

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

**ULUSLARARASI DEĞERLEMEDE ÜLKE RİSKİ:
YÖNETİŞİMLE İLGİLİ POLİTİK RİSKLERİN
YABANCI YATIRIMLARA ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Bünyamin YAĞLI

Tez Danışman: Doç. Dr. Banu DİNCER

MAYIS 2019

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

**ULUSLARARASI DEĞERLEMEDE ÜLKE RİSKİ:
YÖNETİŞİMLE İLGİLİ POLİTİK RİSKLERİN
YABANCI YATIRIMLARA ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Bünyamin YAĞLI

Tez Danışman: Doç. Dr. Banu DİNCER

MAYIS 2019

ÖNSÖZ

Tüm hayatım boyunca bana destek olan aileme ve eşime, eğitim hayatım boyunca katkıda bulunan tüm öğretmen ve hocalarıma ve son olarak tanıştığım andan bugüne kadar yanımda olan dostlarıma teşekkür ederim.



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	vii
SEMBOLLER LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER	x
TABLolar	xi
RÉSUMÉ	xiii
ABSTRACT	xvii
ÖZET	xxi
GİRİŞ	1
1. DEĞERLEME İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLAR	4
1.1 Değer Kavramı	4
1.1.1 Defter Değeri (BV - Book Value).....	7
1.1.2 Düzeltilmiş Defter Değeri (ABV - Adjusted Book Value).....	8
1.1.3 Nominal Değer	10
1.1.4 Piyasa Değeri (Pazar Değeri)	10
1.1.5 İhraç Değeri.....	11
1.1.6 Makul Değer (Gerçeğe Uygun Değer)	11
1.1.7 Yatırım Değeri.....	12
1.1.8 Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri - Liquidation Value).....	12
1.1.9 İşleyen Teşebbüs Değeri	14
1.1.10 Sinerji Değeri (Value of Synergy)	14
1.1.11 Marka Değeri (Brand Value).....	16
1.1.12 Emsal Değer	16
1.1.13 İşletme Değeri (EV - Enterprise Value).....	17
1.2 Fiyat, Para ve Piyasa Kavramları	20
1.3 Risk, Olasılık ve Belirsizlik Kavramları	28
1.3.1 Risk Yönetimi	30
1.3.2 Risklerin Sınıflandırılması	33
1.3.2.1 Yönetilebilir ve Yönetilemez Riskler.....	33
1.3.2.2 Sistemik Risk, Sistemik Olmayan Risk ve Sistemik Risk.....	33

1.3.2.3 Finansal Riskler ve Finansal Olmayan Riskler	38
1.3.2.3.1 Piyasa Riski	38
1.3.2.3.2 Kredi Riski (Default Risk)	39
1.3.2.3.3 Likidite Riski.....	40
1.3.2.3.4 Operasyonel Riskler	40
1.3.3 Riskin Ölçülmesi	40
1.3.3.1 Aralık (Range) ve Yarı Kartiller Arası Fark (Semi-interquartile range).....	41
1.3.3.2 Ortalama, Medyan ve Mod.....	42
1.3.3.3 Varyans, Standart Sapma ve Yarı Varyans	43
1.3.3.4 Değişkenlik Katsayısı (CV-Coefficient of Variation).....	45
1.3.3.5 Beta Katsayısı β	46
1.3.3.6 Riske Maruz Değer (VaR-Value at Risk)	50
1.4 Değerleme Kavramı	52
1.4.1 Değerleme Süreci	56
1.4.1.1 İşi, İşletmeyi veya Varlığı Anlamak	56
1.4.1.2 Şirket Performansını Öngörebilmek.....	57
1.4.1.3 Uygun Değerleme Modelini Seçmek	58
1.4.1.4 Tahminleri Bir Değere Dönüştürme.....	58
1.4.1.5 Değerleme Sonuçlarının Uygulanması.....	59
1.4.2 Değerlemesi Yapılan Varlıklar.....	59
1.4.2.1 Zaman İçinde Nakit Akışı Yaratması Beklenen Varlıklar	60
1.4.2.2 Zaman İçinde Nakit Akışı Yaratması Beklenmeyen Varlıklar	61
1.4.2.3 Nakit Akışı Yaratmayan Ancak Bir Olasılık Durumunda Değerli Olabilecek Varlıklar	61
1.4.3 Değerleme Yapılmasına Gereksinim Duyulma Nedenleri ve Kullanım Alanları.	62
1.4.3.1 Şirket Alım-Satım İşlemlerinde Değerleme	62
1.4.3.2 Birleşme ve Ele Geçirme İşlemleri(Mergers and Acquisitions-M&A) veya Devralma Anlaşmalarında Değerleme	62
1.4.3.3 Borsada İşlem Gören Şirketlerin Değerlemesi.....	64
1.4.3.4 Halka Arzda (Initial Public Offerings-IPOs) Değerleme	64
1.4.3.5 Özelleştirmede Değerleme	65
1.4.3.6 Hisse Senedi Geri Alım Fırsatlarında (Stock Buybacks Opportunities- SBOs) Değerleme	65
1.4.3.7 Hisse Senetlerini Çalışanlara Dağıtma Planında (Employee Stock Ownership Plans-ESOPs) Değerleme.....	66
1.4.3.8 Finans ve Bankacılıkta Değerleme.....	66

1.4.3.9 İşletmenin Tasfiyesi veya Yeniden Organize Edilmesinde Değerleme	67
1.4.3.10 Şirketin Geleceğine İlişkin Stratejik Kararlar Alırken Değerleme	67
1.4.3.11 Hukuksal Süreç veya Başarısız Bir Yatırımın Ardından Kayıp ve Hasar Değerlemesi.....	68
1.4.3.12 Boşanma, Miras, Bağış ve Hediye Etmede Değerleme	68
1.4.3.13 Vergi Kanunları Açısından Değerleme	68
1.4.4 Değerlemede Yapılan Hatalar ve Genel Yanılgılar.....	70
1.4.5 Uluslararası Değerleme Standartları	72
2. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE ULUSLARARASI DEĞERLEME	74
2.1 Değerleme Yaklaşımları	74
2.1.1 Varlık- Aktif Bazlı Değerleme Yaklaşımları	76
2.1.1.1 Defter Değeri ve Düzeltilmiş Defter Değeri	79
2.1.1.2 Likidasyon Değeri	81
2.1.1.3 İkame Değeri (Assets' Replacement Value).....	82
2.1.2 Görelî Değerleme Yaklaşımları	83
2.1.2.1 Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları/Katsayıları Analizi (Comparable Company Analysis).....	85
2.1.2.1.1 Kazanç Çarpanları	86
2.1.2.1.2 İşletme Değeri(EV) ve EBITDA Çarpanları.....	87
2.1.2.1.3 Defter Değeri Çarpanları	88
2.1.2.1.4 Tobin Q Oranı	89
2.1.2.2 Emsal Olan İşlemler Analizi (Precedent Transactions Analysis)	89
2.1.3 Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	92
2.1.3.1 Büyüme Modelleri(g) ve Nakit akışı (CF)	94
2.1.3.2 İndirgeme Oranı (r) ve Sermayenin Maliyeti (k)	97
2.2 Uluslararası Değerleme ve Risk.....	100
2.2.1 Uluslararası Değerlemede Ülke Riski(CR- Country Risk) ve Politik Riskler(PR- Political Risks)	101
2.2.2 Ülke Riski ile İlgili Akademik Çalışmalar	107
2.2.3 Ülke Riski Derecelendirmesi ve Değerlemesi Yapan Kurum, Kuruluş ve Endeksler.....	114
2.2.4 Politik Riskler ve Yönetişim	125
2.2.5 Gelişmekte Olan Ülkelerde Değerleme ve Ülke Riski.....	126
2.2.6 Uluslararası Sermaye Hareketleri: Yabancı Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	130
2.2.6.1 Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri	136
2.2.6.2 Yabancı Yatırımı Etkileyen Faktörler ve Ülke Markalaşması	137

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ.....	141
3.1 Araştırmanın Amacı ve Araştırma Sorusu.....	141
3.2 Araştırmanın Veri Setleri, Dizaynı ve Modeli.....	147
3.3 Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları	153
3.4 Araştırmanın Hipotezleri ve Varsayımları.....	155
3.5 Verilerin Analizi ve Araştırma Bulguları	161
3.5.1 FTSE Dünya	164
3.5.2 FTSE Gelişmiş Ülkeler	172
3.5.3 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler.....	180
3.5.4 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler.....	188
3.5.5 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler.....	196
SONUÇ.....	204
KAYNAKÇA	214
EKLER.....	224
ÖZGEÇMİŞ.....	241
TEZ ONAY SAYFASI.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

KISALTMALAR

CSR:	Kurumsal Sosyal Sorumluluklar (Corporate Social Responsibility)
BV:	Defter Değeri (Book Value)
ABV:	Düzeltilmiş Defter Değeri (Adjusted Book Value)
TMS:	Türkiye Muhasebe Standartları
VUK:	Vergi Usul Kanunu
TFRS:	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
UDS(IVS):	Uluslararası Değerleme Standartları
EV:	İşletme Değeri (Enterprise Value)
M&A:	Birleşme ve Satın Alma (Merger and Acquisition)
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
KGK:	Kamu Gözetim Kurumu
BİST:	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
BDDK:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
TOBB:	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
IMF:	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
BIS:	Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank of International Settlements),
OECD:	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Cooperation and Development)
FED:	Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve System)
IVSC:	Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (The International Valuation Standards Council)
IVS:	Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi (The International Valuation Standards)
US GAAP:	Amerika Birleşik Devletleri Kabul Görmüş Genel Muhasebe İlkeleri (United States Generally Accepted Accounting Principles)
FRA:	Vadeli Faiz Oranı Anlaşmaları (Forward Rate Agreements)
CV:	Değişkenlik Katsayısı (Coefficient of Variation)
VaR:	Riske Maruz Değer (Value at Risk)
MBO:	Yönetim Getirme (Management Buyout)
LBO:	Kaldıraçlı Satın Alma İşlemi (Leveraged Buyouts)
IPO:	Halka Arz (Initial Public Offerings)
ESOP:	Hisse Senetlerini Çalışanlara Dağıtma Planı (Employee Stock Ownership Plans)

DCF:	İndirgenmiş Nakit Akışları (Discounted Cash Flow)
CF:	Varlık Tarafından Üretilen Nakit Akışı (Cash Flow)
TV, RV:	Son veya Kalıntı Değer (Terminal Value-Residual Value)
FCFE:	Öz Sermayeye Serbest Nakit Akışları (Free Cash Flow To Equity)
FCFF:	Firmaya Serbest Nakit Akışları (Free Cash Flow to Firm)
DDM:	Temettü İndirgeme Modeli (Dividend Discount Model)
CAPM:	Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model)
WACC:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC- Weighted Average Cost of Capital)
MNC's:	Çok Uluslu Şirketler (Multinational Companys)
CR:	Ülke Riski (Country Risk)
CDS:	Kredi Temerrüt Riski Takası (Credit Default Swap)
SS:	Devletlerin Borçlanma Faizlerei Oranları (Sovereign Spreads)
SR:	Devletler için Kredi Riski (Sovereign Risk)
Moody's:	Moody's Investors Service Inc.
S&P:	Standard & Poor's Financial Services Llc.
Fitch:	Fitch Ratings Inc.
PRS Group:	The Political Risk Services Group
CRAM:	Ülke Risk Sınıflamaları Modeli (Country Risk Classifications Model)
MIGA:	Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (Multilateral Investment Guarantee Agency)
UN:	Birleşmiş Milletler (United Nations)
FDI:	Doğrudan Yabancı Yatırım (Foreign Direct Investment)
FPI:	Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (Foreign Portfolio Equity Investment)
BoP:	Ödemeler Dengesi (Balance of Payments)
LSEG:	Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu (London Stock Exchange Group)
UCM:	Gözlemlenmemiş Bileşenler Modeli(Unobserved Components Model)
WGI:	Evrensel Yönetişim Göstergeleri (The Worldwide Governance Indicators)
VA:	İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(Voice and Accountability)
PS:	Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(Political Stability and Absence of Violence/Terroism)
GE:	Hükümetin Etkinliği(Government Effectiveness)
RQ:	Düzenlemelerin Kalitesi(Regulatory Quality)
RL:	Hukukun Üstünlüğü(Rule of Law)
CC:	Yolsuzluğun Önlenmesi(Control of Corruption)
GDP(GSYİH):	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla(Gross Domestic Product)
GNI(GSMH):	Gayri Safi Milli Hasıla (Gross National Product)
GNI,PPP:	Satın Alma Gücü Paritesine Dayanan Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla

SEMBOLLER LİSTESİ

μ :	X dizisinin ortalaması
Σ :	Toplam sembolü
σ :	Standart sapma
β :	Beta katsayısı
Cov:	Kovaryans
k:	Sermaye maliyeti oranı
r:	Riski yansıtan iskonto oranı
g:	Büyüme (Growth)
γ :	Gama
λ :	Lamda
α :	Alfa
ρ :	Rho

ŞEKİLLER

Şekil 1.1 İşletme Değeri ve Diğer Değer Kavramlarının Konumları	19
Şekil 1.2 Piyasaların İşleyiş Mekanizması	27
Şekil 1.3 Riskin Dağılımı	37
Şekil 2.1 Bir Firmanın Temel Görünümü.....	76
Şekil 2.2 Ülke Riski Genel Ortamı.....	103
Şekil 2.3 Risk Analizinin Preksiyolojik İlişkisi.....	104
Şekil 2.4 Doğrudan Yabancı Yatırım: Net Girişler	132
Şekil 2.5 Doğrudan Yabancı Yatırım: Net Çıkışlar (GSYİH'nin Yüzdesi)	133
Şekil 2.6 Portföy Yatırımları: Net Girişler (GSYİH'nin Yüzdesi)	136

TABLOLAR

Tablo 1.1 Defter Değeri.....	8
Tablo 1.2 Düzeltilmiş Defter Değeri	9
Tablo 1.3 Risk vs. Belirsizlik	29
Tablo 1.4 Karar Alma, Risk Dağıtımı ve Takibi	32
Tablo 1.5 Beta Katsayısı	49
Tablo 2.1 En Çok Kullanılan Çarpanlar/Katsayılar	86
Tablo 2.2 Ülkelerin Borçlanma Faizleri(SS) Model Varyasyonları	112
Tablo 2.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşları Genel Rating Skalaları	122
Tablo 2.4 FTSE Russel Ülke Sermaye Piyasaların Gelişmişlik Sınıflandırması	127
Tablo 3.1 Tanımlayıcı İstatistikler	161
Tablo 3.2 Bağımsız Değişkenler Arası Korelasyonlar	163
Tablo 3.3 FTSE Dünya Nonparametrik Korelasyonlar	165
Tablo 3.4 FTSE Dünya Model Summary.....	166
Tablo 3.5 FTSE Dünya ANOVA.....	167
Tablo 3.6 FTSE Dünya Coefficients	168
Tablo 3.7 FTSE Dünya Model Summary.....	169
Tablo 3.8 FTSE Dünya ANOVA.....	170
Tablo 3.9 FTSE Dünya Coefficients	171
Tablo 3.10 FTSE Gelişmiş Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar	173
Tablo 3.11 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary.....	174
Tablo 3.12 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA.....	175
Tablo 3.13 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients	176
Tablo 3.14 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary.....	177
Tablo 3.15 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA.....	178
Tablo 3.16 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients	179
Tablo 3.17 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar	181
Tablo 3.18 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary.....	182
Tablo 3.19 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA.....	183
Tablo 3.20 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients	184
Tablo 3.21 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary.....	185
Tablo 3.22 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA.....	186

Tablo 3.23 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients	187
Tablo 3.24 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar	189
Tablo 3.25 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary	190
Tablo 3.26 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA	191
Tablo 3.27 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients	192
Tablo 3.28 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary	193
Tablo 3.29 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA	194
Tablo 3.30 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients	195
Tablo 3.31 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar	197
Tablo 3.32 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Model Summary	198
Tablo 3.33 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler ANOVA	199
Tablo 3.34 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Coefficients	200
Tablo 3.35 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Model Summary	201
Tablo 3.36 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler ANOVA	202
Tablo 3.37 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Coefficients	203
Tablo 3.38 Hipotez Testleri Sonuçları	212

RÉSUMÉ

Le sujet de cette thèse, qui couvre 16 années entre 2002-2017 et 79 pays de l'indice FTSE, est d'examiner les relations positives, négatives significatives ou non significatives entre les risques politiques (PR) fondés sur la gouvernance et les investissements directs étrangers (IDE) et les investissements deS capitaux de portefeuille étrangers (IPE) en regroupant les pays en fonction de l'évolution de leurs marchés financiers.

Actuellement, le concept de valeur peut être utilisée comme synonyme de concepts tels que prix, valeur ou bénéfice. La raison c'est que la valeur peut être montrée comme une relation naturelle et une interaction avec ces concepts, alors que la valeur n'est pas un substitut exact à ces concepts. Différentes méthodes ont été développées et utilisées au fil du temps pour déterminer la valeur d'un actif. De même, dans la littérature économique, différentes méthodes sont utilisées pour exprimer la valeur. Le concept de valeur a été défini différemment en fonction de l'objectif de l'évaluation, mais a toujours servi de base aux méthodes d'évaluation.

Dans le premier chapitre, des concepts tels que valeur, marché, prix et risque sont expliqués. Ensuite, le concept d'évaluation, le processus d'évaluation, les raisons de l'évaluation et les actifs évalués sont expliqués. En général, la littérature est résumée avec les concepts nécessaires.

Les analystes et les experts utilisent un large éventail de modèles d'évaluation allant du plus simple au plus extrême. Les modèles reposent souvent sur des hypothèses très différentes suivant les éléments clés qui déterminent la valeur. Toutefois, certaines caractéristiques communes sont toujours partagées et, par conséquent, les méthodes d'évaluation peuvent être classées selon les termes principaux. Lors de l'examen de la littérature et des normes d'évaluation internationales, trois approches d'évaluation traditionnelles sont acceptées. Cependant, on peut dire qu'il existe d'autres méthodes d'évaluation indépendantes ou hybrides qui constituent une alternative à ces trois méthodes d'évaluation principales. Les méthodes d'évaluation peuvent être énumérées comme suit; Approches d'évaluation basées sur les actifs, Approches d'évaluation relatives, Approches d'évaluation basées sur les flux.

Dans la deuxième partie, ces approches d'évaluation sont examinées. Nous nous intéressons ensuite au risque pays, qui correspond à l'utilisation du prime de risque dans l'escompte des méthodes d'évaluation basées sur le revenu, afin de déterminer ou de décider le coût, et de calculer plus précisément la valeur réelle d'un actif international. Ensuite, les institutions, leurs méthodes d'évaluation et celle d'évaluation du risque pays sont mentionnées. Enfin, les mouvements de capitaux internationaux sont représentés en fonction du risque pays.

L'évaluation internationale est un concept qui permet de prédire le risque, en termes de coûts du capital ou de taux d'actualisation, sous la forme d'une prime de risque pour un mouvement de capital vers un autre pays. Du fait de son objectif et de ses méthodes, l'évaluation internationale occupe une position interdisciplinaire pouvant tirer parti de nombreux ensembles de données différents. Ceux-ci incluent la politique, la stabilité politique, l'économie, la croissance, les politiques fiscales, le droit, le travail pour la paix, le terrorisme, la guerre, la corruption, etc. Aujourd'hui, mesurer l'impact du risque pays sur l'investissement direct ou les projets d'investissement est devenu l'un des plus gros problèmes de la communauté internationale et du monde d'affaires. Les analyses d'évaluation classiques incluent des multiplicateurs, des coefficients ou une valorisation de la croissance et des flux du trésor similaires avec un taux d'actualisation, en comparant des entreprises avec des entreprises du même pays. Cette situation peut conduire à ignorer certains risques et entraîner une perte de rendement ou de capital pour les investisseurs étrangers. C'est pourquoi l'importance de la valorisation internationale ne cesse de croître. Le risque pays est souvent utilisé conjointement avec des investissements transfrontaliers et analysé du point de vue des investisseurs étrangers. Pour cette raison, le risque pays pour un pays donné est le risque auquel les investisseurs sont exposés lorsqu'ils investissent dans ce pays étranger, par rapport aux investissements potentiels dans d'autres pays ou dans leur propre pays. Le risque pays fait partie intégrante du risque d'investissement causé par les frontières nationales. En outre, l'importance du risque pays dépend du type d'investissement et de l'actif lui-même. Dans l'évaluation internationale, le risque de pays est souligné par le coût d'opportunité lié à la nature de l'investissement. Dans un environnement où la croissance est généralement mondiale et les destins économiques des pays interdépendants, chaque investisseur et chaque entité est exposé à un risque pays de petite ou grande envergure. Même les investisseurs qui préfèrent investir dans des sociétés nationales sont indirectement exposés au risque de marché en raison des investissements réalisés par des investisseurs internationaux dans d'autres sociétés nationales. Le risque pays est la combinaison des risques associés à un investissement dans un pays étranger.

Les risques politiques forment la variable la plus importante et peut-être la plus influente des risques pays. Des concepts tels que la démocratie ou la dictature, la manière dont le pouvoir politique dans le pays est transféré avec fluidité, la corruption, la guerre, la violence et le terrorisme sont utilisés pour déterminer le niveau de risque politique. En outre, il est important pour les investisseurs internationaux de participer aux activités du gouvernement du pays. Un impôt supplémentaire sur les sociétés affectant les résultats après impôt et l'introduction de restrictions sur les transferts de fonds sont de bons exemples pour expliquer les effets des politiques gouvernementales sur les investisseurs internationaux.

La gouvernance politique est constituée de traditions et d'institutions dans lesquelles l'autorité du gouvernement d'un pays est utilisée. Cela inclut le processus dans lequel les gouvernements sont élus, contrôlés et modifiés par des élections; la capacité des gouvernements à formuler et à mettre en œuvre efficacement des politiques saines, le respect des institutions, de la société civile et des citoyens

régissant les interactions économiques et sociales internes. L'essentiel est peut-être la direction et le type d'interaction entre l'État, les individus et les institutions.

Dans l'évaluation internationale, selon les modèles de calcul du risque standard utilisés pour actualiser les flux du trésor, le risque pays (CR) est ajouté au modèle avec une prime de risque spécifique. Selon cette méthode, le risque de CR de manière fondamentale augmente le taux d'actualisation et rend l'actif moins valorisable. A la lumière de cette hypothèse, alors que certains investisseurs étrangers abandonneront l'investissement en raison de ce risque de surplus, cette situation permettra également un gain supplémentaire aux investisseurs qui peuvent gérer ce risque. Par conséquent, en théorie, il existe une corrélation entre les investissements étrangers et CR. Les risques politiques sont l'un des principaux déterminants du risque pays. Le sujet de cette thèse, qui couvre 16 années entre 2002-2017 et 79 pays de l'indice FTSE, est d'examiner les relations positives, négatives ou insignifiantes entre les risques politiques (PR) fondés sur la gouvernance et les investissements directs étrangers (IDE). et Investissements de capitaux de portefeuille étrangers (IPE) en regroupant des pays en fonction de l'évolution de leurs marchés financiers.

Les 6 principaux éléments de risque politique des données indicatives de la Banque mondiale, les indicateurs de gouvernance dans le monde (WGI) sont: voix et responsabilité (WGIVA), stabilité politique et absence de violence (WGI), efficacité gouvernementale (WGIG), qualité de la réglementation (WGIRQ), Etat de droit (WGIRL) et contrôle de la corruption (WGICC). L'étude a pour objectif d'examiner ces composantes du risque politique et de déterminer l'importance et l'impact de ces indicateurs sur les flux d'investissements étrangers. Théoriquement, on pense que le risque politique lié à la gouvernance aura un impact négatif sur les investissements étrangers. Au sens politique, la gouvernance est constituée de traditions et d'institutions par lesquelles un pays est gouverné. En général, l'instabilité politique liée à la gouvernance accroît les incertitudes économiques et financières, réduisant ainsi le désir des investisseurs étrangers d'investir dans le pays d'accueil.

FTSE International Limited, société de recherche internationale basée au Royaume-Uni, classe les pays en fonction de l'évolution des marchés financiers, tels que la taille, la cohérence, la stabilité et la prévisibilité, les restrictions du capital et la liberté d'accès au marché. Dans ce contexte, les pays sont divisés en quatre groupes. Développé, avancé émergent, secondaire émergent et à la frontière sont des références à ces quatre groupes. En plus de ces groupes, le chercheur ajoute l'ensemble de l'échantillon FTSE World. Les données relatives aux variables dépendantes (IDE et FPI) et les variables de contrôle (PIB et GNIPPP) ont été obtenues de la base de données de la Banque Mondiale. Les variables indépendantes sont extraites de WGI, un autre indicateur de données de la Banque Mondiale. En raison du grand nombre de données, millions et milliards de dollars, etc., le logarithme de base a été utilisé pour toutes les variables. Dans l'étude, une analyse de régression a été réalisée en convertissant toutes les variables en sept échelles optimales par leur mode. Cette méthode permet de normaliser un ensemble de données qui n'affiche pas une distribution normale et ce type de mise à l'échelle optimale d'une analyse de relation donne des résultats plus clairs. Le redimensionnement a été refait pour chaque groupe

de pays FTSE International Limited. Toutes les analyses ont été effectuées à l'aide du programme IBM Statistics SPSS 22.

Selon les résultats de l'étude, une relation significative a été établie entre les risques politiques fondés sur la gouvernance, les investissements directs étrangers (IDE) et les investissements de capitaux de portefeuille étrangers (IPE). Surtout quand les pays sont divisés en groupes, cette relation devient plus évidente. Pour résumer les principaux résultats de la recherche:

- Les pays en développement sont plus sensibles aux risques politiques liés à la gouvernance que les pays développés.
- On peut dire que les pays développés sont insensibles aux risques politiques liés à la gouvernance ou ont une corrélation négative.
- De manière générale, les investissements étrangers et les risques politiques (PR) l'notes fondés sur la gouvernance ont une relation positive.
- Il existe une relation significative entre la stabilité politique et l'absence de violence (WGIPS) et la qualité de la réglementation (WGIRQ) pour tous les groupes du FTSE et le résultat de l'analyse de régression de l'IDE.
- Selon l'analyse de régression, les concepts les plus significatifs pour IPE sont la voix et la responsabilité (WGIVA), la règle de droit (WGIRL) et le contrôle de la corruption (WGICC).

