3,0–3,9	9,5	-7,0–7,9	4,0
2,0–2,9	9,0	-8,0–8,9	3,5
1,0–1,9	8,5	-9,0–9,9	3,0
0,0–0,9	8,0	-10,0–11,9	2,5
-0,1–0,9	7,5	-12,0–14,9	2,0
-1,0–1,9	7,0	-15,0–19,9	1,5
-2,0–2,9	6,5	-20,0–24,9	1,0
-3,0–3,9	6,0	-25,0–29,9	0,5
-4,0–4,9	5,5	-30,0 ve üstü	0,0
-5,0–5,9	5,0		

E. GSMH' nın Yüzdesi Olarak Cari İşlemler Hesabı

Bu faktörün hesaplanması için Ödemeler Dengesi içindeki hesaplamasının yapılacağı yıla ait Cari İşlemler Hesabı, (ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş Cari İşlemler Hesabı) yine o ülkeye ait tahmini GSMH' nın yüzde değeri olarak hesaplanır. (ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini GSMH değeri) Aşağıdaki ölçeye göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değerinin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

GSMH' nın Yüzdesi Olarak Cari İşlemler Hesabı			
Ortalama %	Puanlar	Ortalama %	Puanlar
10,0 ve üstü	15,0	-16,0-16,9	7,0
8,0-9,9	14,5	-17,0-17,9	6,5
6,0-7,9	14,0	-18,0-18,9	6,0
4,0-5,9	13,5	-19,0-19,9	5,5
2,0-3,9	13,0	-20,0-20,9	5,0
1,0-1,9	12,5	-21,0-21,9	4,5
0,0-0,9	12,0	-22,0-22,9	4,0
-0,1-0,9	11,5	-23,0-23,9	3,5
-1,0-1,9	11,0	-24,0-24,9	3,0
-2,0-3,9	10,5	-25,0-26,9	2,5
-4,0-5,9	10	-27,0-29,9	2,0
-6,0-7,9	9,5	-30,0-32,4	1,5
-8,0-9,9	9,0	-32,5-34,9	1,0
-10,0-11,9	8,5	-35,0-39,9	0,5
-12,0-13,9	8,0	-40,0 ve üstü	0,0
-14,0-15,9	7,5		

Ekonomik Riskin Değerlendirilmesi

Toplam ekonomik risk değeri yukarıda anlatılan ve örnek hesaplaması yapılan her risk faktöründen elde edilen değerlerin toplanması ile bulunur. Toplam Ekonomik Risk Değeri 0'dan başlayıp maksimum değer olan 50'ye kadar bir skalaya göre değerlendirilir.

- (% 0,0 - % 24,9) Aralığında ise çok yüksek ekonomik riski,
- (% 25,0 - %29,9) Aralığında ise yüksek ekonomik riski,
- (% 30,0 - % 34,9) Aralığında ise orta düzey ekonomik riski,
- (% 35,0 - % 39,9) Aralığında ise düşük ekonomik riski,
- (% 40,0 üzerinde ise çok düşük ekonomik riski ifade eder.

3.PRS-ICRG Sisteminde Finansal Risk Kategorisinin Hesaplanması

Finansal risk değerlendirmesinin amacı bir ülkenin harcamalarını düzenlemedeki becerisinin değerlendirilmesidir. Yani ülkenin resmi ve ticari işlemlerini ve varsa borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini ölçen bir değerlendirmedir. Bu ölçüm işlemi ekonomik faktörlerin değerlendirmesinde olduğu gibi daha önceden tespit edilen ölçüme tabi her ülkenin finansal risk bileşenlerine risk puanları verilerek yapılır.

Ekonomik risk değerlendirmesinde olduğu gibi her faktör için en düşük değer 0 iken en yüksek değer toplam finansal risk değerlendirmesi içinde her faktöre verilmiş ağırlık değeri kadardır.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirmede kullanılan veriler her ülke için geçerli olan bir grup seçilmiş finansal göstergelerden oluşur. Bu faktörlerin hesaplanmasında kullanılan yöntem, finansal büyüklüklerin bir önceki dönemle veya aynı dönemde başka bir finansal değer ile oranlanması şeklinde olmaktadır. Ülkeye ait finansal riskin sayısal değeri hesaplandıktan sonra o faktöre ait risk düzeyi her faktör için belirlenmiş bir skalaya göre tespit edilir.

FİNANSAL RİSK KATEGORİSİNİN ALT FAKTÖRLERİ		
SIRA	BİLEŞENLER	PUAN
A	GSMH' nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	10 Puan
B	Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10 Puan
C	Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan
D	İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslar Arası Likidite	5 Puan
E	Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı	10 Puan
TOPLAM		50 Puan

A. GSMH' nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç

Bu faktörün hesaplanması için hesaplamanın yapılacağı yıla ait tahmini toplam dış borç, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini GSMH' nin yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıdaki ölççeğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alıyorsa bu yüzde değerin karşılığı olan puan ülkeye verilir.