ABSTRACT

The subject of this thesis, covering 16 years between 2002-2017 and 79 countries in FTSE index, It tries to examine positive-negative or significant-insignificant relations between to Governance-based Political Risks' (PR) and Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Capital Investments (FPI) by grouping countries according to the developments status of their capital markets.

At present time, the concept of value can be used as synonymous with concepts such as price, worth or benefit. The reason for this is that value can be shown as a natural relationship and interaction with these concepts, whereas the value is not a exact substitute for these concepts. Different methods have been developed and used over the time to determine the value of an asset by people. Similarly in the business literature, there are different methods used to express the value. The concept of value has been defined differently according to the purpose of valuation, but has always served as a basis for valuation methods and methodology.

In the first chapter, concepts such as value, market, price and risk are explained. Then, the concept of valuation and the valuation process, the reasons of the valuation and the assets that are valued are mentioned. In general, the literature is summarized with the necessary concepts.

Analysts and experts use a wide range of different valuation models from simple to extreme. Models are often based on very different assumptions about the key elements that determine the value. However, some common features are always shared, and therefore valuation approaches can be categorized under the main terms. When reviewing the literature and International Valuation Standards, there are three main stream or traditional valuation approaches accepted. However it can be said there are other independent or hybrid valuation approaches which are formed as an alternative to these thre main valuation approaches. Valuation approaches can be listed as follows; Asset-based Valuations Approaches, Relative-based Valuation Approaches, Cash Flow-based Valuation Approaches.

In the second part, these valuation approaches are mentioned. Then we focus on the country risk which is a risk premium usage in the discount of income-based valuation approaches, to determine or decide the cost, and helping to calculate more accurately the real value of an international asset. After that the institutions and their methods of evaluation and ratings related to country risk are mentioned. Finally, international capital movements are represent based on the country risk.

International valuation is a concept that enables predict risk, in terms of capital costs or discount rates by a risk premia for a capital movement to another country. Due to its purpose and methods, international valuation stands in an interdisciplinary position can benefit from many different data sets. These include politics, political stability, economy, growth, fiscal policies, law, peace work, terrorism, war, corruption etc. Today, measuring the impact of country risk on direct investment or investment projects has become one of the biggest problems of the international business world. Conventional valuation analyzes include similar multipliers, coefficients or valuation of growth and cash flow through with a discount rate by comparing enterprises with firms from the same country. This situation may lead to ignore some risks and cause loss of return or capital for foreign investors. For this reason the importance of international valuation is therefore increasingly increasing. Country risk is often used in conjunction with cross-border investments and analyzed from the perspective of foreign investors. For this reason, country risk for a given country is the risk that investors are exposed to when they are investing in that foreign country, when compared to potential investments in other countries or their own country. Country risk is an integral part of the investment risk caused by national borders. In addition, extent the country risk to some depends on the type of investment and the asset's itself. In international valuation, the reason for underlining country risk comes from the opportunity cost in the nature of investment. In an environment where growth is generally global and the economic destinies of countries are interdependent, each investor and entity is exposed to small and large scale of country risk. Even investors who prefer to invest in domestic companies are exposed to market risk indirectly due to investments made by international investors to other domestic companies. Country risk is the combination of the risks associated with investing in a foreign country.

Political risks are the most important and perhaps the most influential of the variable of country risks. Concepts such as democracy or dictatorship, how political power in the country is transferred fluently, corruption, war, violence and terrorism are used to determine the level of political risk. In addition, it is important for international investors in the activities of the government in the host country. Additional corporate tax to affect post-tax earnings and introducing fund transfer restrictions are good examples to explain the effects of government policies on international investors.

Political governance consists of traditions and institutions in which the authority-government in a country is used. This includes the process in which governments are elected, monitored and changed by elections; the capacity of governments to effectively formulate and implement healthy policies, respect for institutions, civil society and citizens governing internal economic and social interaction, perhaps the most important thing is the direction and type of interaction between the state and individuals and institutions.

In international valuation, according to standard risk calculation models, which is used to discount cash flows, Country Risk (CR) is added to the model with a specific risk premium. According to this method, CR risk in the basic way increases the discount rate and causes the asset to appear more worthless. In the light of this assumption, while some of the foreign investors will give up the investment due to this surplus risk, also this situation will be allow an extra profit for the investors who can manage this surplus risk. Therefore, theoretically, there is a correlation between CR and foreign investments. One of the major determinants of country risk is political risks. The subject of this thesis, covering 16 years between 2002-2017 and 79 countries in FTSE index, It tries to examine positive-negative or significant- insignificant relations between to Governance-based Political Risks' (PR) and Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Capital Investments (FPI) by grouping countries according to the developments status of their capital markets.

The 6 main policy risk components of the World Bank's indicative data The Worldwide Governance Indicators (WGI) are, Voice and Accountability(WGIVA), Political Stability and Absence of Violence(WGIPS), Government Effectiveness(WGIGE), Regulatory Quality(WGIRQ), Rule of Law(WGIRL) and Control of Corruption(WGICC). The aim of the study is to examine these political risk components and to determine the importance and impact of these indicators for foreign investment inflows. Theoretically, it is thought that the political risk related to governance will have a negative impact on foreign investments. In the political sense, governance consists of traditions and institutions a country is used by the authority and government. In general, political instability related to governance increases economic and financial uncertainty, thus reducing the desire for foreign investors to invest in the host country.

FTSE International Limited, a global research company based in the UK, is classifies the countries according to the development of capital markets, such as size, consistency, stability and predictability, capital restrictions and freedom of access to the market. In this context, the countries are divided into four groups. Developed, Advanced Emerging, Secondary Emerging and Frontier are references to these four groups. In addition to these groups, covering all the sample FTSE World is added by the researcher. Dependent (FDI and FPI) and control variables (GDP and GNIPPP) data were obtained from World Bank DataBank. The independent variables are taken from WGI, an other indicator data of the World Bank. Due to the large numbers of data, million and billion dollars etc., e base logarithm was taken for all variables. In the study, regression analysis was performed by converting all variables to seven optimal scales by their mod. This method allows normalization of a data set that does not display normal distribution and this type of a relationship analysis optimal scaling gives clearer results. Scaling was done again for each FTSE International Limited country group. All analysis were performed using IBM Statistics SPSS 22 program.

According to the research results, a significant relationship was established between Governance-based Political Risks' and Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Capital Investments (FDI). Especially when the countries are divided into groups, this relationship becomes more deeply evident. To summarize the main results of the research:

- Developing countries are more sensitive to political risks related to governance than developed ones.
- It can be said that developed countries are insensitive to political risks scores related to governance or have a negative correlation.
- In general terms, foreign investments and Governance-based Political Risk scores (PR) are positively related.
- There is a significant relation between Political Stability and Absence of Violence (WGIPS) and Regulatory Quality (WGIRQ) for all FTSE groups to the result of FDI regression analysis.
- According to regression analysis, the most significant concepts for FPI are Voice and Accountability (WGIVA), Rule of Law (WGIRL) and Control of Corruption (WGICC).

ÖZET

Bu tezin konusu, 2002-2017 yılları arasındaki 16 yılı ve FTSE endeksindeki 79 ülkeyi kapsayarak, Yönetişimle İlgili Politik Riskler(PR) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI) arasındaki pozitif-negatif veya anlamlı-anlamsız ilişkileri ülkeleri sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre gruplandırarak incelemeye çalışmaktır.

Günümüzde değer kavramı fiyat, bedel ya da fayda gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılabilmektedir. Bunun sebebi olarak değerın söz konusu kavramlarla doğal bir ilişki ve etkileşim halinde olması olarak gösterilebilirken, aslında değer bu kavramların birebir yerini tutmamaktadır. Bir varlığın değerinin belirlenmesinde zaman içerisinde farklı metot ve yöntemler geliştirilmiş ve kullanılmıştır. İşletme literatüründe de benzer şekilde değeri ifade etmek için kullanılan farklı yöntem ve metotlar bulunmaktadır. Değer kavramı, değerlemenin yapılış amacına göre farklı şekillerde tanımlanmış, fakat değerlendirme yöntemleri ve metodolojisi için her zaman bir temel oluşturma görevi görmüştür.

Birinci bölümde değerlemeye etki eden kavramlardan değer, piyasa, fiyat, risk gibi kavramlara değinilmiş olup, daha sonrasında değerlendirme kavramı ve değerlendirme süreci, değerlendirme yapılma nedenleri ve değerlemesi yapılan varlıklardan bahsedilmiştir. Genel manada literatür gerekli kavramlarla özetlenmiştir.

Analistler ve değerlendirme yapanlar, basitten aşırı komplikeye kadar geniş bir yelpazede birçok farklı değerlendirme modeli kullanmaktadırlar. Modeller genellikle değeri belirleyen temel unsurlar hakkında çok farklı varsayımlara dayanmaktadır. Ancak her zaman bazı ortak özellikleri paylaşmakta ve bu nedenle değerlendirme yaklaşımları daha geniş başlıklar altındaki ana terimlerle sınıflandırılabilirler. Literatür geneli ve Uluslararası Değerleme Standartları incelendiğinde literatürde kabul görmüş üç ana veya geleneksel değerlendirme yaklaşımı bulunurken, bu değerlendirme yaklaşımlarına alternatif olarak oluşturulmuş diğer bağımsız veya hibrit değerlendirme yaklaşımları da ayrıca bulunmaktadır. Değerleme yaklaşımları temelde şu şekilde sıralanabilmektedir; Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Asset-based Valuations Approaches), Göreli Değerleme Yaklaşımları (Relative-based Valuation Approaches), Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash Flow-based Valuation Approaches).

İkinci bölümde öncelikle bu değerlendirme yaklaşımlarından bahsedilmiştir, daha sonrasında özellikle gelir bazlı değerlendirme yaklaşımların iskontolanmasında, maliyetin belirlenmesinde veya indirgenmesinde kullanılan, uluslararası değerlemede değerin daha doğru nitelikte ve risk ile birlikte hesaplamasına yardımcı olan kavramlardan ülke riskine odaklanılmış, ülke riski ile ilgili olarak değerlendirme ve derecelendirme yapan

kuruluşlara ve metotlarına değinilmiş ve son olarak ülke riskiyle ilişkili olarak uluslararası sermaye hareketlerinden bahsedilmiştir.

Uluslararası değerlendirme, bir sermaye hareketinin başka bir ülke sınırları içerisinde maruz kalabileceği riskleri ön görerek, riskin sermaye maliyetleri veya iskonto oranları üzerinden ifade edilmesini sağlayan bir kavramdır. Amacı ve yöntemleri gereği disiplinler arası bir konumda yer alan uluslararası değerlendirme, birçok farklı veri setinden yararlanabilmektedir. Bunlar arasında politika, politik istikrar, ekonomi, büyüme, maliye politikaları, hukuk, barış çalışmaları, terörizm, savaş, yozlaşma vb. gibi gösterge veriler sayılabilmektedir. Günümüzde riskin direkt yatırıma veya yatırım projelerine olan etkisini ölçmek, uluslararası iş dünyasının en büyük sorunlarından birisi haline dönüşmüştür. Geleneksel değerlendirme analizleri, işletmeleri aynı ülkeden firmalarla karşılaştırarak, benzer çarpanlar/katsayılar veya büyüme ve nakit akışı iskonto oranları üzerinden değerlemeyi içermektedir. Bu durum yabancı yatırımcılar için bazı riskleri baştan ön görebilmeyi engellemekte ve sermaye veya getiri kaybına yol açabilmektedir. Uluslararası değerlemenin önemi bu nedenle giderek artmaktadır. Ülke riski genellikle sınır ötesi yatırımlarla bağlantılı olarak kullanılmakta ve yabancı yatırımcının bakış açısıyla analiz edilmektedir. Bu nedenle, belirli bir ülke için ülke riski, yatırımcıların yabancı ülkelere yatırım yaparken, diğer ülkelere veya kendi ülkesine yapılabilecek potansiyel yatırımlarla karşılaştırıldığında maruz kaldığı duruma bağlı risktir. Ülke riski, ulusal sınırların neden olduğu yatırım riskinin ayrılmaz bir parçasıdır. Bunun yanı sıra ülke riski bir dereceye kadar yatırımın türüne ve varlığın kendisine de bağlı olmaktadır. Uluslararası değerlemede, ülke riskinin altının çizilmesinin nedeni yatırım doğasındaki pragmatiklikten gelmektedir. Büyümenin genellikle küresel olduğu ve ülkelerin ekonomik kaderlerinin birbirine bağlı olduğu bir ortamda, her yatırımcı ve varlık ülke riskindeki değişimlere küçük ve büyük ölçeklerde maruz kalmaktadır. Yurtiçi şirketlere yatırım yapmayı tercih eden yatırımcılar bile, uluslararası yatırımcılar tarafından diğer yurt içi şirketlere yapılan yatırımlar nedeniyle dolaylı olarak piyasa riskine maruz kalmaktadır. Ülke riski, yabancı bir ülkede yatırım yapmakla ilişkili risklerin bir araya getirilmesidir.

Ülke risklerinin kaynaklarından en önemlisi ve belki de en çok etki edeni politik risklerdir. Ülkenin demokrasi mi yoksa diktatörlük mü olduğu, ülkedeki politik gücün ne kadar akıcı bir şekilde aktarıldığı, yozlaşma, savaş, şiddet ve terörizm gibi kavramlar politik risk seviyesini belirlemek için kullanılmaktadır. Bunun yanında ev sahibi ülkedeki hükümetin yürüttüğü faaliyetlerde uluslararası yatırımcılar için önem arz etmektedir. Bir ev sahibi hükümetin; vergi sonrası kazançları etkileyecek şekilde ek kurumlar vergisi veya stopaj vergileri koyması ve fon transferi kısıtlamalar getirmesi, hükümet politikaların uluslararası yatırımcıları üzerindeki etkilerini açıklamak için iyi birer örneklerdir.

Politik anlamda yönetim, bir ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Bu durum genelde hükümetlerin seçimler ile seçildiği, izlendiği ve değiştirildiği süreci içerirken; hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin biçimde formüle etme ve uygulama kapasitesi, içerideki ekonomik ve sosyal etkileşimi yöneten kurumlara, sivil topluma ve vatandaşlara saygı duyması, belki de en önemli done olarak devlet ile kişi ve kurumlar arasındaki etkileşimin yönü ve cinsi

politik riskin en büyük değişkeni olmaktadır. Bununla birlikte, politik riskleri tanımlamaya, ölçmeye ve analiz etmeye çalışanların analitik ve kavramsal odak düzlemi, politik istikrar, siyasi sistem türü, politik devamlılık, kurumsal istikrar, hukuk üstünlüğü, şeffaflık ve doğruluk ile ilgili kaygılar etrafında yönetim kayda değer bir süreklilik göstermektedir.

Uluslararası değerlemede, nakit akışlarının iskonto edilmesinde kullanılan standart risk hesaplama modellerine göre, Ülke Riski(CR) belirli bir risk primi ile modele eklenmektedir. Bu yöntemle göre, temel şekilde CR riski iskonto oranını arttırarak, varlığın daha değersiz görünmesine neden olmaktadır. Bu varsayım ışığında yabancı yatırımcıların bir bölümü bu fazlalık riskten dolayı yatırım yapmaktan vazgeçecek iken, bu fazlalık riski yönetebilecek yatırımcılar için bu durum ekstra bir kazanç sağlanmasına olanak tanıyacaktır. Bu nedenle ile teorik olarak CR ile yabancı yatırımlar arasında bir bağıntı olduğu düşünülmektedir. Ülke riskinin en büyük belirleyicilerinden biri politik riskler olmaktadır. Bu tezin konusu, 2002-2017 yılları arasındaki 16 yılı ve FTSE endeksindeki 79 ülkeyi kapsayarak, Yönetişimle İlgili Politik Riskler(PR) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI) arasındaki pozitif-negatif veya anlamlı-anlamsız ilişkileri ülkeleri sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre gruplandırarak incelemeye çalışmaktadır.

Dünya Bankası'nın bir gösterge datası olan The Worldwide Governance Indicators'da (WGI) yer alan 6 ana politik risk bileşeni şu şekildedir: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL), Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC). Araştırmanın amacı bu politik risk bileşenlerini incelemek ve bu göstergelerin yabancı yatırım girişleri için önemini tespit etmektir. Teorik olarak, yönetimle ilgili politik riskin yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olacağı düşünülmektedir. Siyasi anlamda yönetim, bir ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Genel olarak yönetime ilgili politik istikrarsızlık, ekonomik ve mali anlamdaki belirsizliği arttırmakta ve böylece yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkeye yatırım yapma isteklerini azaltmaktadır.

İngiltere merkezli küresel bir araştırma şirketi olan FTSE International Limited ülkeleri, sermaye piyasaların gelişmişliğine göre; piyasanın kalitesi, büyüklüğü, tutarlılığı, istikrarı ve öngörülebilirliği, sermaye sınırlamaları ve piyasaya erişim özgürlüğü gibi belirli kriterler dâhilinde sınıflandırmaktadır. Bu kapsamda ülkeler 4 gruba ayrılmıştır. Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler, Gelişmekte Olan Sınırında Olan Ülkeler bu 4 gruba atıftır. Bir de bu grupların yanına araştırmacı tarafından 4 grubu da kapsayan FTSE Dünya ana kütesi eklenmiştir. Bağımlı (FDI ve FPI) ve kontrol değişkenleri (GDP ve GNIPPP) dataları Dünya Bankasına ait DataBank'tan elde edilmiştir. Bağımsız değişkenler ise Dünya Bankası'nın bir gösterge datası olan WGI'dan alınmıştır.

Dataların çok büyük sayılar içermesi sebebiyle (Milyon ve Milyar Dolar vb.) tüm değişkenlerin e tabanında logaritması alınmıştır. Araştırmada regresyon analizleri

tüm değişkenleri modlarına yedili optimal ölçeklere çevirerek yapılmıştır. Bunun sebebi normal dağılım sergilemeyen bir data setinin normal hale getirilmesine olanak sağlaması ve ilişki analizlerinde bu tip bir optimal ölçeklemenin daha net sonuçlar vermesidir. Hollanda'daki Leiden Üniversitesi Sosyal ve Davranış Bilimleri Fakültesi tarafından geliştirilen (Data Theory Scaling System Group (DTSS)) CATREG nümerik verilerin optimal ölçeklere çevrilerek analizlerinin yapılmasına olanak sağlamaktadır. Ölçeklendirme her FTSE International Limited ülke grubu için kendi içinde tekrardan yapılmıştır. Çalışmadaki tüm analizler IBM Statistics SPSS 22 programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Araştırma sonuçlarına göre yönetişime dayalı politik riskler ile yabancı yatırım arasında farklı güven aralıklarından anlamlı bir ilişki kurulmuştur. Özellikle ülkeler gruplara ayrıldığında bu ilişkinin daha da derin şekilde belirginleştiği görülmektedir.

Araştırmanın ana sonuçlarını özetlemek gerekirse:

- Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş olanlara göre yönetişime dayalı politik risklere karşı daha fazla duyarlı olmaktadır.
- Gelişmiş ülkelerin politik risk notlarına duyarsız olduğu veya belirli bir oranda negatif bir bağıntı içinde bulunduğu söylenebilmektedir.
- Genel anlamda yabancı yatırımlar ile politik risk notları pozitif olarak bağıntılıdır.
- FDI için Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile tüm FTSE grupları arasında bağıntı kurulmuştur.
- FPI için en çok bağıntı kurulan kavramlar Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) olmuştur.

GİRİŞ

Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, değer kavramını, “*Bir nesnenin kullanım değeriyle birlikte sağladığı toplam fayda, varlığın takasından veya el değiştirmesinden elde edilecek varlık miktarı, takas karşılığında alınan varlık para ise fiyatıdır.*”, olarak tanımlanmıştır.¹ Bir varlığın fiyatı günümüzde para veya diğer kıymetli varlıklarla-kâğıtlarla ölçülmektedir. Transfer gerçekleşirken arz-talep, nadirlik, üretim girdileri, iş gücü maliyeti, sağlayacağı fayda, içinde bulunulan zaman ve hatta alıcının pazarlık gücü gibi çeşitli faktörler değişimi gerçekleştiren varlığa biçilen değeri bir şekilde etkilemektedir. Günümüzde değer kavramı fiyat, bedel ya da fayda gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılabilir. Bunun sebebi olarak değer söz konusu kavramlarla doğal bir ilişki ve etkileşim halinde olması olarak gösterilebilirken, aslında değer bu kavramların birebir yerini tutmamaktadır. Bir varlığın değerinin belirlenmesinde zaman içerisinde farklı metot ve yöntemler geliştirilmiş ve kullanılmıştır. İşletme literatüründe de benzer şekilde değeri ifade etmek için kullanılan farklı yöntem ve metotlar bulunmaktadır. Değer kavramı, değerlemenin yapılış amacına göre farklı şekillerde tanımlanmış, fakat değerlendirme yöntemleri ve metodolojisi için her zaman bir temel oluşturma görevi görmüştür. Birinci bölümde değerlemeye etki eden kavramlardan değer, piyasa, fiyat, risk gibi kavramlara değinilmiş olup, daha sonrasında değerlendirme kavramı ve değerlendirme süreci, değerlendirme yapılma nedenleri ve değerlemesi yapılan varlıklardan bahsedilmiştir.

Değerleme metodolojisinin temelini oluşturan değerlendirme yaklaşımları, literatürün de genel anlamda kaynağını sayılmaktadır. Değerlemesi yapılan varlığın kendisi, maruz kaldığı riskler, piyasa, değerlemenin yapılış amacı, potansiyel alıcın hevesi, varlığın bulunduğu ülke gibi faktörler değere etki etmektedir. Bunun yanında başkaca

¹ Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 12. Baskı, Nisan 2012, s. 99-100.

makro ve mikro politik, ekonomik ve mali sebepler de değere ayrıca etki edebileceklerdir. Analistler ve değerleme yapanlar, basitten aşırı komplikeye kadar geniş bir yelpazede birçok farklı değerleme modeli kullanmaktadır. Modeller genellikle değeri belirleyen temel unsurlar hakkında çok farklı varsayımlara dayanmaktadır. Ancak her zaman bazı ortak özellikleri paylaşmakta ve bu nedenle değerleme yaklaşımları daha geniş başlıklar altındaki ana terimlerle sınıflandırılabilirler. Literatür geneli ve Uluslararası Değerleme Standartları incelendiğinde literatürde kabul görmüş üç ana veya geleneksel değerleme yaklaşımı bulunurken, bu değerleme yaklaşımlarına alternatif olarak oluşturulmuş diğer bağımsız veya hibrit değerleme yaklaşımları da ayrıca bulunmaktadır. Değerleme yaklaşımları temelde şu şekilde sıralanabilmektedir; Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Asset-based Valuations Approaches), Görelî Değerleme Yaklaşımları (Relative-based Valuation Approaches), Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash Flow-based Valuation Approaches). İkinci bölümde öncelikle bu değerleme yaklaşımlarından bahsedilmiştir, daha sonrasında özellikle gelir bazlı değerleme yaklaşımların iskontolanmasında, maliyetin belirlenmesinde veya indirgenmesinde kullanılan, uluslararası değerlemede değerin daha doğru nitelikte ve risk ile birlikte hesaplamasına yardımcı olan kavramlardan ülke riskine odaklanılmış, ülke riski ile ilgili olarak değerlendirme ve derecelendirme yapan kuruluşlara ve metotlarına değinilmiş ve son olarak ülke riskiyle ilişkili olarak uluslararası sermaye hareketlerinden bahsedilmiştir.

Siyasi güvensizliğin gittikçe arttığı bir dünyada, uluslararası aktörler, potansiyel genişlemelerini yönlendirecek bir karar alma aracı sağlamak için politik risk analizine yönelmektedirler. Bununla birlikte, politik güvensizlik küreselleşme ile dünya genelinde belirgin bir şekilde genişlediğinden, bir disiplin olarak politik risk analizi, siyasi riskleri tanımlamak ve bir operasyonun karlılığını değerlendirmek için orijinal bir mekanizmadan, bir yönteme dönüşmüştür. Bu bağlamda, 3. bölüm genel olarak, belirli kategoriler ışığında yabancı yatırımlar üzerinde etki eden ana politik risk göstergelerini incelemeyi amaçlamaktadır. Araştırmanın ana sorusu “Ülkeler, sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre kategorize edildiğinde politik risk notlarıyla yabancı yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?” olarak belirlenmiştir.

Ülke riskinin en büyük belirleyicilerinden biri politik riskler olmaktadır. Siyasi anlamda yönetim ile ilgili politik riskler bir ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Bu durum genelde hükümetlerin seçimler ile seçildiği, izlendiği ve değiştirildiği süreci içerirken; hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin biçimde formüle etme ve uygulama kapasitesi, içerideki ekonomik ve sosyal etkileşimi yöneten kurumlara, sivil topluma ve vatandaşlara saygı duyması, belki de en önemli nokta olarak devlet ile kişi ve kurumlar arasındaki etkileşimin yönü ve cinsi politik riskin en büyük değişkeni olmaktadır. Siyasi istikrarsızlık, zayıf kanunlar ve düzenlemeler, devlet bütçesinin güvenilirliği, seçimlerin dürüstlüğüne güvensizlik, şeffaflığın yoksunluğu, bürokratik bozulma, yozlaşma, ticaret politikası, terörizm, protesto ve isyanlar, savaş, vergi tutarsızlıkları, şiddete dayalı suçlar, organize suçlar, müsadere ve kamulaştırma... vb. gibi farklı durumlar ve olaylar yüksek politik riski ortaya çıkabilmektedir. Teorik politik risk ne kadar yüksek olursa, ev sahibi ülke ekonomisine yapılan yatırımlar o derece azalmaktadır. Bu kapsamda araştırma, 2002-2017 yılları arasında 16 yıl boyunca 79 ülkeyi kapsayan; Evrensel Yönetişim Göstergeleri'nin (WGI-The Worldwide Governance Indicators) yönetimle ilgili politik risk bileşenleri ile(İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(Voice and Accountability), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(Political Stability and Absence of Violence/Terroism), Hükümetin Etkinliği(Government Effectiveness), Düzenlemelerin Kalitesi(Regulatory Quality), Hukukun Üstünlüğü(Rule of Law), Yolsuzluğun Önlenmesi(Control of Corruption)) Doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI- Foreign Direct Investment) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI- Foreign Portfolio Equity Investment) arasındaki pozitif-negatif veya anlamlı-anlamsız ilişkileri ülke sermaye piyasaların gelişmişlik kategorileri ile gruplandırarak incelemeye çalışmaktadır.

1. DEĞERLEME İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLAR

Mal ve hizmetlerin kişi ve kurumlar diğer bir değiş ile ekonomik aktörler arasında değişimi-transfери, insanoğlunun ihtiyacından fazla üretim yapmasından beri gerçekleşmektedir. Transfer gerçekleşirken arz-talep, nadirlik, üretim girdileri, iş gücü maliyeti, sağlayacağı fayda, içinde bulunulan zaman ve hatta alıcının pazarlık gücü gibi çeşitli faktörler değişimi gerçekleştiren nesneye biçilen değeri bir şekilde etkilemektedir. Önceleri bu değer takas edilen metallerle ölçülürken, paranın bir takas aracı olarak kullanılması maddi değer kavramını başka bir değiş ile fiyatı ortaya çıkartmıştır. Değer kavramı hem maddi hem de manevi boyutuyla medeniyet tarihi boyunca ilgi görmüş, zamanla nesnelerin değerlerinin niteliği konusunda tartışmalar olmuş ve ileri sürülen teorilerle değer kavramına farklı yaklaşımlar getirilmiştir. Bu bakış açısıyla birinci bölümde değerlemeye etki eden kavramlardan değer, piyasa, fiyat, risk gibi kavramlara değinilecek olup, daha sonrasında değerlendirme süreci, değerlendirme yapılma nedenleri ve değerlemesi yapılan varlıklardan bahsedilecektir.

1.1 Değer Kavramı

Marksist Emek Değer Teorisi'ne göre değer, bir meta üretilirken onun üretim sürecinde harcanan emek gücü ve bu emeğin cisimleştirmesiyle oluşmaktadır. Bu noktada nesnelerin insan emeğiyle değiştirilmesi-işlenmesiyle bir değişim değeri ortaya çıkmaktadır. Soyut olan insan emeğinin somutlaştığı ya da maddeleştiği bu süreçte değer ortaya çıktığı savunulmuştur.² Özetle bu teoride bir nesnenin değeri, onun üretim sürecinde harcanan emeğin niteliğine göre belirlenmektedir.

² Karl Marx, **Kapital**, C.I, Çev. Alaattin Bilgili, Sol Yayınları, Ankara, Mart 1978, s. 52-53.

Marjinal Değer Teorisi'ne göre ise değer, nesnelerin sahiplerine sağladıkları marjinal faydalar üzerinden biçimlenerek ölçülmektedir. Teori bir varlığın değerinin aslında ona duyduğumuz ihtiyaçtan kaynaklı olduğu savı üzerine ortaya çıkmıştır. Varlığın kişiye olan aidiyeti ile bu değere sahip olmayacağı, fakat ihtiyaçlarımızın tatminine attığımız önemin bir nesnenin asıl değerini belirleyen unsur olduğu savunulmaktadır. Bu ihtiyaç ve tatmin ilişkisi neticesinde değer ortaya çıkmakta, artmakta ya da kaybolmaktadır.³ Bu noktada altı çizilmesi gereken en önemli şey Marjinal Değer Teorisi savunucularına göre aslında değer subjektif olduğudur.

Günümüzde değer kavramı fiyat, bedel ya da fayda gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılabilmektedir. Bunun sebebi olarak değer söz konusu kavramlarla doğal bir ilişki ve etkileşim halinde olması olarak gösterilebilirken, aslında değer bu kavramların birebir yerini tutmamaktadır. Bu kapsamda iki teoriyi bir biriyle karşılaştırdığımızda; ilkinde üretilen bir meta veya hizmet için harcanan emekten kaynaklı olarak her zaman için bir değer bulunmaktadır, ancak; marjinal teoriye göre eğer söz konusu meta veya hizmet tatmin sağlamayacaksa, diğer bir deyişle talep yoksa aslında değersizdir. Değer kavramının ekonomistler açısından karmaşık ve tartışmalı bir konu olmasının sebebi kavramın doğasındaki subjektif ve objektiflik çatışmasıdır. Bahsedilen teorilerin 19. yüzyılda geliştirildiği düşünüldüğünde, bu teorilerin mirası üzerine inşa edilen veya bu teorilerin eleştirisini yapan yeni konseptlerin, yeni bulgu ve araştırmalar ışığında geliştirildiği ve geliştirilmeye devam edeceği görülmektedir.⁴

İşletme literatürü açısından baktığımızda değer kavramı ekonomi literatüründe olduğu gibi yine tartışmalı bir konu olmuştur. Değer kavramı işletmelerin hem ahlaki değerleri hem de maddi değeri açılarından uzun süredir incelenmiştir. Bu kapsamda ahlaki ve etik değerler tarafında “Kurumsal Sosyal Sorumluluk” kavramı (CSR Corporate Social Responsibility) 1950’li yıllarda ortaya çıkmış, 90’larla birlikte

³ Carl Menger, **Principles Of Economics**, Alabama, Ludwig von Mises Institute Prints, 2007 s. 114-121.

⁴ Maurice Dobb, **Theories of Value and Distribution Since Adam Smith: Ideology and Economic Theory**, Cambridge, Cambridge University Press, 1975 s. 18-42.

küreselleşme hareketlerinin de etkisiyle işletme literatüründe görece yeni bir kavram olarak yer bulmuştur. CSR uluslararası insan haklarını içeren, çalışma ve çevre standartlarının korunmasına teşvik eden, işletmenin sosyal çevre ile olan ilişkilerinde uyumu sağlayan, yasal gerekliliklerin uygulanmasında ise tüm şirket faaliyetlerine rehberlik eden karar verme ve uygulama süreci olarak tanımlanmaktadır. CSR İşletmenin iç ve dış çevresiyle birlikte harmoni yaratarak, bundan değer yaratma üzerine kurgulanmaktadır. Günümüz rekabetçi dünyasında CSR'ın önemi artmaktadır; toplum için sürdürülebilir olduğu sürece işletmelerin kurumsal başarıya ulaşmasında katkı sağlayacağı ve tüm paydaşlar için değer yaratacağı vurgulanmaktadır.⁵ Yapılan çalışmalarda CSR'ın kurumsal ve finansal performans ile net şekilde bağlantılı olduğu ortaya koyulmuştur.^{6,7} Şirketlerin ahlaki ve etik değerlerinden de artı değer yaratabileceği hatta şirketlerin piyasa değerlerini ciddi manada etkilediği görülmekte ve bilinmektedir⁸, ancak bu tezde bir işletmenin rakiplerine göre konumu, var olan mali verilerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarına göre piyasa değerlemesine odaklanılacaktır.

Değer, yönetim fonksiyonlarına göre işletme literatürünün içinde bile farklı anlamlara sahiptir. Pazarlamada, değer, genellikle müşteri değeri olarak algılanırken, stratejik yönetim ise onu bir değer zinciri olarak algılamakta bir firmanın müşterilerine değer sağlamak için gerçekleştirdiği adımlar olarak görmektedir. Finansta ise değer, temel değer ve hissedar değerinden oluşan firma değeridir. Temel değer, beklenen serbest nakit akışlarının bugünkü değerine dayanırken, hissedar değeri işletme değerinden ödenmemiş yükümlüklerin çıkartılması olarak tanımlanmaktadır.⁹

⁵ Archie B. Carroll, **The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility**: Chapter 2 A History of Corporate Social Responsibility, Oxford, Oxford University Press, 2008, s. 19-20.

⁶ CB Bhattacharya ve diğ., **Leveraging Corporate Responsibility The Stakeholders Route to Maximizing Business and Social Value**, Cambridge, Cambridge University Press, 2012 s. 8.

⁷ Abigail McWilliams, Donald Siegel, "Corporate Social Responsibility And Financial Performance: Correlation Or Misspecification", **Strategic Management Journal**, 2000, Vol. 21., s. 603-609

⁸ Steven F. Cahan ve diğ., "Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence", **European Accounting Review**, 2016 Vol. 25, s. 579

⁹ Rajesh Kumar, **Valuation Theories and Concepts**, London, Academic Press, 2016, s. 3.

Bir varlığın değerinin belirlenmesinde farklı metot ve yöntemler geliştirilmiş ve kullanılmıştır. İşletmeler için de benzer şekilde değeri ifade etmek için kullanılan farklı yöntem ve metotlar bulunmaktadır. Değer kavramı, değerlemenin yapılış amacına göre farklı şekillerde tanımlanmış, fakat değerlendirme yöntemleri ve metodolojisi için her zaman bir temel oluşturma görevi görmüştür. İşletme literatürü açısından önem arz eden değerle ilgili bazı kavramlar başlıklar altında açıklanmıştır.

1.1.1 Defter Değeri (BV - Book Value)

Defter değeri, bir varlığın veya işletmenin defter kayıtları veya finansalları üzerinden belirlenen değeridir.¹⁰ Tanımdan da anlaşılacağı üzere defter değeri muhasebe uygulamaları ve vergi sistemiyle ilgili bir kavramı ifade etmektedir. Muhasebe kayıtlarının, gelir tablolarına veri oluşturmaları; bir firmanın gerçek kazanç potansiyeline ilişkin ölçü sağlaması, bilançonda yer alan firma varlıklarının ve öz kaynakların değerinin güvenilir bir şekilde yer almasına bağlı olmaktadır. Bu noktada yararlanılan muhasebe uygulamasına göre kur farkı, stok, amortisman veya finansman giderlerinin değerlemesinde farklı değer sonuçları ortaya çıkabilmektedir. Kurların ve enflasyonun yükseldiği dönemlerde defter değeri ekonomik aktörler için yanıltıcı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Defter değeri bu sebeplerle nerdeyse hiçbir zaman piyasa değeriyle eşleşmemektedir.¹¹

Defter değeri değerlendirme literatüründe aynı zamanda aktif taraftan yabancı kaynakların çıkartılmasıyla da bulunabilmektedir.^{12,13} Bu durumda defter değeri aslında kayıtlı sermaye ve sermaye benzeri varlıklara eşit olmaktadır.¹⁴ İşletmenin

¹⁰ Paul Pignataro, **Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Incorporated, 2013, s. 279.

¹¹ Pablo Fernandez, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”, Working Paper, Madrid, University of Navarra, 2007, s. 4.

¹² Pignataro, **Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity...**, s. 281.

¹³ Fernandez, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”..., s.4.

¹⁴ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul, Beta Basım, Mart 2001, s. 132.

temel anlamda aktiflerinden yükümlülüklerini çıkarttığımızda el elde ettiğimiz rakam öz sermaye olacaktır. Tablo 1.1’e göre $20 - 15 = 5$ Milyon TL işletmenin defter değeri olacaktır.

Tablo 1.1 Defter Değeri

Aktif	Pasif
20 Milyon TL	-Uzun ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar 15 Milyon TL
	-Sermaye ve Benzeri Varlıklar 5 Milyon TL

Kaynak: Pablo Fernandez, Valuation Methods and Shareholder Value Creation s.25’ten esinlenilerek oluşturulmuştur.

Defter değeri tek başına yatırımcılar için bir anlam ifade etmemekle birlikte benzer sektörlerdeki firmalara göre işletmenin konumunu anlamak için değerlendirme hesaplamalarında girdi olarak kullanılabilir.

1.1.2 Düzeltilmiş Defter Değeri (ABV - Adjusted Book Value)

Defter değerinde varlıklar, bilançoya kaydedildikleri günkü değerleri üzerinden görünmektedirler, bu durum varlığın mevcut durumdaki gerçek değerinin yansıtmayabilmektedir. TFRS(Türkiye Finansal Raporlama Standartları) 13’e göre “*piyasa katılımcıları arasında değerlendirme tarihinde bir varlığın satışından elde edilecek ya da bir borcun devrinden kaynaklı olarak ödenecek fiyata gerçeğe uygun*

değer” denmektedir.¹⁵ Düzeltilmiş defter değeri de bu varlıkların gerçeğe uygun değerlemeleri yapıldıktan sonra oluşan yeni bilançodaki defter değeridir.

Tablo 1.1’deki firmanın defter değerinin düzeltilmesinin yapıldığı ve şu sonuçların elde edildiğini varsayarsak; toplamı 20 Milyon TL olan aktif taraftaki, sattığı mallardan olan alacaklarından 2 Milyon TL’lik bölümün tahsil kabiliyetinin kalmadığı, bunun yanında yeniden yapılan stok değerlemesinde 1 Milyon TL’lik stokun bozulduğu ve kullanılamaz hale geldiği ve yapılan yeni ekspertiz değerlemesinde; maddi duran varlıkların yeniden değerlemesinden kaynaklanan 10 Milyon TL’lik bir artış olduğu raporlanmıştır. Tablo 1.2’den de görülebileceği üzere, işletmenin düzeltilmiş defter değeri 12 Milyon TL olurdu ve eski defter değerine göre işletmenin 7 Milyon TL daha değerlendirildiği görülmüştü, ayrıca bir sonraki güncellemeye kadar bu rakam yeni defter değerini de oluştururdu.

Tablo 1.2 Düzeltilmiş Defter Değeri

Aktif	Pasif
27 Milyon TL	-Uzun ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar 15 Milyon TL
	-Sermaye ve Benzeri Varlıklar 12 Milyon TL

Kaynak: Pablo Fernandez, Valuation Methods and Shareholder Value Creation s.26’dan esinlenilerek oluşturulmuştur.

¹⁵Kamu Gözetim Kurumu, Türkiye Finansal Raporlama Standartları 13, <http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/7890/TMS/TFRS-2018-Seti>, Erişim tarihi:15.05.2018.

1.1.3 Nominal Değer

Hisse senetlerinde, muhasebe kayıtlarına esas teşkil eden değerdir.¹⁶ Ayrıca varlıkların senetlerinin üzerinde yazılı olan itibari değer olarak da tanımlanmaktadır. Paranın üzerinde yazan nominal değer aynı zamanda piyasa değeri iken, hisse senedi, tahviller ve bonolarda piyasa değeri genelde nominal değerden farklılaşmaktadır. Nominal fiyatlar yatırımcı davranışını açık şekilde etkilediğine dair çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, bireyler kurumlardan daha düşük fiyatlı hisse senetlerine sahip olma eğiliminde olmaktadır.¹⁷

1.1.4 Piyasa Değeri (Pazar Değeri)

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre piyasa değeri (pazar değeri) istekli bir alıcı ve satıcı arasında herhangi bir zorlama olmadan, tam bilgi ve basiretle muvazaasız bir şekilde gerçekleşen el değiştirme işlemi olarak tanımlanmaktadır.¹⁸ Bir işletmenin hisseleri eğer borsada işlem görüyorsa, işletmenin piyasa değeri borsadaki hisse senedi fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımı ile birlikte de bulunabilmektedir. Bu sebeple piyasa değeri bir varlığın serbest bir piyasada arz ve talebe göre alınıp satılması veya takaslanmasıyla oluşan değer olarak da tanımlanmaktadır. İşletmelerin piyasa değerine birçok farklı unsur etki edebilmektedir. İşletmelerin sahip olduğu entelektüel sermaye bu duruma örnek olarak verilebilmektedir. Yapılan çalışmalar entelektüel sermaye ile işletme performansı ve piyasa değeri arasında pozitif bir korelasyon olduğunu sergilemektedir.¹⁹ Bunun yanında firmaların göstermiş oldukları

¹⁶ Lale E. Karabıyık, **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**, Bursa, Marmara Kitabevi, , Ekim 1997, s. 34.

¹⁷ Justin Birrua, Baolian Wang, "Nominal Price illusion" **Journal of Financial Economics**, 2016, Vol. 119, s. 578-598.

¹⁸ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards**, London, Page Bros, 2017, s. 18-20.

¹⁹ Sirinuch Nimtrakoon, "The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN", **Journal of Intellectual Capital**, 2015, Vol.16, s.587-618.

CSR performanslarının da piyasa değerlerinde ayrıca etki eden bir unsur olduğu bilinmektedir.²⁰

1.1.5 İhraç Değeri

Hisse senedi, tahvil ya da diğer finansal varlıkların ilk kez arzındaki satış değeridir. Hisse senedinin ihraç değeri genelde nominal-yazılı değerinin bir piyasa çarpanıyla kaldırılanmasıyla olurken, tahviller nominal değerlerin altında olabilmektedir.²¹ Ülkemizde hisse senedi arz fiyatları aracı kurumlar tarafından belirlenirken, denetleyici ve düzenleyici kurumların ihraç fiyatlarına herhangi bir şekilde müdahalesi bulunmamaktadır.²² İhraç değerinin doğru ve makul belirlenmesi hisse senedinin birincil piyasaya ilk çıkış işlemini oluşturması nedeniyle, gelecekte veya ikincil piyasada oluşacak fiyatlara taban da oluşturacağından önem arz etmektedir. Ülkemizde hisse senetlerinde ihraç değerleri genelde aralıklı olarak arza aracılık eden kurumlar tarafından belirlenirken, fiyatlar ise talebe göre şekillenmektedir, arz büyüklüğü de doğal bir sonuç olarak bu durumdan etkilenmektedir.

1.1.6 Makul Değer (Gerçeğe Uygun Değer)

Makul değer, belirli bir ölçüm tarihinde piyasa katılımcıları arasında bir varlığın satılması veya piyasa katılımcıları arasında düzenli bir işlemde bir yükümlülüğü transfer etmek için ödenen fiyattır.²³ Bir varlığın tam olarak hak ettiği fiyatıdır, varlık ne kelepik, varlığa verilen paranın edeceğinden çok daha fazla değerli-faydalı nede

²⁰ Cahan ve diğ., “Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence”..., s. 579-611.

²¹ Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü..., s. 201.

²² Borsa İstanbul A. Ş., Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem

Görme, http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf ,

Erişim tarihi: 16.05.2018.

²³ Stephan H. Penman, “Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or a Minus?”, **Accounting and Business Research**, 2007, Vol. 37, s. 33-44.

verilen paranın hak ettiğinden daha az değerli-faydalıdır. Makul değerın ekonomik değeri ölçmenin en iyi yolu olduğu söylenmektedir.²⁴

1.1.7 Yatırım Değeri

Bir varlığın bireysel veya kurumsal yatırım amaçları doğrultusunda, gelecek sahibinin beklentisi üzerinden oluşan değerine yatırım değeri denir. Kavram içinde kişiye veya kuruma özel subjektif bir değer esasını barındırmaktadır. Bu değer ayrıca bir varlığa sahip olmanın veya elde bulundurmanın sağlayacağı faydaları da içerdiğinden, yatırım yapıldıktan sonra illaki bir transfer ya da el değıştirme olmasına gerek bulunmamaktadır.²⁵ İyimser bir getiri beklentisi ışığında bir varlığın yatırım değeri ile kısa ve uzun dönemde kazanç ya da hedef fiyatının tahmininin, yatırım değerinin belirlenmesinde rol aldığı bilinmektedir.²⁶

1.1.8 Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri - Liquidation Value)

Tasfiye değeri bir tüzel kişiliğın varlığının sona ermesi durumunda onun sahip olduğu mal varlığının tasfiye günü sonunda elde edilen değerdir.²⁷ Temel anlamda bir işletme ya da teşebbüs çözünme sürecine girdiğinde tüm varlıklarının hızlı bir şekilde satılıp borçlarının ödenmesi sonucunda elde kalan tutar olarak tanımlanabilmektedir.²⁸ Bu değerin içinde işletmenin tasfiye giderlerinin (çalışanlara yapılan işten ayrılma, vergi giderleri ve diğeri tipik tasfiye giderleri) düzeltilmiş net değerden düşölmesi de yer almaktadır.²⁹

²⁴ Karen K. Nelson, “Fair Value Accounting for Commercial Banks: an Empirical Analysis”, **The Accounting Review**, 1996, Vol. 71, s. 163.

²⁵ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards...**, s. 22.

²⁶ Keejae P. Lee, Zhi Hong Da, “What Drives Target Price Forecasts and Their Investment Value?” **Journal of Business Finance & Accounting**, 2016, Vol. 43, s 487-510.

²⁷ William Gole, Joseph Morris, **Mergers and Acquisitions**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., , 2007, 3rd edition, s. 72.

²⁸ Robert W. Pricer, Alec C. Johnson, “The Accuracy of Valuation Methods in Predicting The Selling Price Of Small Firms”, **Journal of Small Business Management**, 1997, Vol. 35, s. 25.

²⁹Fernandez, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”..., s.5.

14 Şubat 2011 tarihinde 27846 no’lu Resmi Gazete’de yayınlanan 6102’nolu Türk Ticaret Kanunu’na göre ülkemizde tasfiye, eğer şirket sözleşmesinde farklı bir düzenleme yoksa tasfiye memuru adı verilen kişiler tarafından icra edilmektedir. Bu memurlar şirket genel kurulu kararıyla seçilebileceği gibi, uyumsuzluk halinde yetkili ticaret mahkemesi tarafından da atanabilmektedir. Tasfiye memurları borçları ödemek alacakları tahsil etmek ve net mal varlığını ortaya çıkartmakla yükümlüdürler.³⁰

Bir tasfiye değeri analizinde, uygulayıcı her bir varlık kategorisinin değerini hızlı bir satış sürecindeki değerleri ile inceler, bu değerleri toplar ve bu tutardan iş kapama, işletmenin yasal yükümlülükleri ve işletmenin borçlarını ödemenin maliyetlerini çıkarır. Eğer buradan pozitif bir değer kalıyorsa bu işletmenin minimum değerini oluşturur.³¹

Açıkçası tasfiye değeri yöntemin kullanılabilirliği oldukça spesifik durumlarla sınırlıdır. Bu spesifik durumlar zorunlu ve isteğe bağlı tasfiye süreçleri olarak dile getirilebilmektedir. Tasfiye kavramı işletmenin kendini sonlandırması manasına da geldiğinden, söz konusu kavram, şirketin gelecekteki faaliyetlerinden yaratabileceği gelirler, işletmenin sahip olduğu nitelikli insan gücü, araştırma ve geliştirme, marka isimleri, teknolojik yetkinlikler, müşteri sadakati ve şirketin işleyen bir teşebbüs olduğu gibi önemli doneleri dışarda bırakmakta³², işletmeye sadece parçalanabilir bir meta olarak yaklaşmaktadır. Bu nedenle bir şirketin işler haldeki değeri her zaman likidasyon değerinden daha fazla olmaktadır.³³

³⁰ Resmi Gazete, Türk Ticaret Kanunu, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/02/20110214-1-1.htm>, Erişim tarihi: 21.05.2018.

³¹ Jeffrey C. Hooke, **Security Analysis And Business Valuation On Wall Street: A Comprehensive Guide To Today's Valuation Methods**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2010, 2nd Edition, s.341-342.

³² Mary E. Barth, ve diğ., “Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net income as a Function of Financial Health”, **Journal of Accounting and Economics**, 1998, Vol. 25, s. 2-3.

³³ Fernandez, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”..., s. 5.

Tasfiye değerinin, düzeltilmiş defter değerinden farkı bulunmaktadır. Düzeltilmiş defter değerinde bir varlığın elden çıkarılmasının piyasada göreceği varsayımsal değeri esas alınırken, tasfiye değerinde söz konusu varlık direkt olarak elden çıkartılmaktadır.³⁴

1.1.9 İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir işletme veya varlığın değeri aslında piyasa fiyatından görece daha fazla olmaktadır. Maddesel varlıkların işletme çatısı altında bir araya toplanması mal veya hizmet üretiminde bir araçtır. Toprak, emek, sermaye ve her bir çalışanın en iyi ve etkin şekilde kullanılmasıyla elde edilen değer, işletmenin parça parça değerlendirilmesinden her zaman daha büyük bir değer olacaktır. Yaratılan bu ek değer maddi olmayan ama gerçekliği bilinen bir varlıktır.³⁵ Örgüt ve örgütlenmeyi de içinde bulunduran bu değere işleyen teşebbüs değeri denmektedir. Söz konusu değere işletmenin yıllar içinde edindiği tecrübe bilgi ve birikim de dâhildir. İşleyen teşebbüsün kolektif bir faaliyet olması nedeniyle, iyi bir organizasyon yapısı, firma için rekabet üstünlüğü sağlayabileceği bir faktör olarak kabul edilmektedir.³⁶ İşleyen teşebbüs değeri kavramın kendinde barındırdığı kolektif durum gereği likidasyon değerinin zıttı olmaktadır.

1.1.10 Sinerji Değeri (Value of Synergy)

Sinerji değeri, iki veya daha fazla varlığın bir araya getirilerek yeni ve diğerlerin tek tek toplamından daha değerli bir varlık oluşturmaya denmektedir. Değerleme literatüründe, en az iki şirketin bir araya gelmesi veya bir diğer deyiş ile satın alma ya da birleşmeye konu olmasıyla ek bir değer ortaya çıkardığı fayda olarak da

³⁴ Barth ve diğ., “Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health”..., s. 4.

³⁵ Merle F. Dimbath, “The Theory and Practical Determination of Going Concern Value”, **Journal of Forensic Economics**, Vol. 7, 1994, s. 171-178.