GSMH' nin Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	
Ortalama %	Puanlar
0,0–4,9	10
5,0–9,9	9,5
10,0–14,9	9,0
15,0–19,9	8,5
20,0–24,9	8,0
25,0–29,9	7,5
30,0–34,9	7,0
35,0–39,9	6,5
40,0–44,9	6,0
45,0–49,9	5,5
50,0–59,9	5,0
60,0–69,9	4,5
70,0–79,9	4,0
80,0–89,9	3,5
90,0–99,9	3,0
100,0–109,9	2,5
110,0–119,9	2,0
120,0–129,9	1,5
130,0–149,9	1,0
150,0–199,9	0,5
200,0 ve üstü	0,0

B. Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Bu faktörün hesaplanması için hesaplamanın yapılacağı yıla ait tahmini Dış Borç Servisi, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıdaki ölçüğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	
Ortalama %	Puanlar
0,0–4,9	10
5,0–8,9	9,5
9,0–12,9	9,0
13,0–16,9	8,5
17,0–20,9	8,0
21,0–24,9	7,5
25,0–28,9	7,0
29,0–32,9	6,5
33,0–36,9	6,0
37,0–40,9	5,5
41,0–44,9	5,0
45,0–48,9	4,5
49,0–52,9	4,0
53,0–56,9	3,5
57,0–60,9	3,0
61,0–65,9	2,5
66,0–70,9	2,0
71,0–75,9	1,5
76,0–79,9	1,0
80,0–84,9	0,5
85,0 ve üstü	0,0

C. Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Bu faktörün hesaplanması için ödemeler dengesi içindeki hesaplamanın yapılacağı yıla ait cari hesap, yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilir ve ilgili ülkeye ait yıllık ortalama ABD kuru değerinden ABD dolarına çevrilmiş tahmini toplam mal ve hizmet ihracatının yüzde değeri olarak hesaplanır. Aşağıdaki ölçüğe göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde ağırlığının karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Toplam Mal Ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap			
Ortalama %	Puanlar	Ortalama %	Puanlar
25,0 ve üstü	15,0	-50,0--54,9	7,0
20,0--24,9	14,5	-55,0--59,9	6,5
15,0--19,9	14,0	-60,0--64,9	6,0
10,0--14,9	13,5	-65,0--69,9	5,5
5,0--9,9	13,0	-70,0--74,9	5,0
0,0--4,9	12,5	-75,0--79,9	4,5
-0,1--4,9	12,0	-80,0--84,9	4,0
-5,0--9,9	11,5	-85,0--89,9	3,5
-10,0-- -14,9	11,0	-90,0--94,9	3,0
-15,0-- -19,9	10,5	-95,0--99,9	2,5
-20,0--24,9	10	-100,0--104,9	2,0
-25,0--29,9	9,5	-105,0--109,9	1,5
-30,0--34,9	9,0	-110,0--114,9	1,0
-35,0--39,9	8,5	-115,0--119,9	0,5
-40,0--44,9	8,0	-120,0'nin altındaki değerler	0,0
-45,0--49,9	7,5		

D. İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite

Bu faktörün hesaplanması için net uluslar arası resmi rezervler o yıl için hesaplanmış ortalama ABD doları değerinden ADB dolarına çevrilir (Bu değer hesaplanmasında tespit edilen periyot için piyasada uygulanan ortalama ABD doları

değerinden; ABD dolarına çevrilmiş resmi altın rezervleri dahil, kullanılmış IMF kredileri ve para otoritesinin dış borçları hariç tutulur) ve bu değer bu zaman dilimi içinde uygulanan ABD dolarının ortalama değerinden hesaplanmış aylık ortalama ithal malların fiyatına bölünür.

Hesaplanan bu değer bize karşılaştırmalı likidite risk oranını verir. Karşılaştırmalı likidite risk oranı ithalatın kaç ay boyunca resmi rezervlerce karşılanabileceğini gösterir. Aşağıdaki ölçeye göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu yüzde değer karşılığı olan puan ülkeye verilir.

İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite Risk Oranı	
Karşılaştırmalı Likidite Risk Oranı	Puan
15 ve üstü	5,0
12,0–14,9	4,5
9,0–11,9	4,0
6,0–8,9	3,5
5,0–5,9	3,0
4,0–4,9	2,5
3,0–3,9	2,0
2,0–2,9	1,5
1,0–1,9	1,0
0,6–0,9	0,5
0,0–0,59	0,0

E. Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı

Bir takvim yılı veya geçmiş 12 aylık dönem için yerel para biriminin ADB doları karşısında değer kazanması veya değer yitirmesi yüzde değişim olarak hesaplanır. Aşağıdaki ölçeye göre ilgili ülke hangi aralıkta yer alırsa bu eksi veya artı yöndeki yüzde değişim karşılığı olan puan ülkeye verilir.