³⁶ Glen Atkinson, “Going Concerns, Futurity and Reasonable Value”, **Journal of Economic Issues**, Vol. 43., 2009, s.434-435.

tanımlanmaktadır. Ortaya çıkan sinerji hem finansal hem de operasyonel olarak olabilmektedir. Operasyonel sinerjiye, birleşmeden doğabilecek ölçek ekonomileri sayesinde, kombine firmanın üretimini daha düşük maliyetli hale getirilebilirken, kârın artmasına yardımcı olabilmektedir. Bunun yanında eğer iki firma aynı sektörde ise rekabetteki azalışla birlikte, ürün fiyatlamalarında ekstra bir güç elde edilmesine yardım etmektedir. Finansal tarafta ise, birleşmeden kaynaklı vergi avantajlarından yararlanılabilirken, yeni yabancı kaynaklar yaratılabilmesi için borçlanma kapasitesinde artış da ayrıca sağlanabilmektedir.^{37,38}

Sinerji temelde iki farklı şekilde yaratılabilmektedir: birincisi iş birlikçi -collusive synergies- olarak tabir edilen aynı sektördeki benzer işi yapan firmaların bir satın alma ve birleşmesiyle, ikincisi ise verimlilik tabanlı –efficiency based synergies- olarak lanse edilen bir araya gelen iki firmadan birinin diğerinin üretim süreci girdilerinde sağlayabileceği yararlar olmaktadır.³⁹ Hızlı tüketim malları sektöründe hizmet veren bir firmanın, lojistik maliyetlerini hem azaltmak hem de kontrol edebilmek adına distribütör bir firmayı bünyesine katması verimlilik tabanlı sinerjiye örnek olarak verilebilirken, aynı bölgede ve sektörde faaliyet gösteren iki süt firmasının birleşmesi işbirlikçi sinerji durumuna örnektir. Sinerji değeri, marjları, getirileri ve büyümeyi etkilemekte, bunlar aracılığıyla birleşme veya devralmaya dâhil olan firmaların değerini de ciddi oranda arttırabilmektedir. Sinerji değeri iki firmanın öncelikle ayrı ayrı, sonra ise birleşme yada satın alma sonrası birlikte yaratabilecekleri sinerji öngörüsünün hesaplanmasıyla bulunabilmektedir.⁴⁰

³⁷ Aswath Damodaran, **Damodaran On Valuation : Security Analysis For Investment And Corporate Finance**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2006, 2nd Edition, s. 541-574.

³⁸ Aswath Damodaran, “The Value of Synergy”, Working Paper, Ekim 2005, New York, s. 3-7.

³⁹ Joseph A. Clougherty, Tomaso Duso, “Using Rival Effects to Identify Synergies And Improve Merger Typologies”, **Journal of Strategic Organization**, Vol. 9., 2011, s. 311–312.

⁴⁰ Damodaran, “The Value of Synergy”..., s. 6-9.

1.1.11 Marka Değeri (Brand Value)

Günümüzde bir işletmenin değerinin sadece onun iç dinamiklerine göre belirlenmediği buna ek olarak hem var olan hem de potansiyel müşterilerinin üzerinde bıraktığı etkiyi de kapsadığının farkına varılmıştır. Bir marka ve o marka adının, söz konusu işletmenin ürün ve hizmetleriyle birlikte müşteriler üzerinde oluşturduğu değere marka değeri denmektedir. Markanın maddi olmayan duran bir varlık olması sebebiyle değerini ölçmek zor olmaktadır. Marka değeri sayesinde işletmelerin bazen piyasa fiyatların üzerinde satıldığı görülmektedir.⁴¹ Marka değerinin, işletme değerinin içinde olduğu varsayılmaktadır.⁴²

1.1.12 Emsal Değer

Emsal değer bir varlığın veya şirketin değerinin analiz edebileceği bir piyasa kıyaslaması sağlayan bir referans işaretidir. Benzer bir varlığın daha önce ve özellikle yakın zamanda olmuş el değiştirme işlemlerine bakarak bir değer sonuca varılmaya çalışılarak bulunmaktadır. Varlık bir şirket ise değeri açıklanan M&A(birleşme ve satın alma) arşivlerinden benzer sektör ve benzer hacimdeki firmaların satışında oluşan piyasa değerleri üzerinden bir hesaplama yapılmaya çalışılır. Çıkış noktası benzer sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin benzer finansal performans gösterdikleri ve benzer riskleri taşıdıkları varsayımdır. Emsal işletmeler grubunda yer alan şirketlerin çeşitli finansal oran ve istatistiklere göre birbirleriyle kıyaslanır ve rakiplerine göre konumu anlaşılır.⁴³ Borsa ve halka arz değerlemelerinde emsal değerlerden çok fazla yararlanılmaktadır.^{44*}

⁴¹ Tatiana Soto, **Methods For Assessing Brand Value: a Comparison Between the Interbrand Model And The BBDO's Brand Equity Evaluator Model**, Hamburg, Diplomica Verlag, 2008, s. 6-15.

⁴² Pablo Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, London, Academic Press, 2002, s. 580.

⁴³ Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl, **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., Mayıs 2009, s. 11.

⁴⁴ Kamuyu Aydınlatma Platformu, Şirket Bildirimleri Sorgulama, <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu>, Erişim tarihi 22.05.2018 * Şirket değerlendirme raporlarında, değerlemesi yapılan firmanın finansal

1.1.13 İşletme Değeri (EV - Enterprise Value)

İşletme literatüründe değer kavramıyla ilgili olarak yukarıdaki değer başlıklarından da görülebileceği gibi çok sayıda tanım yapılabilmektedir. Varlığın içinde bulunduğu sektör, pazardaki konumu, kendine özgü nitelikleri, insan kaynakları, mikro ve makroekonomik gelişmeler, bulunduğu coğrafya, ülke riskleri, ilgili ülkedeki vergi yasaları, devlet politikaları ve hukuk gibi birçok işletme içi ve dışı faktör varlığın değerini etkilemektedir. Bunların yanında varlığın nakit akışları, kâr fonksiyonu ve kâr yaratabilmesi, yatırımcılar ve paydaşlar için sağladığı faydalar da değere etki eden diğer unsurlardandır. Bu noktadan sonra ise değerlemenin hangi amaç kapsamında yapıldığı, yapılırken iyimser mi yoksa kötümser mi davranıldığı, değer tanımı ve değer belirlenmesinde değerlemeyi yapan tarafından işletme değerine etki eden subjektif unsurları oluşturmaktadır.

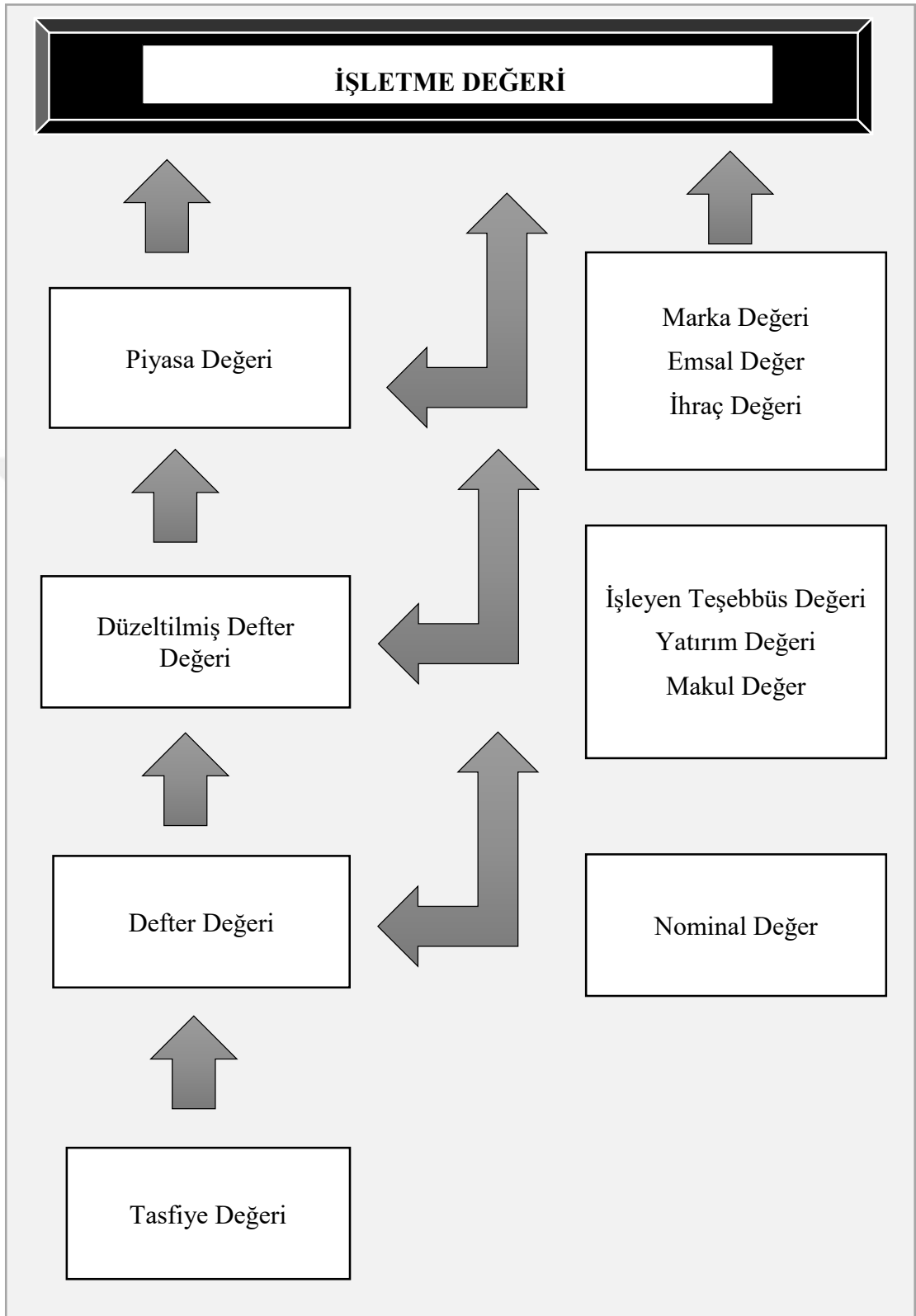
İşletme değeri yukarıdaki başlıklarda yer verilen ya da yer verilmesi atlanmış tanımların hepsini içinde bulunduran, kapsayan geniş bir çatı kavramdır. İşletmenin esas değerinin el değiştirme esnasında oluşan fiyatla birlikte ortaya çıktığı düşünülse de bu noktada zamanlama, bilgi eksikliği, alıcı ve satıcı arasındaki pazarlık, gelecekle ilgili beklentilerdeki sapmalar gibi faktörlerden etkilenme durumu oluşmuş olabilmektedir. Bir işletmenin değerinin sadece piyasada işlem gördüğü fiyatla ifade edilmesi de her zaman için doğru olmayabilir. Eğer piyasalar irrasyonel hareket etmişse ve yanlış fiyatlama yaparak firmayı olması gerekenden daha değersiz göstermişse veya bir işletmeye olması gereken değerden daha fazlasını ödemeye niyetli kişiler piyasada varsa vb... durumlar söz konusu olduğunda işletmelerin değerini belirlemek her zaman için meydan okuyucu zor bir uğraş olmuştur. Doğru değerlendirme yöntemleriyle yapılan doğru hesaplamalar paydaşlara para kazandıracağı gibi, yanlış girdi ve metotlarla olanlar ise yatırımcılara para kaybettirmişlerdir. Değer kavramını ölçme amacıyla değerlendirme metodolojisi oluşmuş ve farklı girdiler ve yöntemler ile varlıkların ve işletmelerin fiyatı belirlenmeye çalışılmıştır.

rasyo ve piyasa analizlerinin benzer sektördeki yerli ve yabancı firmalara göre yapıldığı, hisse senedi ve arz fiyatlarının karşılaştırıldığı görülmektedir.

Şekil 1.1’de işletme değeri ve onun alt bileşeni olan diğer değer kavramlarının nasıl konumlandığı sergilenmektedir. Şekle göre bazı değer ölçütleri genel kabul edilebilirken bazıları değer ölçütleri ise spesifik, amaca yönelik olarak kabul edilmiştir.

Genel ölçütlerden tasfiye değeri işletmenin en düşük değerini oluştururken, onu yukarıya doğru olarak defter değeri ve düzeltilmiş defter değeri izlemektedir. Piyasa değeri önceki bölümlerde açıklandığı üzere aslında rasyonel bir piyasada işletme değeri için reel bir göstergedir. Ancak işletmenin değeri onu etkileyebilen farklı koşullar sebebiyle gerçek işletme değerinin altında ya da üstünde işlem görmesine neden olabilmektedir.

Spesifik taraftaki ölçütler bir şekilde genel ölçütlere dâhildir. Nominal değer defter değeri gibi yazılı bir değerdir, defter değerinin düzeltilmiş defter değeriyle olan ilişkisi gibi piyasa fiyatı genelde nominal-yazılı değerden farklılaşmaktadır. Düzeltilmiş defter değerleriyle piyasa değeri arasında bir fırsat var ise yatırım değeri o noktada ortaya çıkmaktadır ve piyasanın ileride bunu fiyatlayacağı varsayımı üzerine kurgulanmaktadır. İşletmelerin defter değerleri haricinde bir işleyen teşebbüs değeri vardır ve bu değer defter değerinden daha büyük olmaktadır. İhraç değeri ise ilk halka arzda belirlenen değer olması sebebiyle, ikincil piyasa işlemlerine yol gösterirken, ikincil piyasada hisseler işleme konduğu vakit yukarı veya aşağı doğru giderek işletmenin piyasa değerine dönüşmektedir. Emsal değer, hem işletme hem de piyasa değeri açısından işletmenin nerede konumlanabileceğini gösteren güzel bir gösterge olarak görülmektedir. Bir işletme marka değeriyle bazen piyasa değerinin üzerinde çıkabilirken, tek başına sadece marka piyasa değerinin üzerinde olamamaktadır.



Şekil 1.1 İşletme Değeri ve Diğer Değer Kavramlarının Konumları

Kaynak: Literatür taraması doğrultusunda yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.2 Fiyat, Para ve Piyasa Kavramları

Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğüne göre değer kavramı, “*Bir nesnenin kullanım değeriyle birlikte sağladığı toplam fayda, varlığın takasından veya el değiştirmesinden elde edilecek varlık miktarı, takas karşılığında alınan varlık para ise fiyatıdır.*”, olarak tanımlanmıştır.⁴⁵ Bir varlığın fiyatı günümüzde para veya diğer kıymetli varlıklarla- kâğıtlarla ölçülmektedir.

İnsanlar yerleşik hayata geçip toplum olarak yaşamaya başladıklarında, farklı ihtiyaçlarını gidermek için birbirleriyle yetiştirdikleri, topladıkları veya avladıkları malların takasını gerçekleştirmişlerdir. Toplumlar zamanla altın gümüş gibi madenleri takas aracı olarak kullanılarak, bu madenlere para işlevi kazandırmışlardır. Altın ve gümüş para diğer bir isim ile sikke ilk kez milattan önce 560-546 yıllarında, bir Anadolu Medeniyeti olan Lidya’nın Kralı Krezus tarafından bastırılmıştır.⁴⁶ 17. yüzyıldan itibaren devletlerin tanıdığı imtiyazlarla, Merkez Bankaları kâğıt paralar-banknotlar basmaya başlamışlardır. Bu banknot paralara içinde yaşadığımız çağda, defteri bankalarda tutulan, karşılığını piyasada işlem görmüş kâğıt paralardan alan sayısal paralar eklenmiştir. Günümüzde para en popüler tedavül ve takas aracı olmuştur. Devletler ulusal sınırları içinde kendi ulusal paralarını kullanmayı tercih ederken, uluslararası ticarete bu durum itibar gören rezerv paralara kaymıştır. Dünya’da dolaşımda veya rezervde olan paraların %62’sini Dolar (Amerika Birleşik Devletleri para birimi), %33’ünü EURO(Avrupa Birliği para birimi), %4’ünü Sterlin(Birleşik Krallık para birimi) Japon Yeni ve İsviçre Frangı, geriye kalan %1’ini ise diğer para birimleri oluşturmaktadır.⁴⁷

Para günlük ve iktisadi hayatın işleyişinde önemli bir takas aracıdır. Malların fiziksel olarak takasının yerine geçerek sağladığı kolaylık dolayısıyla, paranın

⁴⁵ Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü..., s. 99-100.

⁴⁶ Jack Weatherford, **The History of the Money: From Sandstone to Cyberspace**, New York, Three River Press, 1997, s. 30-34.

⁴⁷ Tevfik Altınok, Targan Ünal, **Finansal Yönetim**, İstanbul, Finans Kulüp Yayınları, 2016, s. 51-53.

kullanımı giderek yaygınlaşmış, günümüzde ekonomi, finans piyasaları ve borsalar için vazgeçilmesi mümkün olmayan bir varlık haline gelmiştir. Paranın değişim-takas-tedavül aracı olması dışında, bir diğer görevi de fazla olan üretim için tasarruf kolaylığı sağlaması olmuştur. Bir diğer değiş ile fazla olan fonun biriktirilmesine olanak sağlaması olmuştur. Tasarrufu sağlanan fazla fonu değerlendirmek isteyen yatırımcılar-fon arz edenler ile fon açığı bulunanlar-fon talep edenler farklı piyasalarda buluşmuştur ve fazla fonlar bir şekilde bu piyasalarda değerlendirilmiştir. Bu piyasalar şu şekilde sıralanabilir:

- **Para Piyasası:** Para ve para hükmündeki varlıkların, fon arz ve talep edenler ile bulunduğu piyasalardır. Faiz ve benzeri kazanç ile paranın değerlendirilmesi üzerine kurulu bir piyasadır. Genelde kullanılan piyasa enstrümanları yerel para birimleri veya dövizler olmaktadır. Kredi-mevduat ilişkisi de bu piyasada kurulmaktadır. Repo, poliçe, bono ve çeklerde ayrıca para piyasasında işlem görmektedir.⁴⁸ Ülkemizde para piyasasının kontrolü Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda (TCMB) iken⁴⁹, denetimi Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu'ndadır (BDDK).⁵⁰
- **Sermaye Piyasası:** Sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara sermaye piyasası denmektedir. Söz konusu piyasalarda menkul kıymet, hisse senedi, tahvil, hazine ve finansman bonoların üzerinden, yatırım yapılan varlığın niteliğine göre ortaklık veya alacaklılık ilişkisi kurulmaktadır.⁵¹ Sermaye piyasası terimi, geniş bir yelpazede, çeşitli işletmelerin farklı finansal araçları sattıkları/takasladıkları yeri tanımlamaktadır. Bu yerler arasında borsa, tahvil/bono piyasası, döviz

⁴⁸ Altınok ve Ünal, **Finansal Yönetim...**, s. 45-46.

⁴⁹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, TCMB Kanunu,

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Mevzuat/>
Erişim tarihi: 24.05.2018.

⁵⁰ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, BDDK Teşkilat Yönetmeliği,

https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/BDDKYa_Iliskin_Duzenlemeler/1714bddk_teskilat_yonetmeli.pdf, Erişim tarihi 25.5.2018.

⁵¹ Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi...**, s. 8-9.

piyasaları yer alabilmektedir. Dünya üzerindeki önemli sermaye piyasaları New York, Londra, Singapur ve Hong Kong gibi büyük finans merkezlerinde yoğunlaşmıştır. Anadolu’da ilk organize borsanın tarihi 1866’da kurulan Der Saadet Tahvilat Borsası ile başlarken⁵², bu borsanın adı 1906’da Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile İMKB kurulmuştur. 1938 yılında İMKB kapatılarak, Ankara’da yeni bir borsa oluşturulmuştur. Daha sonra Ankara’daki borsa da kapatılmıştır. 1985 yılında İMKB yeniden faaliyetlerine başlamış, 2013 yılında şirketleşerek BİST (Borsa İstanbul A. Ş.) adını almıştır.⁵³ Ülkemiz sermaye piyasaların oluşumu, geliştirme ve denetim görevi Sermaye Piyasası Kurulu’na(SPK) verilmiştir.⁵⁴

- **Türev Ürünler Piyasası:** Türev ürünler, bir malın fiyatına, faiz oranlarına veya finansal varlığın kendisine endekslenen kontratlardır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere türev ürünler en az bir finansal varlığa ya da emtiaya dayandırılmalıdır. Emtiaya dayalı türev araçlar(commodity derivatives)’a petrol fiyatlarına dayalı forward kontratlar örnek verilebilirken, finansal türev araçlara(financial derivatives) ise döviz kuru, faiz oranı ya da borsadaki bir endekse dayalı alış opsiyonu örnek verilebilmektedir.⁵⁵ Türev ürünler diğer tüm piyasalarla sürekli ilişki içindedir. Hem para hem sermaye hem de emtia piyasalarına dayalı varlıkların türevlerinden oluşan ürünler türev piyasaları oluştururken, türev piyasalarda forward(vadeli işlemler), future(vadeli kontratlar), forward rate agreements(FRA-vadeli faiz oranı anlaşmaları), swap(faiz döviz ya da varlığın taraflar arasında değiş-tokuşu-takaslanması), opsiyon veya bu işlemlerin melezleri yapılmaktadır. Türev ürünler, hem ekonomik varlıklara hem de piyasalara

⁵² Azmi Fertekligil, **Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1993, s. 21-23.

⁵³ Borsa İstanbul A. Ş., BİST Tarihçesi., <http://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf> , Erişim tarihi: 24.05.2018

⁵⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, SPK Görev, Yetki ve Temel Sorumlulukları, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/0/0> , Erişim tarihi: 25.05.2018.

⁵⁵ Robert W. Kolb, James A. Overdahl, **Financial Derivatives**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 3rd edition, 2003, s. 1-2.

yenilik getirmişlerdir. Özetle finansal matematiğin bir çıktısı olan türev ürünler, piyasaların gelişmişlik seviyesini arttırmakta, kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlamakta ve riskin etkin yönetiminde kullanılmaktadır.

• **Emtia ve Kıymetli Madenler Piyasası:** Başta altın, gümüş, platin, paladyum(beyaz altın), elmas, pırlanta gibi değerli madenlerin alınıp satıldığı piyasaya kıymetli madenler⁵⁶ ile ticarete konu tüm diğer malların alınıp satıldığı piyasalara da emtia piyasası denmektedir. Emtiaların ürün gamı çok geniştir; buğday, pamuk, mısır, şeker, çay, kahve, tohumlar, canlı ve cansız hayvansal ürünler, demir-çelik, petrol, doğal gaz, enerji-elektrik, çimento gibi... Kıymetli madenlerin diğer emtialar ile benzer nitelikte olması dolayısıyla emtia piyasası olarak genel bir isim addetmekte mümkündür.⁵⁷ Ülkemizde kıymetli madenler BİST'te işlem görürken, emtialar TOBB gözetiminde faaliyet gören borsalarda işlem görmektedirler. Kıymetli madenler arasında altın çok uzun süreler paranın karşılığı olarak tutulmuş, uluslararası ödeme sistemlerinde kullanılmış ve zorunlu rezerv aracı olarak değer görmüştür. Halen birçok ülkenin merkez bankası rezervlerinde büyük miktarlarda altın bulundurmaktadır.

Hull'a göre genel olarak ileri piyasalarda işlem yapan üç tip yatırımcı bulunmaktadır. Bunlardan ilki hedgerlardır. Hedger(riskten korunmak için işlem yapan kişi) kontrol edemeyebileceği bir riske karşı vadeli işlem piyasasında işletmesini ya da portföyünü güvence altına almaya çalışan ticari veya mali işlemcidir. Hedgerların amacı riskin bertarafıdır. İkinci tip yatırımcılar ise spekülâtörlerdir. Spekülâtörler varlıkların gelecekteki fiyatlarını etkileyerek buradan kazanç sağlama arzusunda olan kişilerdir. Kazanç sağlarken kaldıraçlardan da yararlanabilmek amacıyla türev ürünleri de kullanmaktadırlar. Sonuncusu ise arbitrajcılardır.

⁵⁶Borsa İstanbul A. Ş, Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, <http://www.borsaistanbul.com/sss/kiymetli-madenler-ve-kiymetli-taslar-piyasasi> , Erişim tarihi: 25.05.2018

⁵⁷ Altınok ve Ünal, **Finansal Yönetim....**, s. 47.

Arbitrajcılar iki veya daha fazla piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanarak risksiz kazanç elde etmeye çalışan kişilerdir. Eğer bir varlığın gelecekteki fiyatı ile şimdiki fiyatı arasında bir farklılık görürlerse piyasanın bunu ilerleyen dönemlerde fiyatlayacağını düşünüp bu farklılıklardan kazanç elde etmeye çalışmaktadırlar.⁵⁸

Organize piyasalar dışında da varlıklar alınıp satılabilmektedir. Buradaki en büyük problem oluşan fiyatların çoğu zaman bilinmemesidir. Deloitte'un hazırladığı satın alma birleşme raporuna göre Türkiye'de 2017 yılında 298 adet firma birleşmesi ya da satın alması(belli bir oranda hisse yüzdesi ele geçirilmesi dâhil) borsa dışında gerçekleşmiştir. Bu işlemlerden yalnızca 149 adedinde satın alma birleşme ve ortaklık için ödenen bedel açıklamıştır. Bedeli açıklananların toplam tutarı 7,1 Milyar USD olurken, diğer açıklanmayanlarla birlikte bu rakamın 10,3 Milyar USD olduğu tahmin edilmektedir.⁵⁹ Türkiye gibi piyasaların henüz tam olarak oturmadığı ülkelerde, kayıtlar ve veriler hala eksiksiz olarak tutulamamaktadır. Dolayısıyla bu durum piyasada oluşan market fiyatını etkileyebilmektedir.

Şekil 1.2' de piyasaların işleyiş mekanizması sergilenmektedir. Fazla fona sahip olan ekonomik varlıklar, bu fazla fonu arz ederek güvenli buldukları aracı kurumlar vasıtasıyla risk iştahlarına göre değerlendirmektedirler. Bir varlığın işleme tabi olması için fon arz eden ile talep edenin aynı zaman diliminde piyasada bulunması, fon arzı ile piyasa talebinin örtüşmesi, aynı para biriminde olması, fon talep edenler ile fon arz edenlerin aynı vadeyi arzu etmesi, ödemenin ne şekilde olacağı, getirisinin sabit mi yoksa değişken mi olacağı... gibi eklenebilecek birçok faktör nedeniyle fon arz edenler ile talep edenlerin serbest bir piyasada kendi başlarına buluşmaları zor olmaktadır. Bu durum aracı kurumlar vasıtasıyla giderilmektedir. Bankalar, menkul kıymet şirketleri, portföy yönetimiyle uğraşan şirketler, leasing ve faktöring şirketleri, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri ve hatta döviz büroları finansal piyasalarda fon arz eden ile fon talep edenini buluşturan aracı kurumlardır. Fon arz edenler

⁵⁸ Jhon C. Hull, **Options, Futures & Other Derivatives**, New Jersey, Pearson Education Inc., 2003, 5th edition, s. 10-15.

⁵⁹ Deloitte, Annual Turkish M&A Review 2017, <https://www2.deloitte.com/tr/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-2017.html> , Erişim Tarihi: 26.05.2018

yatırımlarından getiri beklentisi içindeyken, aracı kurumlar genelde komisyon üzerinden çalışmaktadırlar, fon talep edenler ise aldıkları bu yeni yabancı kaynaklar ile sermaye açıklarını kapatarak daha fazla kâr elde etmek istemektedirler. Aracı kurumlar piyasalarda fon ihtiyacı bulunanlara bu fazla fonu aktarıırken, ürünün niteliğine göre aracı kurumla veya direkt olarak fon arz eden ile fon talep eden arasında alacak veya ortaklık ilişkisini de kurmaktadır. Bu noktada ilişkiler borç alacak veya ortaklık hattında her zaman iki yönlü olmak zorundadır. Varlığın vadesi geldiğinde aracı kurum söz konusu varlığın karşılığını fon talep edenden para olarak alıp, fon arz edene geri vermekle yükümlüdür. Eğer fon arz eden arz ettiği fonu daha erken geri çağırarak isterse, bu durumda aracı kurum söz konusu varlığı piyasada başka bir fon arz edene satmakta ve yine fon talep eden için fonun sürekliliğini sağlamaktadır. Aracı kurumlar fon talep edenler ve fon arz edenler arasındaki ilişkiyi düzenlerken aynı zamanda güven probleminden kaynaklı riski de ortadan kaldırmaktadırlar.

Ülkemizde piyasaları denetlenmesi ve düzenlemesi görevleri TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Gözetim Kurumu, Rekabet Kurulu, SPK, BİST gibi kurumlar tarafından yerine getirilmektedir. Bunun dışında piyasaya etki eden yurt dışı kurumları da bulunmaktadır. IMF ve World Bank bunlardan en çok bilinenleri olsa da, BIS(Bank of International Settlements), OECD(Organisation for Economic Cooperation and Development), FED(Federal Reserve System) gibi kurumlar da piyasayı etkilemektedir. İç ve dış regülatör kurumlar hem piyasalara hem de aldıkları kararlar ile aracı kurumlara direkt müdahalede bulunabilmektedir.

Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının 167. Maddesi Devletin, para, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının düzenli ve sağlıklı işleyişini sağlayacağını, geliştirici tedbirler alacağını, tekelleşme ve kartelleşmeyi önleyeceğini söylemektedir.⁶⁰ Bu kapsamda anayasamız devlete ve hükümetlere piyasaların düzenlenmesi ve sağlıklı işleyişinin sağlanması babında çok büyük ve önemli görevler vermiştir. Madde hükmü devletin

⁶⁰ Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2709.pdf>, Erişim tarihi 28.05.2018.

piyasaları denetleyip düzenleyeceği konusunda gayet açıktır. Devletin finansal piyasalar nezdindeki görevleri şu şekilde sıralanabilir:⁶¹

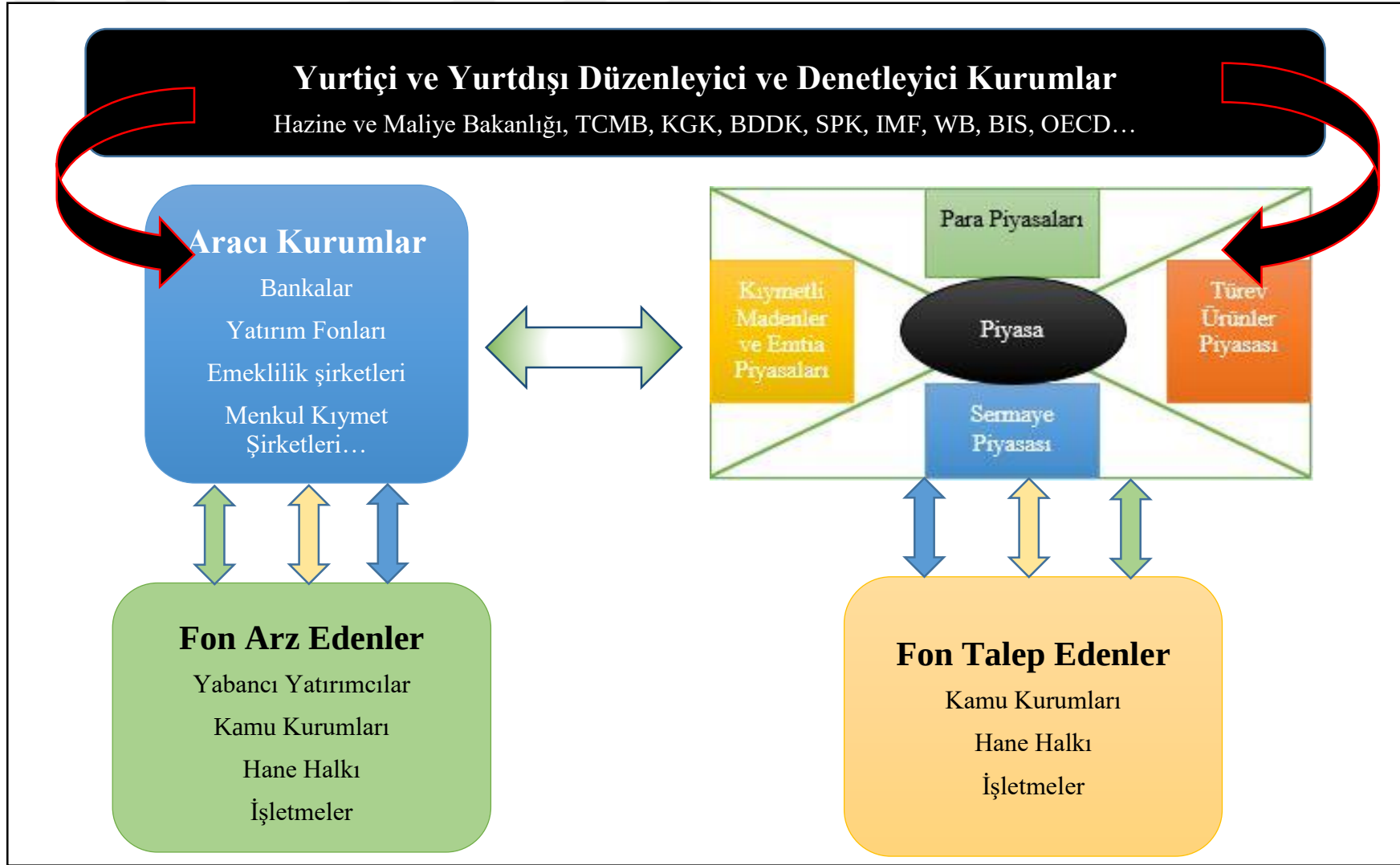
- Finansal piyasalara güven telakki eden bir yapı oluşturmak,
- Düzenleyici ve denetleyici kurumlara ilişkin yapıyı oluşturmak,
- Finansal yapı içindeki müesseseleri oluşturmak ve kuruluşuna vasıta olmak,
- Hukuksal düzeni kurmak ve esasların uygulanmasını sağlamak,
- Gerekğinde hukuksal kural ve kaidelerde değişiklik yapmak,
- Piyasalarda oluşan sağlıksız fiyatlamalara karşı önlemler almak, piyasalarda aktif rol almak ve piyasaları regüle etmek,

Fiyat, günümüzde bir varlığın piyasada parasal değerini ortaya koyan küresel bir kavrama dönüşmüştür. Ancak fiyat ve değer kavramında gözden kaçırılmaması gereken şey, varlıkların fiyatlarından bağımsız olarak ayrıca bir değere sahip olabileceğidir, bu nedenle fiyatla değer karıştırılmaması gerekmektedir.⁶² Ayrıca bir varlığın değeri piyasada ona söz konusu fiyatı veya fazlasını ödemeye razı başka insanların olması dolayısıyla da belirlenmemelidir.⁶³ Arz ve talep çizgisinde, işlem gören varlıkların piyasalarda bir fiyatı oluşmakta ve zamanla ya değerlenmekte ya da değeri azalmaktadır. Bu değer henüz ortaya çıkmamış, piyasa tarafından fark edilmemiş olabilmektedir. Yine de en makul ve mantıklı fiyat piyasa fiyatıdır. Risk unsuruyla birlikte kazananın ve kaybedenin olduğu bu piyasalarda, riski ölçmek veya kontrol altına almak ciddi manada önemlidir. Bu nosyonda değerlemenin önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Doğru girdiler ile yapılan doğru bir değerlendirme riski iştahımızı belirleyerek, riski kontrol edilebilir seviyede tutmamızı sağlayarak karar almamızı kolaylaştırmaktadır.

⁶¹ Altınok ve Ünal, **Finansal Yönetim...**, s. 136.

⁶² Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s.22

⁶³ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2012, 3rd Edition, s. 2.



Şekil 1.2 Piyasaların İşleyiş Mekanizması

Kaynak: Tevfik Altınok ve Targan Ünal, Finansal Yönetim s.129'dan derlenerek oluşturulmuştur.

1.3 Risk, Olasılık ve Belirsizlik Kavramları

Risk, yatırım yapmanın ve yatırım evreninin bir parçasıdır. Ne olduğunu ve nasıl ölçüldüğünü anlamak bir yatırım felsefesi geliştirmek için çok önemlidir. Risk dendiğinde akla ilk olarak hatalı karar alma, planların aksaması ya da başarısız olması, kârın yok olması veya zarar etme gibi negatif durumlar gelmektedir, hatta beklenenden olumlu şekilde farklılaşan durumlar risk olarak görülmemektedir. Vaughan' a göre risk beklenen veya arzulanan sonuçtan olumsuz bir sapma olasılığının bulunduğu bir durumdur.⁶⁴

İşletme ve finans literatürlerinde risk kavramının farklı şekillerde tanımı yapılabilmektedir. Risk kavramı tek başına aslında olumsuzluğa odaklanmaktan daha farklı ve geniş bir anlama sahip olduğuna dair görüşler de bulunmaktadır. Risk bir yatırım veya karar sonucunda planladığımız, tahmin ettiğimiz ya da beklediğimiz fayda veya getirinin gerçekte olan geri dönüşten sapma göstermesi olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada altı çizilmesi gereken şey beklenen durum ile gerçekleşen sapma arasındaki farkın her zaman olumsuz olmayabileceği hatta aksine olumlu da olabileceğidir. Anlaşılacağı üzere risk kavramı tehlike ve fırsatın bir karışımıdır ve hem olumlu hem olumsuz iki durumu da birlikte temsil etmektedir.⁶⁵ Yüksek risk, fırsatlarla ortaya yüksek ödüller çıkarabilirken, aynı zamanda yine yüksek riskin bir sonucu olarak tehlikeli bir durumun da ortaya çıkmasına neden olarak yüksek bir kayıp ihtimalini de doğurmaktadır.

Olasılık, subjektif olarak istenen olayların tüm olası olaylara karşı meydana gelme oranıdır. Olasılık kavramı iki anlamda kullanılmaktadır, bunlardan ilki genelde istatistikçiler tarafından kullanılan rastlantısal olarak meydana gelen olaylar olarak yorumlanırken, diğeri ise mantıklı akla yatkın bir inanç ya da beklenti ile

⁶⁴ Emmett Vaughan, **Risk Management**, Hoboken, New Jersey, John Wiley and Sons Inc., 1997, s. 8.

⁶⁵ Aswath Damodaran, **Investment Philosophies : Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2012, 2nd Edition, s. 15-16.

belirlenendir.⁶⁶ Belirsizlik kavramı çoğu zaman risk kavramı ile karıştırılmaktadır. Karar vericilerin, verilen karar ve bunun olası sonuçları ile ilgili tam bilgi birikim veya anlayıştan yoksun olduğu durumlarda belirsizlik söz konusudur.⁶⁷ Risk, bir olayın olasılık dağılımların bilindiği veya tahmin edildiği durumları ifade ederken, belirsizlik ise olasılık dağılımının bilinmediği durumlarda ortaya çıkmaktadır.⁶⁸ Belirsizliğin hâkim olduğu durumlarda karar verilmesi, karar alıcı için çok zordur. Bu durumda her şey beceriye, yargıya ve elbette ki şansa bağlı olmaktadır. Belirsizlik durumunun çok iyi bir şekilde anlaşılması ve analiz edilmesi gerekmektedir. Belirsizlik, sonuçtan ya da ne olacağından emin olduğunuz kesinliğin tam tersi olarak lanse edilebilmektedir.⁶⁹ Eğer alınan kararlar paralelinde yürütülen faaliyetlerin ve yapılan yatırımların gelecekte ne tür sonuçlar getireceğini kesin olarak bilebilseydik, bu durumda belirsizlikten söz edemeyeceğimiz gibi mutlak bir belirlilik ortamının bulunduğunu söyleyebilir ve aslında yapılan yatırımlarımız için her hangi bir riskin söz konusu olmadığını görebilirdik. Fakat iş dünyasında ve piyasalarda bu tarz ortamlara reel olarak rastlamak oldukça zordur ve nadirdir.⁷⁰

Tablo 1. 3 Risk vs. Belirsizlik

Risk	Belirsizlik
Ölçülebilir.	Ölçülemez.
Rakamlara/somut delillere dayalı bilgi	Bilgi, deneyim ve tecrübeye dayalı görüş
İstatistiksel olarak değerlendirilebilir.	Öznel olarak değerlendirilebilir.

Kaynak: Pankaj K. Gupta, Essentials Of Insurance And Risk Management s.5'ten alınmıştır.

⁶⁶ Francis J., Anscombe, Robert J. Aumann. "A Definition of Subjective Probability." **The Annals of Mathematical Statistics**, Vol. 34.1, s. 1963, 199-205.

⁶⁷ Pankaj K. Gupta, **Essentials Of Insurance And Risk Management**, Mumbai, Himalaya Publishing House, 2008, s. 3-5.

⁶⁸ Vaughan, **Risk Management...**, s. 3.

⁶⁹ Gupta, **Essentials Of Insurance And Risk Management...**, s. 3-5.

⁷⁰ Mehmet Bolak, **Risk ve Yönetimi**, İstanbul, Birsan Yayın Evi, 2016, 2. Baskı, s. 3.

Tablo 1.3'te risk ile belirsizlik arasındaki temel farklar özetlenmektedir. İki kavram arasındaki ilk ve en temel fark ölçülebilirliktir. Risk ölçülebilir unsurları barındırırken, belirsizlikte bu durum söz konusu değildir. Aynı nedenle risk sayısal verilerle ortaya koyulabilirken, belirsizlikte ise daha çok tecrübe ve deneyim gibi sayısal olarak ölçülemeyen öznel unsurlardan faydalanılmaktadır.

1.3.1 Risk Yönetimi

Risk, işleyen bir teşebbüste doğal bir özellik olmuştur, bu nedenle risk yönetimi organizasyonlar için yeni bir kavram değildir. 1960'lı yıllarda risk yönetimi, yönetim için gerekli olan temel becerilerden biri olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Bununla birlikte, risk yönetimi günümüzde halen önem kazanmakta ve hızla gelişmektedir.⁷¹ Risk yönetimi, bir şirketin teşebbüsünde bulunduğu bir ticari faaliyet nedeniyle, finansal tabloları bünyesinde taşıdığı faiz, döviz, hammadde fiyatları, hisse senedi değeri gibi finansal risklerinin, işletmenin finansal performansı üzerinde nasıl etki bırakabileceğinin ölçüp, çeşitli araç ve süreçlerden yararlanılarak risklerin kontrol altına alınma çabası olarak tanımlanabilmektedir. Bu kavrayış ışığında, riski yönetmek amacıyla yenilikçi süreçler veya araçlar da geliştirilebilmektedir.⁷² Piyasadaki riskler her an hisse senedi, döviz kuru ve faiz oranlarına etki edebilmektedir. Bir yatırımcının taşımak zorunda kalabileceği risklerin ölçümü, gelecekteki varlık değeri üzerindeki olumlu ya da olumsuz etkilerin tahmin edilmesi ve varlığın değeri üzerinden yeniden değerlemesi, yatırımcının o işletmeye yapacağı yatırımı etkileyebilmektedir. Bu sebeple risklerin ölçülmesi ve değerlendirilmesi, aslında bir varlığın gelecekteki değerine etki eden en önemli faktör olmasına neden olmaktadır. Bazı değerlendirme metotları risk primlerinin ölçümünü ve hangi girdilerin kullanılacağını önemsemiş ve farklı risk primleriyle bunu gerçekleştirmişlerdir.

⁷¹ Office Of Government Commerce, **Management of Risk: Guidance for Practitioners**, Norwich, the Stationary Office Press, 2010, s. 4-5.

⁷² Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 81-82.

Risk yönetimi süreci, tehditleri, zayıf noktaları ve riski değerlendirmeyi, tanımlanan riskleri azaltmak için güvenlik önlemlerini değerlendirmeyi ve sonrasında seçmeyi, ölçümlerin etkili olmasını sağlamak için seçilen önlemlerin uygulanmasını ve izlenmesini içermektedir. Risk, tehditlerin ve fırsatların bir işlevidir. Olumsuz taraftan bakıldığında bir varlık maruz kaldığı risk dolayısıyla zarar görebilmekte, değer kaybı yaşayabilmekte ya da tamamen değersizleşebilmektedir. Olumlu tarafta ise aynı varlıktan beklenenden daha fazla bir yatırım değeri elde edilebilmektedir. Bir risk değerlendirmesi, belirli bir risk nosyonu, bir varlıktan başarıyla yararlanma olasılığını belirlemeyi amaçlayan niceliksel, niteliksel veya karma bir değerlendirme sürecidir.⁷³

İşletme yöneticileri ve yatırımcıların-sermayedarların risk yönetim stratejileri aslında benzer olmaktadır. Yönetici riski kontrol altında tutarak işletmesinin nihai amacına ulaşmasına ve kâr yaratmasına yardımcı olurken, riskin asıl sahibi sermayedarlar ise riske girerek yatırımlarını değerlendirme arzusundadırlar. Tablo 1.4'te işletme yöneticilerin ve yatırımcıların risk unsurlarına karşı nasıl davranması gerektiği şematize edilmiştir. Riskten kaçınılamıyorsa ve istenerek risk alınıyorsa, riski kabul etmek ya da riskin transferini sağlamak gerekmektedir. Risk yönetimi bir süreç olduğu için sürekli olarak kontrol altında tutulmalıdır. Eğer riski taşıyamıyorsa işletmeyi/varlığı satarak bir çıkış stratejisi dahilinde paydaşlar için değer yaratabilmek, son durum için en iyi opsiyon olmaktadır.⁷⁴

⁷³ Karim H. Vellani, **Strategic Security Management**, Oxford, Elsevier Inc., 2007, s. 109-110.

⁷⁴ Russell Walker, **Financial Engineering and Risk Management Vol. 2 Winning with Risk Management**, Singapore, World Scientific Publishing, 2014, s 30-32.

Tablo 1.4 Karar Alma, Risk Dağıtımı ve Takibi

	<i>Riskten Kaçınma</i>	<i>Riskin Transferi</i>	<i>Riski Kabul Etmek</i>	<i>Riski Kontrol Etmek</i>	<i>Çıkış Stratejisi</i>
Yönetimin Odağı	Alternatifleri tespit etmek ve daha az riskli olanlara yönelmek	Riski transfer edecek karşı bir taraf bulmak, sigortalamak	Riskleri, risk olaylarını ve faktörleriyle riski almak	Riski anlamak, riske maruz kalmayı ve maruz kalmanın etkisini azaltmak	Hissedarlar için değeri maksimize edebilecek şekilde şirketi ve riski satmak
Yatırımcının (Sermayedarın) Odağı	Daha az riskli farklı yatırımlara yönelmek	Sigorta veya türev ürünler ile riskten korunmak, riskin ağırlığını değiştirmek	Riskli durumlar için sermaye yedekleri ayırmak, muhtemel zararı karşılamak amacıyla bir takım ihtiyatlar oluşturmak	Risk koşullarını, kurumsal performansını izleyerek gerekli önlemleri almak	Çıkış stratejisi belirlemek, sermaye ve getiriye en verimli şekilde geri alabilmek

Kaynak: Russell Walker, Financial Engineering and Risk Management Vol. 2 Winning with Risk Management s.31'den alınmıştır.

1.3.2 Risklerin Sınıflandırılması

Beklenen sonuçlarla ile reelde gerçekleşen sonuçların birbirinden farklılaşmasına birçok farklı risk faktörü sebep olmaktadır. Bu risk faktörlerini farklı unsurlar barındırması ve riskin doğasındaki karmaşıklık nedeniyle tasniflemek zordur, ancak değişik bakış açılarıyla risklerin sınıflandırması yapılmaya çalışılmaktadır.

1.3.2.1 Yönetilebilir ve Yönetilemez Riskler

Yönetilebilir ve yönetilemez riskler işlemenin iç ve dış faktörlerden kaynaklanan risk evreninin tümünü kapsamaktadır. İşletmenin genel risk seviyesini etkileyen ve işletmenin kontrolü dışında gerçekleşen risklere yönetilemez, işletmenin belli risk yönetimi unsurlarıyla kontrol edebileceği risklere ise yönetilebilir riskler denmektedir.⁷⁵ Döviz kuru, mal fiyatları, faiz oranı gibi piyasa fiyatlarındaki beklenmeyen dalgalanmalar, ülkeler arasındaki farklı vergi yasaları, yeni teknolojilerin icat edilmesi, likidite sorunları gibi risklerin bazıları belirli piyasa enstrümanlarıyla bertaraf edilebilir veya kontrol altına alınabilirken, bunlardan bazılarına ise işletmenin müdahalesi ve kontrolü mümkün olamamaktadır. Örneğin dövizdeki dalgalanmalara karşı türev ürünlerden yararlanılabilirken, vergi oranlarının artmasına işletmenin herhangi bir müdahale şansı bulunamamaktadır.

1.3.2.2 Sistemik Risk, Sistemik Olmayan Risk ve Sistemik Risk

Sistemik risk piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin varlıklarının değerlerini, fiyatlarını ve getirilerinin aynı anda etkileyen faktörlerden kaynaklanan dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır. Sistemik riskte varlıkların fiyatları hep

⁷⁵ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 4-5.

beraber yükselmekte ve ya hep beraber düşmektedir. Sistematiik risk, faiz, enflasyon, ekonomik durgunluk ve siyasi olaylar gibi firma dışı nedenlerden kaynaklanmaktadır. Söz konusu risk, genelde ekonomi ve politika gibi işletmenin dış çevresinden çıkmaktadır, bu nedenle sistematiik riski sadece işletmenin yer aldığı sektör ile değil, diğer tüm sektörler ile bağıntılıma mümkündür. Sistematiik riskin işletme tarafından ortadan kaldırılması mümkün değil gibi görünmektedir, ancak her ne kadar firma dışı nedenlerden kaynaklansa da, firmaların içsel faktörleri etkileme düzeyi üzerinde farklılık oluşturabilir. Başka bir deyişle, işletmeye özgü finansal politikalar, firmaların sistematiik riskten etkilenme derecesini belirleyebilmektedir.⁷⁶ Sistematiik riskler şu şekilde özetlenebilmektedir:⁷⁷

- **Faiz Oranı Riski:** Piyasada değer gören varlıkların değeri genel olarak faiz oranlarıyla ters yönlü olarak hareket etmektedir. Bu durumun başlıca nedeni menkul kıymetlerin fiyatlarının, varlığın kendisinin ve gelecekte sağlayacağı gelirlerinin genelde piyasa faiz oranlarıyla iskonto edilen bugünkü değerleri toplamına eşit olmasıdır. Bu sebeple faiz oranları düşerse piyasada işlem gören varlıkların fiyatları artar, faiz oranları yükselir ise varlıkların değerin düşeceği söylenebilmektedir.
- **Enflasyon Riski:** Fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi ile birlikte satın alma gücünün daralması veya azalması olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankalarının görevlerinde biri enflasyonu gerekli seviyede tutarak piyasaları düzenlemektir.
- **Pazar Riski:** Genelde hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan, psikolojik etkiler ile birlikte finansal varlıkların fiyatlarında görülen sert düşüşlerdir. Büyük bir yatırımcının aynı anda büyük miktarlardaki hisse senedini elden çıkartmasıyla işletmeye ait hisse fiyatlarının aniden düşmesi veya ikincil

⁷⁶ Rıfat Karakuş, “Determinants of Affecting Level from Systematic Risk: Evidence from BIST 100 Companies in Turkey”, **Eurasian Journal of Business and Economics**, 2017, Vol. 10., s. 33-46.

⁷⁷Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 6.

halka arz sonrası hisse fiyatlarının düşmesi bu duruma örnek olarak verilebilmektedir.

Sistematik olmayan risk, maruz kalınan riskin firmaya veya içinde bulunduğu sektöre özgü olan kısmıdır. Piyasadaki tüm menkul kıymet varlıklarını etkilemediğinden etki alanı sistematik olan risklere göre sınırlıdır. İşletmenin gelecekteki kazançları üzerinde etkili olabilecek; firma veya içinde faaliyette bulunduğu endüstri kolu için söz konusu riskler, o işletmenin hisse fiyatı başka bir değiş ile piyasa değeri üzerinde etkilidirler.⁷⁸ Bu duruma örnek olarak hava yolu firmalarındaki grevler, yeni teknolojileri adapte olamayan bazı fotoğraf makinesi firmaları örnek olarak verilebilir. İşletmeler sistematik olmayan riskleri çeşitlendirme yoluyla azaltabilmektedirler. Sistematik olmayan riskler şu şekilde sıralanabilmektedirler:⁷⁹

- **Finansal Risk:** İşletmelerin, banka kredisi ve faizi, bono ve tahvil gibi onu hem anapara hem de faiz yükümlüğü altına sokan borç kalemlerindeki yükümlülükleri yerine getirememeye riskine denmektedir. Piyasa regülasyonları gereği işletmeler tahvil ve bono borçlarını her daim ödemek zorundadırlar. Bankalara olan borçları ise ödeyemedikleri takdirde belli koşullar altında yapılandırılabilirler. Benzer sektörlerin benzer kredi tipleri ve faiz koşulları taşıdıkları bilinmektedir. Faiz yükümlükleri kârda büyük dalgalanmalara yol açabileceğinden dolayı, şirketin piyasa değerini ciddi oranda etkileyebilmektedir. Bunun yanında değişken faizli borç yükümlülükleri işletmelerin finansal risklerini ciddi oranda arttırabilmektedir.