Döviz Kuru Kararlılığı		
Yükselme değeri (+)	Düşme değeri (-)	Puan
0,0–9,9	-0,1– -4,9	10
10,0–14,9	-5,0– -7,4	9,5
14,5–19,9	-7,5– -9,9	9,0
20,0–22,4	-10,0– -12,4	8,5
22,5–24,9	-12,5– -14,9	8,0
24,9–27,4	-15,0– -17,4	7,5
27,5–29,9	-17,5– -19,9	7,0
30,0–34,9	-20,0– -22,4	6,5
35,0–39,9	-22,5– -24,9	6,0
40,0–49,9	-25,0– -29,9	5,5
50 ve üzeri	-30,0– -34,9	5,0
	-35,0– -39,9	4,5
	-40,0– -44,9	4,0
	-45,0– -49,9	3,5
	-50,0– -54,9	3,0
	-55,0– -59,9	2,5
	-60,0– -69,9	2,0
	-70,0– -79,9	1,5
	-80,0– -89,9	1,0
	-90,0– -99,9	0,5
	-100'ün altındaki değerler	0,0

Finansal Riskin Değerlendirilmesi

Yukarıda belirtildiği gibi her risk bileşenine verilen değerlerin toplamından elde edilen toplam finansal risk değeri 0'dan başlayıp maksimum değer olan 50'ye kadar bir skalaya göre değerlendirilir. Toplam puan:

- (% 0,0 - % 24,9) Aralığında ise çok yüksek finansal riski,
- (% 25,0 - %29,9) Aralığında ise yüksek finansal riski,
- (% 30,0 - % 34,9) Aralığında ise orta düzey finansal riski,
- (% 35,0 - % 39,9) Aralığında ise düşük finansal riski,
- (% 40,0 üzerinde ise çok düşük finansal riski ifade eder.

4. PRS-ICRG Sisteminde Birleşik Ülke Riski Değerlendirmesi

Birçok ülke riski derecelendirme kuruluşları genelde ülkelere ait tek bir değer olarak birleşik risk değerlendirmesini yayınlamakta veya satmaktadır. PRS-ICRG ülke riski derecelendirme kuruluşu birleşik ülke riski değerini hesaplanırken yukarıda detaylı olarak anlatılan yöntemleri kullanarak elde ettikleri politik, ekonomik ve finansal ülke riski değerlerini kullanır.

Daha öncede üzerinde durulduğu gibi yararlanıcılar açısından bu yöntemin anlaşılması ve kendi ihtiyaçları doğrultusunda uyarlanması açısından birçok avantajlar vardır. PRS-ICRG birleşik ülke risk değeri aşağıda verilen formüle göre hesaplanır.

$$CPFER(\text{X ülkesi}) = 0,5(\text{PR} + \text{ER} + \text{FR}) \quad \text{Bu formülede;}$$

- CPER= Birleşik Ülke Riski Değeri
- PR= Politik Risk Değeri
- ER= Ekonomik Risk Değeri
- FR= Finansal Risk Değeridir.

Bu formülden hesaplanacak değer (teorik olarak) 100 en az riski, (teorik olarak) 0 ise en yüksek riski gösterir. Tüm risk kategorilerinde ve faktörlerinde olduğu gibi hesaplanan sayısal ülke riski değeri ile ülke riski düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yani herhangi bir ülke için hesaplanan sayısal ülke riski değeri ne kadar yüksekse o ülke için ülke riski düzeyi de o oranda düşüktür. Bunun tersi olarak ta hesaplanan sayısal risk değeri ne kadar düşüğe o ülke için ülke riski düzeyi o oranda yüksektir.

PRS-ICRG değerlendirme kapsamına aldığı ülkeleri ülke riski değerlendirmesinden almış oldukları nota göre derecelendirmek için aşağıdaki ölçek kullanır.

BİRLEŞİK ÜLKE RİSKİ NOT BAREMİ	
Çok Yüksek Risk	00,0–49,5
Yüksek Risk	50,0–59,5
Orta Düzeyde Risk	60,0–69,5
Düşük Risk	70,0–79,5
Çok Düşük Risk	80,0–100

PRS-ICRG güncel verileri kullanarak yaptığı risk değerlendirmesinin yanında her ülke için genel durumu göz önünde bulundurarak ve ileriye dönük muhtemel gelişmeleri değerlendirerek 1 yıl ve 5 yıl sonrası içinde iki ayrı ülke riski değeri hesaplar.

Ayrıca ileriye dönük bir projeksiyon oluşturması için tüm risk faktörleri için en iyi durumlar göz önüne alınarak elde edilen bir ülke riski değeri hesaplanır. Son olarak tüm risk faktörleri için en kötü durumlar göz önüne alınarak elde edilen diğer bir ülke riski değeri hesaplanır.

Kaynak: <http://www.mevzuatdergisi.com/2006/06a/01.htm>

ÖZGEÇMİŞ

Hüseyin Enes ERKOÇAK, 1987 yılında Konya'da doğmuştur. 1998 yılında Konya Ali İhsan Dayıoğlugil İlköğretim Okulu'ndan, 2001 yılında Meram Orta Okulundan, 2004 yılında Meram Naciye Mumcuoğlu Lisesi'nden, 2007 yılında Malatya Polis Meslek Yüksek Okulundan, 2010 yılında Eskişehir Anadolu Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. 2007 yılından beri Emniyet Genel Müdürlüğüne bağlı farklı İl Emniyet Müdürlüklerinde Polis olarak görev yapmaktadır. Evli ve bir çocuk babasıdır.