- **Faaliyet Riski:** İşletmelerin faaliyette bulunmasından kaynaklanan risktir. Sabit girdilerin arttığı, talebi düzensizleştigi, satışların ve üretimin azaldığı

⁷⁸ Binh Ki Beom, Jhang Hogyu, “Extraneous Risk: Pricing of Non-systematic Risk.”, **Annals of Economics and Finance**, Kasım 2015, Vol. 16, s. 335-352.

⁷⁹ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 6-7.

dönemlerde işletmeler başabaş noktasını yakalamasında bazı zorluk çekmektedirler. Bu durum kârlılıkta dalgalanmalar yaratırken hisse senedi fiyatlarını da etkilemektedir. Faaliyet riskinden kaçınmak isteyen yatırımcılar farklı sektörlere yatırım yaparak söz konusu riski azaltıp dağıtabilmektedir.

- **Yönetim Riski:** İşletmelerin başarısızlıklarıyla yönetim riskin büyük ölçüde ilgisinin olduğu bilinmektedir.^{80,81} Yönetimsel hatalar sonucu işletmenin satışları düşebilmekte, kârı azabilmekte ve riskler daha da artabilmektedir. Bu durum ise hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkilemektedir.
- **İş ve Endüstri Riski:** Aynı veya birkaç farklı sektörde faaliyet gösteren işletmelerin, satış ve kâr rakamları ile hisse senedi fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların oluşturduğu risktir. Söz konusu endüstri dışında faaliyet gösteren iş kolları bu durumdan etkilenmemektedir.

Sistemik risk, finansal sistemin büyük bir kısmının işleyişini bozan, finansal istikrara yönelik tehditlerin, daha geniş çaplı olarak ekonomi üzerindeki olumsuz etkileridir. Finansal istikrara yönelik bu türden tehditler, finansal sistemin bütün veya büyük bölümlerinin değer düşüklüğünden kaynaklanabilir. Burada finansal sistemden kasıt ödeme sistemleri ile birlikte bankacılık, diğer finansal araçlar ve finansal piyasalar olarak ele alınmaktadır.⁸² Finansal istikrardaki bozulma domino etkisi yaratarak güven krizine dayalı bir likidite sorunu ortaya çıkartmaktadır. Bulaşma etkisiyle birlikte bu kriz bazen sınırları aşarak küresel bir hal alabilmektedir. 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde finansal piyasalarda ortaya çıkan

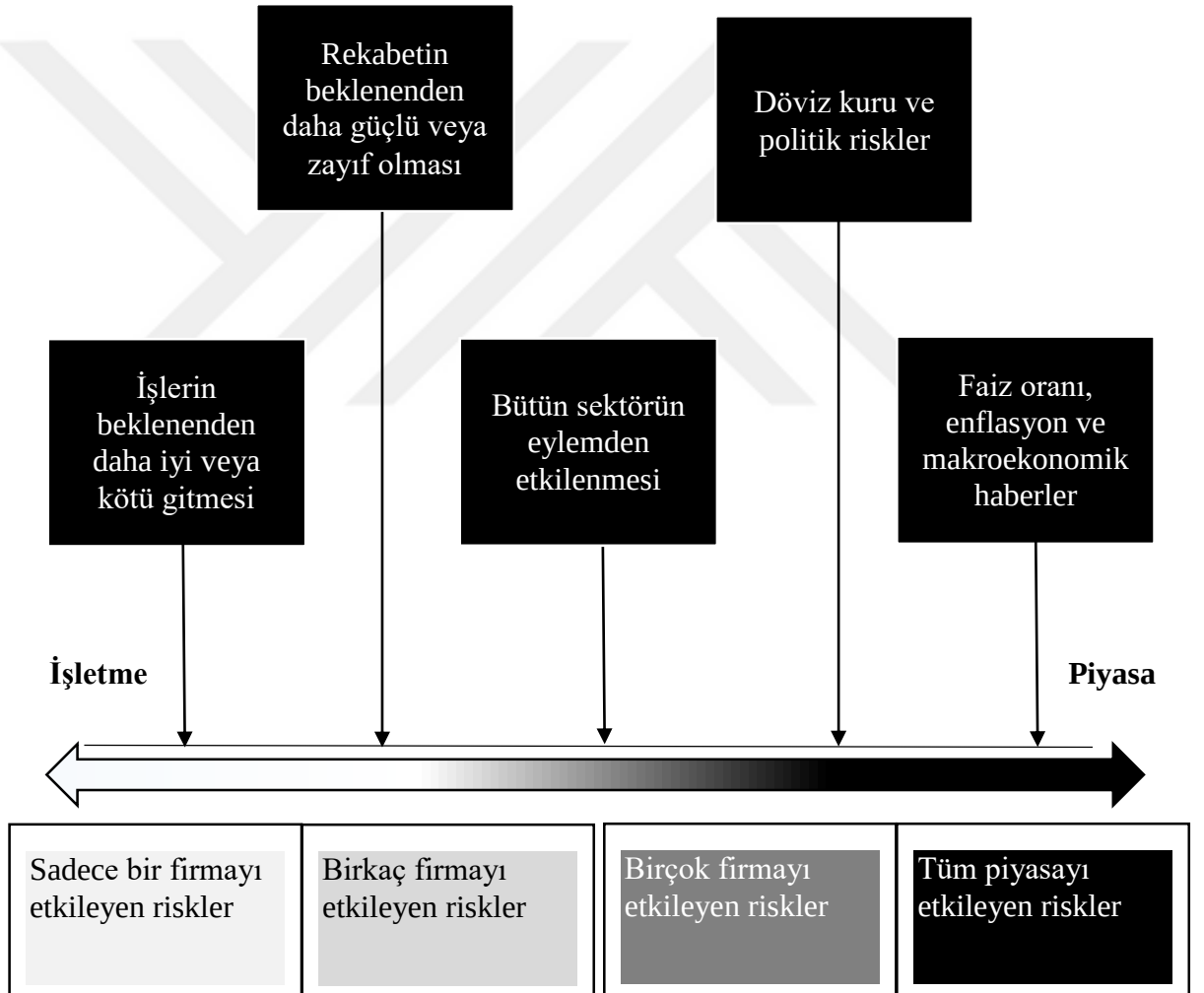
⁸⁰ Asghar Zardkoohi ve diğ., “Managerial Risk-Taking Behavior: A Too-Big-To-Fail Story” **Journal of Business Ethics**, 2018, Vol. 149, s. 221-233.

⁸¹ Jeffrey L. Coles, ve diğ., “Managerial Incentives And Risk-Taking” **Journal of Financial Economics**, 2006, Vol. 29, s. 431-468.

⁸² Xavier Freixas ve diğ., **Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation**, , Massachusetts, MIT Press, 2015, s. 13-18.

mortgage krizinin globalde yarattığı etki hem sistemik riske hem de bu riskin bulaşma etkisine iyi bir örnektir.

Şekil 1.3'te Riskin işletmeye veya piyasaya nasıl dağıldığı ve aktörleri ne yönde etkilediği sergilenmiştir. Şekle göre sağa doğru gidildikçe riskler tüm piyasayı etkilerken, sol tarafta ise işletmeler için daha spesifik riskler gösterilmektedir.



Şekil 1.3 Riskin Dağılımı

Kaynak: Aswath Damodaran, Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work s.20'den alınmıştır.

1.3.2.3 Finansal Riskler ve Finansal Olmayan Riskler

Finansal olmayan riskler, işletmelerin mal veya hizmet üretimlerinin doğal bir sonu olarak maruz kaldıkları risklerdir. Söz konusu riskler işletme yöneticileri bireysel tecrübe bilgi ve becerileri, danışmanlık faaliyetleri gibi her firmanın kendi kültürü içinde belirlediği karayışlarla aşılabilmektedirler. İşletmenin üretim teknolojilerinde rakiplerine göre geri kalması, işveren ve iş görenler arasındaki uyumsuzluklar bu tip risklere örnek olarak gösterilebilmektedir.

Finansal riskler ise, işletmelerin kendi finansal faaliyetleri dâhil, finansal piyasa koşullarında meydana gelen değişimlerle bağlı olarak karşılaştıkları risklerdir. Söz konusu risklerin büyük bölümü firmanın kontrolü dışında oluşsa da daha önceki bölümlerde bahsettiğimiz piyasa araçları ile riskin kontrol altına alınması mümkündür. Finansal risklerin ölçümü ve tahmini söz konusu risklerin sayısallaştırılabilmesi nedeniyle diğer risklere göre daha kolaydır olmaktadır.⁸³ Finansal riskleri dört başlık altında toplayabiliriz.

- Piyasa Riski
- Kredi Riski
- Likidite Riski
- Operasyonel Risk

1.3.2.3.1 Piyasa Riski

Piyasa koşullarında varlıkların fiyatlandırılması ve değerlendirilmesiyle oluşan risktir.⁸⁴ Piyasa riski genel anlamda 1.2'inci bölümde anlatılan piyasalardaki finansal fiyat ve oranlardaki değişiklik ve hareketlerden kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler, döviz kurlarındaki volatilité, emtia piyasasındaki hammadde

⁸³ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 8-9.

⁸⁴ Walker, **Financial Engineering and Risk Management Vol. 2 Winning with Risk Management...**, s. 19-21.

fiyatlarındaki dalgalanmalar, global piyasalarda artan rekabet şartlarıyla birlikte her zaman işletmeler için finansal riskler doğurmaktadırlar. Aynı şekilde bu riskleri tahmin etmek yatırımcılar için de önemlidir. Herhangi bir varlığın satın alınması bir yatırımı içerir. Varlık değerindeki bozulma genellikle piyasa riski altındadır ve bu tür bir sonuç yatırımlar için tehlikeli olabilmektedir. Örneğin hisse senetlerindeki beklenmedik dalgalanmalar büyük zararlara sebep olabilmektedir. Değerlemede girdilerindeki risk ölçütleri genel olarak piyasa risklerine odaklanmaktadır.

1.3.2.3.2 Kredi Riski (Default Risk)

Kredi riski, temerrüt olasılığını ölçmeye ve tahmin etmeye yarayan temerrüt halinde maruz kalınacak krediye esas risklerdir. Karşılıklı finansal işlemde bulunan ekonomik varlıklardan birinin diğerine olan yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanmaktadır.⁸⁵ Örnek olarak; ileri bir tarihte bir hisse senedinin belirli bir fiyat üzerinden takasının gerçekleştirilmesi üzerinde anlaşılan iki kişiden hem hisse senedini teslim edecek olanın anlaşma tarihinde hisse senedini teslim edememesi hem de hisse senedini teslim alacak olan parayı ödeyememesi ayrı ayrı birer kredi riskidir. Bu nedenle karşı taraf riski olarak da bilinmektedir. Bir diğer temel anlamda ise bu risk borçlu olan tarafın alacaklı olan tarafa borcunu ödemek istememesi veya ödeyememesi olarak tanımlanmaktadır.⁸⁶ Default riski genelde finansal piyasalarda işletmelerin bankalara olan borcunu ödeyememesi olarak karşımıza çıkarken, zaman zaman ülkelerde uluslararası kredi borçlarını ödeyememektedir. Bu durum, ilgili ülkedeki neredeyse tüm varlıkların piyasa fiyatları ve değerleri üzerinde olumsuz bir etki bırakmaktadır.

⁸⁵ Jon Gregory, **Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A Continuing Challenge for Global Financial Markets**, Sussex, John Wiley & Sons Ltd., 2nd Edition, 2012, s. 9-10.

⁸⁶ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 10.

1.3.2.3.3 Likidite Riski

Nakit giriş ve çıkışların eşleştirilememesinden kaynaklı olan riske likidite riski denmektedir. İki tipi bulunmaktadır. Bunlardan ilki varlık likidite riskidir. Bir işlemin piyasa fiyatlarında, pozisyonun büyüklüğünden ve/veya altta yatan likiditesinden dolayı icra edilememe riskini temsil eder. Başka bir ifade ile elde tuttuğumuz varlıkların o anda elden çıkartılamaması ya da değerinden daha düşük bir fiyat ile elden çıkartılması sonucu maruz kalınan risktir. İkincisi ise fonlama likiditesi riskidir. Bir sözleşmeye bağlı ödemelerin veya teminat gerekliliklerinin fonlanamaması-ödenememesi potansiyel olarak eldeki varlıkların erken tasfiyesinin zorunlu hale getirilmesi ve zararların kristalleştirilmesi anlamına gelir.⁸⁷ Daha net bir ifade ile ihtiyaç duyulan fonun o anda istenen miktarda bulunamamasıdır.

1.3.2.3.4 Operasyonel Riskler

Operasyonel risk, işletmede çalışan insanlardan, işletmenin üretim sistemlerindeki düzensizliklerden, benzer nitelikteki iç ve dış olaylardan kaynaklanan finansal kayıplar olarak tanımlanmaktadır. Diğer finansal risklere göre öngörülmesi ve ölçülmesi daha zordur. Operasyonel riskler, personel riski, teknik riskler, organizasyon riski ve yasal riskler gibi alt faktörleri de altında barındırmaktadır.⁸⁸

1.3.3 Riskin Ölçülmesi

Finans dünyasında fiyat, piyasa, beklentiler, finansal sonuçların bir uzantısı olarak oluşan risklerle ilgilidir. Aslında fiyat, tarafların ihtiyaçlarını, bilgilerini ve risk alma konusundaki tutumlarını ifade etmektedir. Aynı şartlar ve aynı fiyatlarla işlem yapan birçok alıcı ve satıcıdan oluşan bir piyasada, bir işletmenin hisse senetlerin işlem

⁸⁷ Gregory, *Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A Continuing Challenge for Global Financial Markets...*, s. 10-11.

⁸⁸ A.e.g., s.11

gördüğü fiyat, piyasa fiyatıdır. Bu noktada şirketin finansal istikrarı; hisse senedinin piyasa fiyatı, firmanın finansal beklentileri, gelecekteki beklenen getirileri ve riskleri ile açıklanabilmektedir.⁸⁹

Risk ölçümü ancak alınacak kararların, izlenecek stratejilerin veya yapılacak yatırımların muhtemel sonuçlarının sayısal olarak ifade edilebilmesiyle mümkün olmaktadır. Bu bağlamda genelde gelecekteki oluşması beklenen muhtemel sonuçların tahmininde geçmişteki sonuçlardan ve bu sonuçlarının beklentiler ışığında öngörülmesinden yararlanılmaktadır. Geçmiş veri setlerinden yararlanmanın sebebi eğer beklenen dışında büyük bir gelişme olmaz ise geleceğin geçmişin bir tekrarı olabileceği varsayımına dayanmaktadır. Örneğin bir firmanın nakit akışlarına bakılarak gelecekte ne kadar ciro elde edeceğinin tahmini, o firmaya ait hisse senedinin göstereceği performans tahmin etmede kullanılan bir yöntemdir. Geçmiş dönemlere ait veri yoksa ya da söz konusu veriler aşırı şekilde tutarsızsa bu durumda risk hesaplamalarında direkt olarak geleceği tahmin etme yoluna başvurulması daha mantıklı olmaktadır.⁹⁰

Riskin ölçümü değerlendirme açısından gerekli ve önemli bir kavramdır. Bir varlığın maruz kalabileceği riskler, o varlığın değerini etkilemektedir. Bu nedenle değerlendirme metodolojisinde farklı risk ölçüm ve metotları ve risk primleri kullanılmaktadır.

1.3.3.1 Aralık (Range) ve Yarı Kartiller Arası Fark (Semi-interquartile range)

Aralık yöntemi(range) en temel ve basit risk ölçüm metodu olarak tanımlanmaktadır. Geçmişte oluşmuş en iyi senaryodan en kötü senaryonun çıkartılması ile bulunmaktadır. Bu sebeple geçmişte oluşan uç verilere karşı oldukça duyarlıdır.

⁸⁹ Charles S. Tapiero, **Risk Finance and Asset Pricing: Value, Measurements, and Markets**, Hoboken, New Jersey, John Wiley and Sons Inc., 2010, s. 63.

⁹⁰ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 17.

$$Range(X) = X_{max} - X_{min}$$

Yarı kartiller arası fark uç değerlerden daha az etkilenen bir yöntemdir. Bir veri setinde gözlenen değerlerin küçükten büyüğe bir sıraya konulup $Q_{.75}$ değeri ile $Q_{.25}$ değeri arasındaki farkın ikiye bölünmesiyle bulunan bir değerdir. Gözlem değerleri arasında uç değerlerin var olması yarı kartiller arası farkın değerini fazla etkilemektedir. Ancak dağılımda yer alan tüm veriler kullanılmadığı için Q değeri yeterli bir risk ölçüsü olarak da görülmemektedir.⁹¹

$$Q(\text{Yarı Kartiller Arası Fark}) = \frac{Q_{.75} - Q_{.25}}{2}$$

1.3.3.2 Ortalama, Medyan ve Mod

Riskin, beklenen ve tahmin edilen sonuçların gerçekleşen sonuçlardan sapması oluşuna daha önceki bölümlerde değinilmişti. Bu nedenle riski ölçmek için öncelikle gerçekleşmesini beklediğimiz sonuçları hakkında bir tahminde bulunmak gerekmektedir. Geçmiş verilerden yararlanılarak gelecekteki sonuçların tahmin edilmesinde en çok kullanılan yöntem ortalama hesaplamaktır. Ortalama gözlem değeri formülü eldeki tüm gözlem değerlerinin toplanıp gözlem sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. En çok kullanılan tahmin edicilerden biri olmasına rağmen aşırı uç değerlerden oldukça etkilenebilmektedir.⁹²

$$\mu = \frac{\sum_{i=1}^N X_i}{N}$$

N : Gözlem sayısı

X_i : Gözlem değeri

μ : X dizisinin ortalaması

⁹¹ Atilla Yardımcı, **Odalar ve Borsalar İçin Temel İstatistik Yöntemler**, Ankara, TOBB Yayınları, 2008, s. 52-59.

⁹² Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 20.

Riskin hesaplaması geçmiş gözlemler yerine gelecekte oluşacağı düşünülen tahminler üzerinden de yapılabilir. Bu durumda olasılık işin içine girmekte ve riskin tahmininde çıkan sonuç beklenen değer adını almaktadır. Bununla birlikte ise ortalama formülü aşağıdaki şekilde değişmektedir.

$$E(X) = \sum_{i=1}^N p_i X_i$$

N: Gerçekleşmesi muhtemel sonuçların sayısı

p_i : i sonucunun gerçekleşme olasılığı

X_i : i sonucu gerçekleşirse oluşacak değer

Medyan bir sayı dizisi sıralandığında ortada kalan gözlem değeridir. Diğer bir deyişle $Q_{.50}$ kartilidir. Mod ise ilgili dizide en çok tekrar eden gözlem değeridir.

1.3.3.3 Varyans, Standart Sapma ve Yarı Varyans

Risk ölçümünde en çok kullanılan yöntemlerin başında varyans gelmektedir. Varyans ortalama değer ya da beklenen değerden sapmaların karelerinin ortalaması olarak tanımlanmaktadır. Formülün bir sonucu olarak varyansın birimi ilgili değişkenin karesi olmaktadır. Bu sebeple varyansın karekökü alınarak standart sapma elde edilmektedir. Bu şekilde ayrıca ilgili değişkenin birimiyle aynı birim de elde edilmektedir. Bu özelliği sebebiyle standart sapma en çok kullanılan risk ölçüsüdür. Geçmişe dair verilerden yararlanılarak oluşturulan bir dizinin varyansı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Varyans}(X) = \sigma_x^2 = \frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \mu_x)^2}{N}$$

N: Gözlem sayısı

X_i : Gözlem değeri

μ_x : X dizisinin ortalaması

Eğer hesaplama geleceğe yönelik tahminlerin beklenen değeri üzerinden yapılacaksa formül aşağıdaki şekilde revize edilerek varyans hesaplanmaktadır.

$$\text{Varyans}(X) = \sigma_x^2 = \sum_{i=1}^N p_i (X_i - E(X))^2$$

N: Gerçekleşmesi muhtemel sonuçların sayısı

p_i : i sonucunun gerçekleşme olasılığı

X_i : i sonucu gerçekleşirse oluşacak değer

$E(X)$: Gerçekleşmesi muhtemel sonuçların ortalaması

Varyans hesaplama yönteminin doğal bir sonucu olarak varyans biriminin hesaplamada girdi olarak kullanılan değişkenin karesine eşit olduğu daha önce söylemişti. Bu sebeple birimlerin anlaşılması ve uygulamada kullanılması zor olacağından varyansın karekökü alınması suretiyle bu sorun ortadan kaldırılmakta ve standart sapmaya elde edilmektedir. Standart sapmanın formülü aşağıdaki gibidir.

$$\text{Standart Sapma}(X) = \sigma_x = \sqrt{\text{Varyans}(X)}$$

Standart sapma ile hisse senetlerinin riskleri ölçülebilmekte ve diğer hisse senetleriyle karşılaştırılıp risk konumlandırması yapılabilmektedir. Aynı şekilde söz konusu hesaplamalar şirketlerin kâr, stok ciro tahminleri gibi tüm kalemlere uygulanabilmekte, şirket birkaç farklı proje seçeneği arasında kaldığında hangisinin daha güvenli olabileceğini belirlemesine yardımcı olabilmektedir. İşletmenin gelecekte karşılaşılabileceği risklerin ölçümü yapılarak daha net planlamalara gidilebilmektedir.

Standart sapma beklenen sonuçları her iki yöne doğru -olumlu ve olumsuz- değerlendirmeye alan bir risk ölçütüken, yarı varyans beklenen veya ortalama değerlerin üzerinde gerçekleşen sonuçların bir risk doğurmadığı varsayımı üzerine

kurgulanmaktadır. Başka bir değişle yarı varyansta risk oluşturan durumlar yalnızca olumsuz olanlardır. Yarı varyansta standart sapma varyansta olduğu gibi denklemin karekökü alınarak bulunmaktadır.

$$\text{Yarı Varyans}(X) = \sigma_x^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \mu_x)^2}{N}$$

$$X_i < \mu_x$$

N: Gözlem sayısı

n: $X_i < \mu_x$ olan gözlemlerin sayısı

X_i : Gözlem değeri

μ_x : X dizisinin ortalaması

$$\text{Yarı Varyans}(X) = \sigma_x^2 = \sum_{i=1}^n p_i (X_i - E(X))^2$$

$$X_i < E(X)$$

n: $X_i < E(X)$ olan muhtemel sonuçların sayısı

p_i : i sonucunun gerçekleşme olasılığı

X_i : i sonucu gerçekleşirse oluşacak değeri

$E(X)$: Gerçekleşmesi muhtemel sonuçların ortalaması

1.3.3.4 Değişkenlik Katsayısı (CV-Coefficient of Variation)

Yatırım boyutları yüksek olan ve buna bağlı olarak getiri ve beklenen değeri de birbirinden farklılık gösteren varlıkların ve projelerin sadece standart sapmalarına bakarak karar vermek genelde anlamsızlık yaratabilmektedir. Bunun dışında normal olarak dağılmış bir işlemin, sabit bir ortalama ve standart sapmaya sahip oluncaya kadar kontrol altında olmadığı da varsayılır. Böyle bir durumda standart sapma ve

ortalama, bu gibi süreçleri izlemek için kullanılamaz. Değişkenlik katsayısı, bu sorunları aşmak için riski mutlak olarak ölçmeye çalışmak yerine ortalama veya beklenen değerler ile kıyaslama esasına dayanmaktadır. Değişkenlik katsayısı standart sapmanın ortalama değerine oranı olarak tanımlanmaktadır.⁹³

$$CV = \frac{\sigma_x}{\mu_x}$$

$$CV = \frac{\sigma_x}{E(X)}$$

Finansta "volatilite" terimi risk ve belirsizlik anlamına gelmekte ve genellikle beklenen fiyatların ve finansal varlıkların getirilerinin standart sapması veya benzer bir dağılım ölçüsü ile ölçülmektedir. Fiyatlar ve getirilerdeki değişim ne kadar büyük olursa, standart sapma da o kadar yüksek olmakta ki bu da daha yüksek riske işaret etmektedir. Hedef fiyatları karşılaştırmak, alternatif yatırımların volatilitesini veya riskini ölçmek için CV standart sapmaya göre daha uygun bir yöntemdir. Yatırımlarda ve finans dünyasında CV, beklenen getiri ile karşılaştırıldığında volatilitiyi ölçmek için kullanılır. Daha düşük bir CV daha az riskle daha yüksek bir beklenen getiriyi göstermektedir.⁹⁴

1.3.3.5 Beta Katsayısı β

Beta katsayısı varlıkların özellikle de hisse senetlerinin piyasaya göre risk durumunu açıklamak için kullanılan bir risk ölçütüdür. Beta katsayısı incelenen varlığın fiyat hareketleriyle, seçilmiş bir piyasa göstergesinin aralarındaki ilişkiyi ölçülmektedir. Bu yönüyle beta katsayısı varlığın sistematik risk unsurlarına karşı

⁹³ Wai Chung Yeong, ve diğ., "Monitoring the Coefficient of Variation Using a Variable Parameters Chart", **Quality Engineering**, 2017, Vol.30., s. 212-235.

⁹⁴ José Dias Curto, José Castro Pinto, "The Coefficient of Variation Asymptotic Distribution in the Case of Non-Iid Random Variables", **Journal of Applied Statistics**, Vol. 36, 2009, s.21-32.

tepkisini göstererek, tüm piyasayı etkileyen durumlarda varlığın değerinin ne yönde değişeceğini ortaya koyabilmektedir. Varlığın getirisi ile market-piyasa getirisi kovaryanslarının market varyansına bölümüyle hesaplanmaktadır.

Kovaryans iki değişkenin birlikte nasıl hareket ettiğini ve ne şekilde değiştiğini ortaya koyan bir ölçüm aracıdır. Eğer iki değişken birbiriyle özdeş ise o zaman kovaryans, varyansa eşit olmaktadır ve beta katsayısı “1” çıkmaktadır. Kovaryansı “0” olan iki değişken ise kolerasyonsuz olarak adlandırılır ve bir değişkendeki değişimin diğeri üzerinde herhangi bir etki yaratmadığı söylenir. Bu durumda varlık üzerinde sistematik risklerin de bir etkisinin olmadığı yorumu yapılabilinmektedir. Kovaryans yüzdelik bir değerdir ve tek başına bu değere bakarak bir yatırımın göreceli riskine ilişkin karar vermeyi zorlaştırmaktadır. Başka bir deyişle, bir varlığın ortalama bir varlıktan daha riskli mi yoksa daha güvenli mi olduğuna dair bir çıkarıma ulaştırmamaktadır. Bu nedenle, bir varlığın piyasa ile olan kovaryansını piyasa varyansı ile bölerek standartlaştırmak gerekmektedir. Bu şekilde ilgili varlığın beta katsayısı adı verilen bir risk ölçümü sağlanmaktadır.⁹⁵ Beta katsayısı şu şekilde hesaplanabilmektedir.

$$\beta_X = \frac{Cov_{X,M}}{\sigma_M^2}$$

β_X : X varlığının beta katsayısı

$Cov_{X,M}$: X varlığı ile piyasa(M-market) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan kovaryans

σ_M^2 : Piyasa varyansı

⁹⁵ Damodaran, **Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work...**, s. 25.

Geçmiş verilerden yararlanılırken kovaryans aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$Cov_{X,M} = \left(\frac{\sum_{i=1}^N r_X r_M}{N} \right) - (\mu_{r_X} \mu_{r_M})$$

$Cov_{X,M}$: X varlığı ile piyasa(M-market) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan kovaryans

N: Gözlem sayısı

r_X : X varlığının ilgili dönemde getirisi veya değeri

r_M : Piyasanın ilgili dönemde getirisi veya değeri

μ_{r_X} : X varlığının ortalama getirisi veya değeri

μ_{r_M} : Piyasanın ortalama getirisi veya değeri

Geleceğe dair beklentiler ışığında kovaryans hesaplaması bir miktar değişerek şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$Cov_{X,M} = \sum_{i=1}^N p_i r_{Xi} r_{Mi} - E(X)E(M)$$

$Cov_{X,M}$: X varlığı ile piyasa arasındaki ilişkiyi ortaya koyan kovaryans

N: Gözlem sayısı

p_i : i sonucunun gerçekleşme olasılığı

r_{Xi} : i sonucu gerçekleşir ise X varlığının getirisi

r_{Mi} : i sonucu gerçekleşir ise M piyasanın getirisi

$E(X)$: Gerçekleşmesi muhtemel sonuçların ortalaması

$E(M)$: Gerçekleşmesi muhtemel piyasa ortalaması

Tablo 1.5'te beta kat sayıları ve varlıkların beta katsayılarının ne anlama geldiği sergilenmiştir. Beta katsayısı 1'den büyük olan varlıklara agresif varlıklar denmektedir. Bu varlıklar marketteki %1'lik bir değişimden o oranda etkilenmektedirler. Atak varlıkların sistematik risklerden etkilenme ihtimali yüksektir.

Beta katsayısı 1 olan varlıklar piyasa ile aynı oranda etkilenirken, 1'den küçük olanlar ise piyasa hareketlerinden daha az oranda etkileneceklerdir. Beta katsayısı 1'den küçük olan varlıklara defansif varlıklar denmektedir. Beta katsayısı 0 olan varlıklar arasında daha öncede belirttiğimiz gibi bir korelasyondan söz edilemeyeceği için, söz konusu durumda marketteki fiyat ve değer değişimleri varlığın fiyatına veya değerine bir etkide bulunmayacaktır. Beta katsayısı negatif çıkan varlıklar ise piyasa ile ters yönlü bir ilişki içindedirler. Marketin değeri artarken bu varlıkların değeri düşmekte ya da tam tersi bir durumda pazarın değeri azalırken bu varlıkların değeri artmaktadır. Bu tür varlıklar pozitif beta katsayılı varlıklara göre çok daha nadirdir. Pazardaki genel değişimle ilgili beklentilere paralel olarak beta katsayılarından yararlanmak pratikte de mümkün olmaktadır. Gelecek dönemde piyasaların çok fazla yükselmesi bekleniyorsa bu durumda beta katsayısı yüksek varlıklara yönelmek mantıklı iken, eğer bir daralma ve düşüş bekleniyorsa, mümkün olan en küçük veya negatif beta katsayılı varlıklara yönelmek yatırımcılar için getiri sağlayacakken, varlık değerleri de bununla paralel şekilde artacaktır.⁹⁶

Tablo 1.5 Beta Katsayısı

β -Beta	$\dots \leftarrow 2 \leftrightarrow$	$1 \leftrightarrow$	0	$\leftrightarrow -1$	$\leftrightarrow -2 \rightarrow \dots$
	Agresif	Defansif	Kayıtsız	Defansif	Agresif

Kaynak: Mehmet Bolak, Risk ve Yönetimi'nden esinlenerek oluşturulmuştur.

Beta katsayısı ile ilgili bazı yanlışlıklar mevcuttur. Beta katsayısı bir varlığa ait tüm riskleri ölçmemektedir, diğer bir deyişle beta, bir şirketin genel risk ölçüsü değil, bir varlığın makroekonomik riske maruz kalmasının bir ölçütüdür. Bu yönüyle beta, piyasa riski olarak tanımlanmakta olan göreceli bir risk ölçüsüdür. Bir şirketin betası, o şirkete yatırım yaparken yapmanız gereken getiri oranını tahmin etmenize izin verdiği ölçüde yararlı olmaktadır. Bu sebeple beta yatırım kalitesinin bir ölçütü değil de

⁹⁶ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s. 26-28.

yatırım riskinin bir ölçütüdür olarak düşünülmelidir.⁹⁷ Şekil 1.3'te sergilenen; sağ tarafa doğru olan ve piyasanın genelini etkileyen riskler beta katsayısının anlam ifade edeceği risk unsurları olmaktadır.

1.3.3.6 Riske Maruz Değer (VaR-Value at Risk)

Belirli bir zaman dilimi içerisinde elde bulundurulanan varlığın değerinde meydana gelebilecek değişikliğin hangi büyüklüğe ulaşabileceği, bu değişikliğin ne oranda kayıp ya da kazanç getirebileceğini ölçmek, ekonomik varlıklar olan finansal kurumlar, işletmeler ve bireyler için büyük önem arz etmektedir. Bilanço ve bilanço dışı faaliyetlerden kaynaklanan riskler, etkin bir risk yönetimi süreci ihtiyacını doğurmaktadır. Riske maruz değer belirlenmiş bir güven ve zaman aralığında, bir finansal varlığın veya portföyün, piyasa hareketlerinden etkilenmesiyle oluşacak maksimum kayıp olarak tanımlanmaktadır.^{98,99}

$$VaR_1 = PV \times \sigma \times Z$$

$$VaR_t = VaR_1 \times \sqrt{t}$$

VaR₁: 1 günlük Riske Maruz Değer

VaR_t: t günlük Riske Maruz Değer

PV: Söz konusu varlığa yatırılmış olan toplam para miktarı

σ: Varlığın günlük fiyat değişim oranlarının standart sapması

Z: Güven faktörü olarak, normal dağılım tablosuna göre seçilecek sapma çarpanı, %95 için 1.65, %99 için 2.33'tür.

t: Varlığı elde tutulmasının planlandığı süre

⁹⁷ Damodaran, **Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work...**, s. 28-30.

⁹⁸ Moorad Choudhry, **Introduction to Value-at-Risk**, John Wiley & Sons Inc., New York, 2013, s.30-32.

⁹⁹ Aswath Damodaran, "Value at Risk (VaR)", Working Paper, New York University, New York, s. 1-2.

Standart sapma (σ) hesaplamasında 250 günlük veriye ait değişim oranlarının hesaplanması gerektiği kabul edilmektedir. Finansal piyasaların bir yıl içinde tatil günleri düşüldükten sonra ortalama 250 iş günü aktif olarak çalışmasından dolayı böyle bir süre belirlenmiştir. VaR hesaplanmasında PV yerine işletmenin değeri ya da hisse senedi fiyatı yazılır ve hesaplamalar bu şekilde düzenlenirse, işletme değerinin belirlenen süre ve güven faktöründe maruz kalacağı risk hesaplanabilecektir. VaR ile farklı risk faktörleri de bir araya getirilerek tek bir değer ile ifade edilebilmektedir.¹⁰⁰

VaR hesaplamalarında kullanılan farklı yaklaşımlar mevcuttur. Bunlar Tarihi Simülasyon Yaklaşımı, Monte Carlo Simülasyonu ve Analitik Yaklaşımdır.

- **Analitik Yaklaşım:** Dağılım ortalamasının sapmasının sıfır olduğu bir normal dağılımda, hangi sonucun hangi olasılıkla gerçekleşeceğinin tahmin edilebileceği varsayımına dayanmaktadır. Yukarıda bahsedilen VaR hesaplama yöntemi analitik yaklaşımın bir ürünüdür.
- **Tarihi Simülasyon Yaklaşımı:** Bu yaklaşım temel anlamda tarihin tekrar edeceği varsayımına dayanmaktadır. Örneğin, geçmiş 100 işlem gününü kullanarak 1 günlük bir VaR'a ihtiyaç duyulursa, geçmişte oluşan gözlem değerlerinden bir dağılım oluşturulur. Gelecekte oluşacak 1 günlük verinin de bu dağılımın bir tekrarı olacağı var sayılır ve hesaplamalar buna göre yapılır.¹⁰¹
- **Monte Carlo Simülasyonu:** Tarihi simülasyon yaklaşımına benzetmekle birlikte, volatilité ve korelasyon tahminleri kullanılarak seçilen çok sayıda rastgele oluşturulmuş simülasyon zamanla ileriye doğru türetilmektedir. Her bir simülasyon diğerinden farklıdır, ancak toplamda simülasyonlar seçilen istatistiksel parametrelere (tarihsel dağılımlara volatilité ve korelasyon tahminlerine) göre kümelenmektedir. Bu kümelenme

¹⁰⁰ Bolak, **Risk ve Yönetimi...**, s.267-268.

¹⁰¹ Damodaran, "Value at Risk (VaR)"..., s. 11-16.

varsayımsal sonucu vermekte ve riski söylemektedir.¹⁰² Ancak bu metodun maliyeti diğerlerine göre yüksektir.

Riske Maruz Değer, risk yönetiminde güçlü bir konuma sahipken, her durumda tam olarak doğru olmayabilmektedir. Bunun başlıca sebepleri olarak, gerçek hayatta dağılımların sürekli olarak normal seyretmeyeceği ve tarihin gelecek için her zaman iyi bir tahmin unsuru olmayacağı gösterilmektedir. Bunun yanında risk ve varlık arasındaki ilişkinin durağan bir korelasyon içinde olmadığı da göz önünde bulundurulmalıdır.¹⁰³

1.4 Değerleme Kavramı

Bir nesnenin ya da varlığın ne kadar ettiğini sormak ile bir varlığın değerinin ne olduğunu sormak aslında iki ayrı sorudur. Değer ve fiyat kavramları aynı şeyler değildir, ancak bu iki kavramın birbirlerinden bağımsız oldukları da günümüz koşullarında söylenememektedir. Değerleme kavramı tam bu noktada, ortaya çıkarak bu paradoksa bir çözüm üretmeye çalışmaktadır.

Değerin tespiti günümüzde sadece kapitalist düzenle alakalı bir sorun değildir, aynı şekilde sosyalist ekonomiler içinde bu durum bir problem teşkil etmektedir, hatta paranın bile olmadığı eski toplumlarda barter sistemine bağlı değişim değerinin bulunması bile büyük bir gerekliliktir.¹⁰⁴ Günümüzde ise finans alanında yer alan herkes için, şirket değerlendirme mekanizmalarını anlamak vazgeçilmez bir şarttır. Bu sadece satın alma veya birleşmelerde değerlemenin öneminden dolayı değil, aynı zamanda şirketin ve içerisindeki iş birimlerinin değerlendirme sürecinin, şirket içinde ekonomik değer yaratma veya tahribat kaynaklarının belirlenmesine yardımcı

¹⁰² Choudhry, **Introduction to Value-at-Risk...**, s.35.

¹⁰³ Damodaran, “Value at Risk” (VaR)..., s. 21-23.

¹⁰⁴ Jens Beckett, Patrik Aspers, **The Worth of Goods Valuation and Pricing in the Economy**, Oxford, Oxford University Press, 2011, s. 1-2.

olmasından da kaynaklanmaktadır.¹⁰⁵ Her varlığın bir şekilde değeri bulunmaktadır. Bu varlıklara başarılı bir şekilde yatırım yapmanın ve yönetmenin anahtarı, yalnızca değerin ne olduğunun bulunması değil, değerin kaynaklarını anlamada da yatmaktadır.¹⁰⁶

Önceleri kâr maksimizasyonu bir işletmenin performansı için en büyük kriterken, finans teorisyenleri bir süredir, firma içindeki karar vericilerin en büyük görevinin firma değerini maksimize etmek olduğunu savunmaktadırlar. Günümüzde bu durum reel bir hal almış, CEO ve CFO gibi yöneticilerin, hissedarlar ve yatırımcıların da baskılarıyla, dikkatlerini firma değerini artıracakları çalışmalara yönelttikleri görülmüştür.¹⁰⁷ Bunu başaran yöneticilerin ödüllendirildiği, başarısız olanların ise gönderildiği bilinen bir gerçeklik olmuştur.

Tüm yatırımcıların aynı bilgiye sahip olduğu mükemmel bir pazarda, 'fiyat' ve 'değer' aynı rakama tekabül etmelidir, bu varsayımından yola çıkılarak, dar anlamda değerlendirme piyasa değerini belirleme süreci, piyasadaki değişim fiyatının tahmini olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁸ Bu işlem olurken marketin etkin ve mükemmel koşullarda dengede olduğu, tüm paydaşların tüm bilgilere erişiminin olduğu; etkin piyasa hipotezinin (efficient market hypothesis) bulunduğu var sayılmaktadır.¹⁰⁹ Market güvenilir bir şekilde etkinse paydaşlar için piyasa fiyatı varlık değerini belirlemek için güvenilir bir yol olarak görünmektedir.¹¹⁰ Ancak Fernandez bu noktada varlığın değerin fiyatla karıştırılmaması gerektiğinin altını çizmektedir. Ona göre oluşan fiyat bir varlığın satışı sırasında alıcı ve satıcı arasında kararlaştırılan miktardır ve bu miktarın kararlaştırılmasında birden farklı ve fazla sebepten dolayı tutarsızlık

¹⁰⁵ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 21.

¹⁰⁶ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 1.

¹⁰⁷ Jan Viebig, ve diğ., **Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks**, Sussex, John Wiley & Sons Inc., 2008, s 367-370.

¹⁰⁸ Alastair Adair, ve diğ., **European Valuation Practice: Theory and Technique**, London, Taylor & Francis Group, 1996, s.17.

¹⁰⁹ Gary G. Schlarbaum, **The Institute of CFA: Equity Markets and Valuation Methods, California, Professional Book Distributors**, 1988, s. 8-15.

¹¹⁰ Richard Pike, Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies**, Essex, Pearson, 2003, 4th edition, s. 113.

oluşmuş olabilmektedir.¹¹¹ Genel anlamda ise değerlendirme, temel değerlendirme teorisinde bir varlığın veya işletmenin bugünkü değerini belirleme süreci olarak tanımlanmaktadır.^{112,113} Bu noktada varlığın kendisinin bir değeri olduğu gibi, varlığın özellikle işletmelerin henüz bugün oluşmamış ama operasyonel faaliyetleri dolayısıyla gelecekte oluşması muhtemel nakit akışlarından kaynaklı değerinin bugüne indirgenmesiyle elde edilebilecek bir değer mevcuttur.^{114,115} Bu tanımın oluşmasında indirgenmiş nakit akışlarının, literatürde en çok kullanılan metot olması etkili olmaktadır.

Değerleme teorisinde bazı ekonomik prensipler bulunmaktadır. Bunlardan ilki **alternatifler prensibidir**; herhangi bir varlık mülkiyet transferinde, hem alıcının hem de satıcının, işlemin tamamlanmasına alternatifleri olduğunu belirtmektedir. Bu prensip, tüm alternatiflerin eşit olarak arzu edildiği anlamına gelmemekle birlikte, satıcının belirli bir alıcıya satmaya zorlanmadığı ve bir alıcının belirli bir satıcıdan satın almaya zorlanmadığı anlamına gelmektedir. Normal bir değerlendirme, alternatifler prensibinin tatmin olduğunu varsaymaktadır. Bir diğer prensip ise **yerine koyma prensibidir**. Bu ilkeye göre ihtiyatlı bir alıcı bir varlık için, eşit fayda ile yeniden üretilmesi için gerekli olan bedelden daha fazla ödeme yapamayacağını varsaymaktadır. Sağduyulu bir alıcıdan, aynı işlevleri yerine getiren yeni bir varlığa kıyasla eski bir varlık için daha fazla ödeme yapması beklenmemektedir. Bir işletmenin yerine yeniden koyulması için gerekli olan maliyetlerin tahmini çok karmaşık olacağından -işleyen teşebbüs değeri gibi- bu ilkenin işletme değerlemesinde uygulanması çok zor olmaktadır. Bir başka ilke ise son derece önemli bir kavram olan **ikame prensibidir**. Bir varlığın değerinin, onun ikamesine eşit veya yakın olarak belirlenme eğiliminde olması beklenmektedir. Eşit büyüklükte aynı sektörde faaliyet gösteren iki işletmenin benzer miktarda nakit akışı, personeli ve kâr fonksiyonu

¹¹¹ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 22.

¹¹² Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 9.

¹¹³ Richard Baker, **Determining Value: Valuation Models And Financial Statements**, New York, Prentice Hall, 2001, s.15.

¹¹⁴ Pike ve Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies...**, s. 79.

¹¹⁵ Tom Copeland, ve diğ., **Valuation : Measuring And Managing The Valuation Of Companies**, New York, McKinsey & Company Inc., 3rd edition, 2000, s 73-87.

olduğunu düşünürsek, her iki işletmeninde hemen hemen eşit bir değere sahip olduğu sonucuna varılacaktır. Çünkü bunlar eşit derecede arzu edilen ikameler olarak görünmektedir. Son ilke ise **gelecekteki faydalar prensibidir**, bir varlığın değerinin, söz konusu varlığın mülkiyeti veya kontrolünden beklenen gelecekteki ekonomik faydaları yansıttığını ifade etmektedir. Bu bakış açısıyla, bir varlığın ya da herhangi bir işletmenin değeri, o varlığın ya da işin sahipliğinin bir sonucu olarak elde edilen gelecekteki tüm ekonomik faydalarının net bugünkü değeridir.¹¹⁶ Ekonomik olarak rasyonel olan alıcılar ve satıcılar kendi risk ve kazanç değerlendirmeleriyle varlıklara bir değer biçmektedirler.¹¹⁷ Bu mantık ile yatırımcı ya varlığın kendisinin değerlendirileceği ya da varlığın gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerinden bir kazanç elde edeceği stratejisiyle yatırımını yapmaktadır. Kurguladığımız literatür paralelinde değerlendirme tanımını biraz daha geliştirerek, bir varlığın değerini gelecekteki yatırım getirileriyle ilişkili olarak, algılanan risk değişkenleriyle birlikte bugünkü değerini tahmin etme, benzer varlıklar ile yapılan karşılaştırmalarla emsal bir değer bulma veya vakaya özel olarak derhal tasfiyenin gerçekleştiği durumlarda oluşan değer olarak nitelendirebiliriz.

Günümüzde değerlendirme, çeşitli değerlendirme standartları, yasal yönergeler, içtihat prensipleri, piyasa koşulları ve çeşitli amaçlar için özel bir alana dönüşmüştür. Firma değerlemesi yapılırken, öncelikle amaç firmanın piyasa için makul olan bir işletme değeri bulunmasıdır. Değere etki eden kavramlar daha önceki bölümlerde açıklanmıştı, ancak özetlemek gerekirse, varlığın kendisi değere etki eden ilk durumdur. Varlığın aitliğinden gelecekte getiri elde edilmesi varlığın değerine etki eden diğer bir önemli unsurdur. Piyasa başka bir faktördür; piyasanın dengede olması, alıcı ve satıcıların bilgi sahibi olması, piyasa regülatörlerinin piyasayı gözetmesi gibi faktörler değere etki eden majör unsurları oluşturmaktadır. Bunların dışında risk ve belirsizlik bir varlığın değerinin bugüne indirgenmesine büyük oranda etki etmektedir. Risk varlığın kendisinden de gelebileceği gibi piyasadan da gelebilmektedir.

¹¹⁶ Zabihollah Rezaee, **Financial Services Firms: Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 3rd edition, 2011, s. 174-175.

¹¹⁷ Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, Essex, Pearson., 13th edition, 2012, s. 277-278.

1.4.1 Değerleme Süreci

Değerleyici, değerleme yapacağı işletme ya da varlığa ilişkin bir bilgi sahibi olmayabilir, hatta bilgi sahibi olmaması değerlerken daha objektif davranmasını bile sağlayabilmektedir. Ancak değerleme yaparken bazı süreçleri izlemesi yaptığı çalışmanın başarısı ve anlaşılabilirliği açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle değerleme yapılırken belirli süreçlerin izlenmesi; hem çalışmayı açık hale getirecek hem de çalışmanın objektifliğini arttıracaktır.

Pinto ve diğerleri genel anlamda değerleme sürecini 5 adıma indirgemişlerdir. Bunlar şu şekilde sıralanabilmektedir.¹¹⁸

- İşi, işletmeyi veya varlığı anlamak
- Şirket performansını ön görebilmek
- Uygun değerleme modelini seçmek
- Tahminleri bir değerlemeye dönüştürme
- Değerleme sonuçlarının uygulanması

1.4.1.1 İşi, İşletmeyi veya Varlığı Anlamak

İçinde bulunulan sanayi ve diğer şirketlerle rekabet analizi, finansal tabloların ve açıklamalarının da analiziyle birlikte, şirket performansının tahmin edilmesine temel oluşturmaktadır. Şirketin faaliyet gösterdiği sanayiye anlamak, şirketin stratejisini ve şirketin önceki finansal performansını anlamak açısından ayrıca yararlı olmaktadır. Sanayi ve rekabet analizi, şirketin finansal raporlarının analizi ile birlikte,

¹¹⁸ Jerald E. Pinto ve diğ., **Equity Asset Valuation**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2nd edition, 2010, s. 7-28.

işletmenin performans tahminine temel oluşturmaktadır. Porter'ın 5 güç modeli sektör ve rekabet analizini anlama açısından yardımcı olabilecektir.¹¹⁹

Porter'ın 5 Güç Modeli

- Rekabet
- Alternatif Tehditi
- Pazara Yeni Girişler
- Müşterilerin Gücü
- Tedarikçilerin Gücü

Bir şirketin stratejik seçimlerini uygulamadaki başarısını değerlendirmek için en uygun veri finansal raporları olmaktadır. Bu raporlar hem şirketin iç dinamiklerinde ne ölçüde başarılı olduğunu gösterirken hem de sektördeki diğer işletmeler ile arasındaki farklılıkları da yansıtmaktadır. Bir şirketin gelecekteki performansı genellikle geçmiş performansına bağlı olmaktadır. Bu nedenle değerlendirme denklemleri genellikle işletmelerin geçmiş muhasebe verilerinin türetilmesi üzerine kurgulanmaktadır. Değerleme raporu sonuçları işletmelerin, sürekliliğine veya başka bir deyişle sürdürülebilirliğine göre değişmektedir.

1.4.1.2 Şirket Performansını Öngörebilmek

Genel olarak, bir şirketin satışları, kârı ve nakit akışı gibi kalemlerin spesifik tahminlerini formüle etmek için finansal analizler ve endüstri analizlerinden elde edilen bilgileri bir araya getirmek gerekmektedir. Değerlemede tahmin yaparken duruma göre nicel ve nitel faktörleri dikkate almak elzemdir. İşletmenin gelecekteki performansını ön görürken, duruma göre hem subjektif hem de objektif bakış açısı içinde olmak gerekmektedir. Bu durum bir miktar tecrübe ve öngörüyle ilgilidir.

¹¹⁹ Michael E. Porter, **Rekabet Stratejisi: Sektör ve Rakip Analiz Teknikleri**, Çev. Gülen Ulubilgen, İstanbul, Sistem Yayıncılık, 2000, s 26-35.

Bunların dışında ekonomik ön görüler ve onların modellere uygulanması diğer bir gerekliliktir. Ekonomiyi okumak ve gelecekle ilgili tahminler yapmak hesaplanan değeri etkileyeceği gibi bir sonraki adımda kullanılacak modelinde uygun şekilde seçilmesine ve ilgili verilen doğru şekilde girdi olarak kullanılmasına neden olabilmektedir.

1.4.1.3 Uygun Değerleme Modelini Seçmek

Değerleme sürecinin en önemli adımı değerlemesi yapılacak varlık ya da işletme için uygun değerlendirme modeli seçmektir. Değerleme modellerinin ayrıntılı açıklamaları sonraki bölümlerde sunulmaktadır. Ancak ön bilgi olması amacıyla literatürde kabul görmüş üç ana değerlendirme modeli ve bu modellerin alt kırılımlarıyla oluşmuş varyasyonları ve alternatif olarak sunulmuş başka değerlendirme metotları bulunmaktadır. Değerlemenin sağlanmasının yapılabilmesi amacıyla birden fazla model kullanmak bu adımda önemli olmaktadır.

1.4.1.4 Tahminleri Bir Değere Dönüştürme

Tahminlerin değere dönüştürülmesi, bir şirketin veya menkul kıymetin değer sonucu elde edilmesi için tahmini verilerin bir modele girilmesinden daha fazlasını içermektedir. Duyarlılık analizi(sensitivity analysis), modeli uygularken girilen değişkenlerin sonucu nasıl etkileyeceğini belirlemek için yapılan bir analizken, durumsal ayarlamalar(situational adjustments) değerlendirme yapılırken şirket değerini etkileyecek spesifik durumları ifade etmektedir. Her iki durumu da örnek ile açıklamak gerekirse; duyarlılık analizi için bir şirketin gelecekteki büyümesi hakkındaki varsayımlardaki değişikliğin onun değerini nasıl etkileyeceği bu kavrama örnek verilebilirken, durumsal ayarlamalar için, düşük bir yüzdede hisseye sahip bir sermayedarın şirketi önemli ölçüde etkileme potansiyeli olması örnek olarak verilebilmektedir.

1.4.1.5 Değerleme Sonuçlarının Uygulanması

Değerleme sonuçları varlıkların satın alma ve satma kararlarının alınmasına yol açan analizlere temel sağlayarak sermaye piyasalarının etkin işleyişine ve dolayısıyla değerleri daha doğru yansıtan varlık fiyatlarının oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Varlık fiyatları doğru değerleri yansıtıyorsa, sermayedar en yüksek değer oluşumuna fon aktarmaktadır. Bu durum piyasalarda işlem yapan müşterilerin daha iyi alım-satım kararları almalarını sağlayarak, yatırımcıların yatırım hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Bu nedenle değerlendirme sonucu anlaşılır ve kesin bir dilde olmalı, zaman ilkesine bağlı kalmalı, objektif ve iyi araştırılmış olmalı, önemli varsayımları açıkça tanımlamalı ve gerçekler ile görüşler arasında net bir ayrım yapmalıdır. Raporu okuyanın kendi eleştirisini de yapabilmesi için yeterli bilgileri ve risk faktörlerini de ayrıca içermelidir. Bunların yanında, değerlerken karşılaşılan olası çıkar çatışmalarını da raporda belirtmek etik olarak gerekli bir unsurdur. Yatırım analizi ve değerlendirme, ciddi manada yeterlilik, yüksek düzeyde bir eğitim, deneyim ve disiplin gerektirmektedir. Değerlemenin başlangıcından itibaren finansal analizi yapan değerlemeci, olaya bir ticaret olarak değil, mesleki bir süreç olarak yaklaşmalıdır.

1.4.2 Değerlemesi Yapılan Varlıklar

Damodaran'a göre gerçekliği ve geçerliliği olduğu sürece her varlık ve finansalın bir değeri bulunmaktadır. Bazı varlıkları değerlemek diğerlerinden daha kolayken bazılarınıninki ise zordur, bu nedenle değerlendirme, değeri belirlenmeye çalışılan varlığa göre form olarak biraz değişmektedir. Bir gayrimenkul mülkünün değerlemesi farklı bilgi ve birikim gerektirecekken, halka açık bir borsada işlem gören firmanın değerlendirme teknikleri farklı olacaktır. Ancak, değerlendirme temelleri her durumda yine de benzer olacaktır.¹²⁰

¹²⁰ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 1.

Varlıkları temelde üçe ayırmak onların karakteristiğini anlamak için önemlidir. Bu kavrayış dahilinde, zaman içinde nakit akışı yaratması beklenen varlıklar, zaman içinde nakit akışı yaratması beklenmeyen varlıklar ve nakit akışı yaratmayan ancak bir olasılık durumunda değerli olabilecek opsiyon nitelikli varlıklar bulunmaktadır.¹²¹

1.4.2.1 Zaman İçinde Nakit Akışı Yaratması Beklenen Varlıklar

Bazı varlıklar değerlerini, aidiyeti bulunan sahiplerine zaman içinde yaratması beklenen nakit akışı kapasitelerinden almaktadırlar. Bu varlıkların değer hesaplamalarında genel olarak indirgenmiş nakit akışlarından yararlanılmaktadır. Bu tür varlıkların nakit akışları temel anlamda aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

- Belirlenen süre içinde varlığın nakit akışlarını tahmin eden projeksiyon yapılması,
- Eğer varsa, belirlenen sürenin bitiminde varlığın son değerinin tahmini ve projeksiyona eklenmesi (Eğer varlık kullanımla değer kaybederse veya sınırlı bir ömre sahipse, bazı durumlarda bu değer sıfır olur, ancak genelde bu son değer zaman içinde azalan bir eğilim izler.)
- Nakit akışlarının riskini yansıtan bir iskonto oranının belirlenmesi (İskonto oranı risk unsur veya kaynak maliyetini yansıtır.)
- Varlığın değerine ulaşmak için nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplanması

Örnek olarak işletme değerlemesi, iş yeri devralma fırsatı, taksi plakası değerlemesi, otel ve restoran değerlemesi, ticari markalar, telif hakları ve lisanslar gibi değerlemeler bu tür varlıklara örnektir.

¹²¹ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**,s. 766.

1.4.2.2 Zaman İçinde Nakit Akışı Yaratması Beklenmeyen Varlıklar

Zaman içinde nakit akışı yaratması beklenmeyen varlıklar ile nakit akışı yaratan varlıklar arasındaki en büyük fark, fiyatı destekleyen içsel bir değer olmamasıdır. Sonuç olarak, bu varlıklara değer vermenin tek yolu göreceli değerlemeyi kullanarak benzer varlıkların piyasada nasıl fiyatlandığına bakmaktır.¹²² Bu varlıkların bir çoğu likit değildir ve organize piyasalardaki varlıklar kadar kolay da ulaşılamamaktadırlar. Ayrıca bu varlıkların niceliksel olmaması, değerlerinin daha çok kişisel çıkarımlarla özel niteliğine göre vuku bulmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu tarz ürünlere örnek olarak emtia ürünleri, ünlü sanatçılara ait sanat eserleri ve koleksiyon ürünleri ve eski şaraplar gösterilebilmektedir.

1.4.2.3 Nakit Akışı Yaratmayan Ancak Bir Olasılık Durumunda Değerli Olabilecek Varlıklar

Bazı varlıkların değerleri, ürettikleri nakit akışları veya benzer varlıkların piyasada nasıl fiyatlandığına bakılıp oluşmamaktadır. Bu varlıkların değeri gelecekte değer yaratma potansiyeline sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Olasılığın gerçekleşmesi durumunda değerli olabilecek varlıklarda değer, genelde beklenen nakit akışın bugünkü değerini veya benzer varlıkların piyasa fiyatını çokça aşabilmektedir.¹²³ Tanınmayan sanatçılara ait sanat eserleri, henüz kullanımı yaygınlaşmamış telif hakları, ticari markalar ve patentler, düşük bütçeli filmler, müzikaller ve kitap yayın hakları bu tür varlıklara örnek olarak verilebilmektedir. Erken dönem start-up firmalar da ayrıca bu grupta yer alabilmektedirler. Söz konusu firmalara yapılan yatırım genelde mali verilerine ya da pazar paylarına ve değerlerine göre değil onların ileride nakit akışı sağlama potansiyellerine yapılmaktadır.

¹²² Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 775.

¹²³ **A.e.g.**, s. 777-778.

1.4.3 Değerleme Yapılmasına Gereksinim Duyulma Nedenleri ve Kullanım Alanları

Değerlemeye gereksinim duyulma sebebi kişi ve kurumlara göre şekillenirken değerlemelerin yapılış sebepleri de içinde bulunulan durum veya fırsata göre değişmektedir. Değerlemenin kullanımının en yaygın sebebi bilgi sahibi olmaktır. Ekonomik aktörler her daim ellerindeki varlığın değerini bilmek yahut piyasada işlem gören bir varlığın bir yatırım fırsatı yaratıp yaratmadığını ölçmek istemektedirler. Değerlemenin başlıca kullanım alanları bir literatür taraması kapsamında başlıklar altında verilmiştir.

1.4.3.1 Şirket Alım-Satım İşlemlerinde Değerleme

Bir şirketin ya da iş biriminin değerlemesi, işe devam etme, satış, birleştirme, büyütme ya da başka şirket satın alma kararının bir önceki adımı olmaktadır. Bu sebeple şirket alım-satım işlemlerinde değerlendirme; şirketi alma niyetinde olanlar için ödemeleri gereken en büyük rakamın tespiti, satıcı konumunda olan taraf için ise şirketi satmaya hazır olması için en düşük fiyatı söylemektedir.¹²⁴

1.4.3.2 Birleşme ve Ele Geçirme İşlemleri(Mergers and Acquisitions-M&A) veya Devralma Anlaşmalarında Değerleme

Birleşme ve Ele Geçirme İşlemleri (Mergers and Acquisitions (M&A)) şirketlerin veya varlıkların çeşitli finansal işlemler vasıtasıyla konsolidasyonuna atıfta bulunan genel bir terimdir. M&A, birleşme, devralma, konsolidasyon, aleni pay alım teklifi, varlık alımı ve yönetim satın alımları(MBO) gibi bir dizi farklı işlem içerebilmektedir. İşlemler genellikle hukuk ofisleri, bankalar, danışman firmalar ve

¹²⁴ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 24.

denetim firmaları gibi aracı kurumlar vasıtasıyla sonuçlandırılır. M&A işlemleri genel olarak şu şekilde özetlenebilmektedir;

- **Birleşme (Merger):** Temel anlamda birleşme ve şirket evliliği olarak tanımlanmaktadır. İki şirket birleşerek yeni bir şirket oluşturabileceği gibi biri diğerini zamanla absorbe ederek tek bir şirkette ortaya çıkabilmektedir. Buradaki amaç daha güçlü bir şirket elde etmek olabileceği gibi satın alıcı konumda olan şirketin piyasadaki varlığını ve konumu arttırmak da olabilmektedir.¹²⁵
- **Satın Alma (Acquisition):** Bir satın alma ve ya ele geçirme işleminde, devralınan şirketin adı veya yasal yapısını değiştirilmeden şirketteki çoğunluk hissesini ele geçirme durumunu ifade etmektedir.¹²⁶
- **Konsolidasyon:** Konsolidasyonda yeni bir şirket ortaya çıkmakta ve her iki şirketin hissedarları, konsolidasyonu onaylandıktan sonra ortaya çıkan yeni firma için çıkarılan ortak hisse senetlerini almaktadırlar.¹²⁷
- **Aleni Pay Alım Teklifi:** Hedef şirket hissedarlarına hisse başına fiyat teklifinde bulunulmakta, daha sonra ise hissedarlar teklif fiyatından satış yapıp yapmama konusunda seçimi yapmaktadırlar.¹²⁸ Bu teklif şirketin ilerde çıkartılacak hisseleri için şimdiden de yapılabilinmektedir.
- **Varlık Devralma:** Bir şirketin, başka bir şirkete ait varlıkları devralma yoluyla satın alması işlemine verilen isimdir. Tüm varlıklar tek bir anda devralınabilinirken, bu işlem sadece belirli varlıklar içinde yapılabilinmektedir. Varlıkların satın alınmasına normal şirketler arasında da rastlanılmaktadır, ancak genelde iflas işlemlerinde, diğer şirketlerin iflas eden şirkete ait çeşitli varlıklara teklif verdiği, tipik olarak varlıkların

¹²⁵ Christian Toll, Thomas Hering, “Valuation of Company Merger from the Shareholders’ Point of View.” *Amfiteatru Economic*, 2017, Vol.19, s. 837-838.

¹²⁶ Rosenbaum ve Pearl, *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions...*, s. 251-252.

¹²⁷ Allen N. Berger ve diğ., “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, And Implications for the Future”, *Journal of Banking & Finance*, 1999, Vol. 23, s. 135-138.

¹²⁸ David Offenber, Christo Pirinsky, “How Do Acquirers Choose Between Mergers and Tender Offers?”, *Journal of Financial Economics*, 2015, Vol. 116, s.331-333.

iktisap eden şirkete/şirketlere devredilmesinden sonra devreden şirketin tasfiye edildiği işlemlerde sıkça görülmektedir.¹²⁹

- **Yönetim Değişikliği (Management Acquisition):** Aynı zamanda “Management Buyout-MBO” olarak da bilinmektedir. Bir şirkette kontrol hissesini satın alınarak; borçların finansı, işletme değerini arttırmak ya da işletme performansını yükseltmek için sektörde deneyimli yeni yöneticilerden oluşan bir ekibi işin başına getirmek olarak lanse edilebilmektedir. Genellikle yüksek borçla finanse edilen kaldıraçlı satın alma işlemlerinden(Leveraged Buyouts-LBO) sonra şirkete yeni bir ivme kazandırmak için MBO görülmektedir.¹³⁰

1.4.3.3 Borsada İşlem Gören Şirketlerin Değerlemesi

Değerlemesi yapılan işletmenin, borsada oluşan hisse senedi fiyatıyla elde edilen değeri karşılaştırarak, hangi hisselerin satılıp satılmayacağına karar vermek için kullanılabilinmektedir. Bunun yanı sıra portföy sahibi için birkaç varlığın değerlemesiyle, portföyünde üzerinde durması gereken menkul kıymetlere karar vermek için de kullanılabilinmektedir.¹³¹ Bu yolla ayrıca piyasanın eksik bilgi veya farklı sebeplerle fiyatlamadığı değerlerin tespiti de mümkün olmaktadır. Bu noktada yatırım değeri ortaya çıkarken, piyasanın bu durumun farkına varması ile birlikte kazanç elde edilmesi mümkündür.

1.4.3.4 Halka Arzda (Initial Public Offerings-IPOs) Değerleme

Halka arz olacak şirketlerin arz fiyatların belirlenmesinde, değerlemenin piyasalar açısından büyük önemi bulunmaktadır. Hisse senedinin ilk kez arzında

¹²⁹ Kenneth F. Seplow, “Acquisition of Assets of a Subsidiary: Liquidation or Reorganization?”, **Harvard Law Review**, 1960, Vol. 73, s. 484-487.

¹³⁰ Rosenbaum ve Pearl, **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions...**, 168.

¹³¹ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 23.

oluşan satış fiyatına ihraç fiyatı denmektedir. İhraç değerinin doğru ve makul belirlenmesi hisse senedinin birincil piyasaya ilk çıkış işlemini oluşturması nedeniyle, gelecekte veya ikincil piyasada oluşacak fiyatlara taban da oluşturacağından önem arz etmektedir. Bu çerçevede, günümüzde halka arz olacak şirketlerin fiyatları genelde indirgenmiş nakit akışı (DCF) yöntemi ile veya borsada işlem gören benzer sektördeki firma performans çarpanlarıyla karşılaştırılarak belirlenmektedir.¹³²

1.4.3.5 Özelleştirmede Değerleme

Özelleştirme, mülkiyeti devlete ait bir mülkün veya işletmenin, özel mülkiyet veya sermayesi devlet dışında başka paydaşlara ait tüzel kişiliklere devredilmesine denilmektedir. Ülkemizde genelde özelleştirecek işletmelerin alt tutardan bir değerlemesi yapılarak, arttırma usulüyle en yüksek teklifi veren özel teşebbüslere satıldığı görülmektedir.

1.4.3.6 Hisse Senedi Geri Alım Fırsatlarında (Stock Buybacks Opportunities-SBOs) Değerleme

SBOs, hisse senedini daha önce arz yoluyla ihraç eden şirketlerin, hisselerinin işletmenin kendisi veya paydaşları tarafından geri alımıyla gerçekleşen işlemidir. Piyasadaki diğer hissedarlara hisse başına piyasa değerini ödenerek, daha önce kamu ve özel sektör yatırımcıları arasında dağıtılmış olan hisse senetlerinin mülkiyeti, yeniden geri toplanmaktadır. İşletmeler hisse senedi geri alımlarını, değer düşüklüğü veya temel finansal oranlarını yükseltme gibi çeşitli nedenlerle yapabilmektedirler.¹³³

¹³² Stefano Paleari, Silvio Vismara, “Over-Optimism When Pricing IPOs”, **Managerial Finance**, 2007, Vol. 33, s. 352-354.

¹³³ Zahn Bozanic, “Managerial Motivation And Timing Of Open Market Share Repurchases.”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 2010, Vol. 34, s 517-520.

1.4.3.7 Hisse Senetlerini Çalışanlara Dağıtma Planında (Employee Stock Ownership Plans-ESOPs) Değerleme

ESOP, çalışanların şirkete sahip olmalarına izin veren ve işveren ile çalışan arasında yapılan kazan-kazana dayalı bir fayda planıdır. Yönetim açısından bakıldığında, ESOP, çalışanların çıkarları ile yönetimin çıkarlarını ortak bir notada buluşturmak için yararlı bir araç olmaktadır. Bir ESOP ile işletme sahibi işletmesini bir kerede veya azar azar satarak nakit paraya çevirebilmektedir. Bu şekilde işletmenin kontrolü zamanla yönetim ekibine geçmektedir. Bu duruma genelde işletmenin piyasada bir anda satılamadığı durumlarda rastlanılırken, işletme sahibi çalışanları motive ederek değeri maksimize edip işten çıkış yapmak istiyor da olabilmektedir. Bazı ülkelerde ESOP vergi avantajı sağlayarak işletme sahibinin daha büyük bir değer elde etmesine olanak sağlamaktadır.¹³⁴

1.4.3.8 Finans ve Bankacılıkta Değerleme

İşletmeler ek fon elde etmek amacıyla kendilerini değerletebilmektedirler. Bunun sebebi sektördeki diğer firmalara göre konumlarını ve değerlerini belirtip, güvenilirliklerini kanıtlamaktır. İşletmeler bu şekilde daha uygun fiyatlarla fonlara ulaşabilir hale gelmektedirler. Ters bir durumda ise bir yatırım kuruluşu bir işletmeye yatırım yapmadan önce değerlendirme isteyebilmektedir. Bunun yanında kredi karşılığında işletme ve hisse rehin alınırken yine değerlemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

¹³⁴ Megan M. Burke, “Benefits of an Employee Stock Ownership Plan in Succession Planning: an ESOP can be used to finance an owner’s exit from a business and has the added advantage of tax deferral on the gain from the sale of the business.”, **Journal of Accountancy**, 2015 Vol. 220, s. 65-68.

1.4.3.9 İşletmenin Tasfiyesi veya Yeniden Organize Edilmesinde Değerleme

Tasfiye sürecine giren işletmelerin değerini belirleme sürecinde değerlendirme kullanılmaktadır. Tasfiye bir tüzel kişiliğin varlığının sona ermesi durumunda onun sahip olduğu mal varlığının geleceğinin düzenlenmesinde yararlanılan işlemlerin tümünden elde edilen değerdir.¹³⁵ Temel anlamda bir işletme ya da teşebbüs çözünme sürecine girdiğinde tüm varlıklarının hızlı bir şekilde satılıp borçlarının ödenmesi sonucunda elde kalan tutar olarak tanımlanabilmektedir.¹³⁶ Bunun dışında tasfiye sürecine girmek yerine işletmenin yeniden organize edilmesinde de değerlendirme yine kullanılabilir.

1.4.3.10 Şirketin Geleceğine İlişkin Stratejik Kararlar Alırken Değerleme

Bir şirketin veya iş biriminin değerlemesi, performansı değerlendirilmekte olan yöneticilerin, paydaşlar için ne derece değer yaratabildiğinin ölçülmesi açısından gerekli olmaktadır. Ayrıca bu şekilde şirket için gerçekten değer yaratan bölüm ve departmanlar öne çıkarken, bu konuda eksik kalan departmanların yeniden düzenlenmesiyle ileride bir değer yaratma fırsatı da ortaya çıkabilmektedir. Şirketin varlığını devam ettirmesine olanak sağlayan stratejik kararların işletme değerine etki ettiği bilinmektedir. Bu sebeple stratejik karar alırken şirketin veya farklı iş birimlerinin değerlemesi, hangi ürününün üretileceği hangi iş kolunun destekleneceği hangi ülkeye yatırım yapılacağı ve büyümeyi sürdürmek ya da terk etmek gibi büyük kararları vermek için temel bir bilgi kaynağıdır. Stratejik karar sonrasında yapılan değerlemeler, şirketin politika ve stratejilerinin değer yaratma veya değer imhası üzerindeki olası etkilerini ölçmek için iyi bir araç olmaktadır.¹³⁷

¹³⁵ Gole ve Morris, **Mergers and Acquisitions...**, 72.

¹³⁶ Pricer ve Johnson, "The Accuracy of Valuation Methods in Predicting The Selling Price Of Small Firms"..., s. 25.

¹³⁷ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 23-24.

1.4.3.11 Hukuksal Süreç veya Başarısız Bir Yatırımın Ardından Kayıp ve Hasar Değerlemesi

Sözleşme ihlalleri, iş fırsatlarının kaybedilmesi veya politik sorunlardan kaynaklı ayrımcılık gibi tartışmalı konulardan kaynaklanan hasar miktarını tahmin etmek ve değer üzerindeki olası zararları ölçmek için değerlendirme yapılabilmektedir. Bunun yanında işletmenin, iş kazaları ve kazazedelerinden kaynaklı hukuksal süreçler sonunda görebileceği zararın da değerlemesi ayrıca yapılabilmektedir.¹³⁸

1.4.3.12 Boşanma, Miras, Bağış ve Hediye Etmede Değerleme

Boşanma sürecinde evlilik içinde edinilmiş mal varlıklarının durumu tartışıldığı gibi, çiftlerin sahip oldukları işletmeler içinde bir itilaf söz konusu olabilmektedir. Bu gibi durumlarda eşlerden biri işletmeyi devralmak isteyebilmekte, söz konusu durumda işletme değerinin belirlenmesi hukuksal açıdan önem arz etmektedir. Bunun yanında bir işletmenin hisselerinin hediye olarak verilmesi ya da miras olarak kalması bir vergi doğuracağından yine değerlemeye ihtiyaç duyulabilecek bir konu olacaktır. Ayrıca bir işletmenin ya da varlığın vakfa devredilmesi, onun doğru şekilde kayıt altına almak için yine değerlemeyi gerektiren bir durum ortaya çıkaracaktır.¹³⁹

1.4.3.13 Vergi Kanunları Açısından Değerleme

1961 yılında yürürlüğe giren ve yıllar itibarıyla güncellenen Vergi Usul Kanununa (VUK) göre değerlendirme üçüncü kitap birinci kısım ve birinci bölüm değerlendirme esaslarında belirtildiği üzere *“İktisadi kıymetlerin vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanlarda, değerlemesi yapılan varlığın nevi ve mahiyetine göre yasa ile belirlenmiş değerlendirme ölçütlerinden birinin kullanılması ile yapılan vergi*

¹³⁸ Rezaee, **Financial Services Firms: Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions...**, s. 92-94.

¹³⁹ A.e.g.

matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili değerin takdir ve tespittir.” olarak tanımlanmaktadır.¹⁴⁰ VUK’a göre değerkleme ölçütleri şu şekilde sıralanmaktadır:

- **Maliyet bedeli(Madde 262):** Bir varlığın(iktisadi bir kıymetin) edinim veya değerkinin artması münasebetiyle yapılan ödemeler ile bilumum giderlerin toplamını ifade etmektedir.
- **Borsa rayici(Madde 263):** Menkul kıymetler ve kambiyo borsasına veya ticaret borsalarına kayıtlı olan bir varlığın değerkleme yapılmadan önceki son işlem gününde ortaya çıkan ortalama değerkini ifade etmektedir. Ancak bariz kararsızlıklar görülen durumlarda değerkleme günü öncesi son işlem gününde ortaya çıkan fiyat yerine son 30 günün ortalamasının alınması da mümkün olmaktadır. Bu durumda ortalama rayici esas olarak aldırmaya Hazine ve Maliye Bakanlığı yetkili olmaktadır.
- **Tasarruf değeri(Madde 264):** Değerkleme gününde bir varlığın (iktisadi bir kıymetin) sahibi için arz ettiğı gerçek değeri olarak ifade edilmektedir.
- **Mukayyet değeri(Madde 265):** Bir varlığın muhasebe kayıtları üzerinden gösterilen hesap değeri.
- **İtibari değeri(Madde 266):** Her tür pay senedi ve tahvilin üzerinde yazılı olan değeri olarak ifade edilmektedir.
- **Rayiç bedel(Mükerrer Madde 266):** Bir varlığın alım satım gününde oluşan normal değeri.
- **Emsal bedel(Madde 267):** Gerçek bedeli olmayan, bilinmeyen veya doğru olarak tespit edilemeyen bir varlığın, değerkleme gününde satılması halinde emsallerine göre haiz olacağı değeri ifade etmektedir.
- **Vergi değeri (Madde 268):** Arazi ve binaların Emlak Vergisi Kanuna göre tespit edilen değeri.

¹⁴⁰ Mevzuat Bilgi Sistemi, Vergi Usul Kanunu, Üçüncü Kitap Birinci Kısım ve Birinci Bölüm Madde 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266, 267 ve 268, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.pdf>, Erişim tarihi: 29.04.2019.

1.4.4 Değerlemede Yapılan Hatalar ve Genel Yanılgılar

Her disiplinde olduğu gibi değerlemede de bazı genellemeler ve bu genellemelerin her durumda işe yaramamasında kaynaklı hatalar ve yanılgılar bulunmaktadır. Değerleme modellerin nicel olması dolayısıyla; sonuçların nesnel olduğuna ve değerlemeyi yapan analist görüşleri veya insan hatası için çok az yer bulunduğuna inanmak bunlardan ilkidir. Değerleme aslında ne tam anlamıyla nicel ne de tam anlamıyla niteldir. Değerlemede kullanılan modeller niceliksel olabilir, ancak girdiler öznel yargılar için bolca yer bırakmaktadır.¹⁴¹ Bu nedenle değerlendirme, objektif ve tam idealist şekilde gerçek değeri tam olarak ortaya çıkartan bir bilim değildir.¹⁴²

Değerlemeye bir sanat gibi yaklaşmak bir diğer yanılgıdır. Bu görüşe göre değerlendirme bir sanattır ve bu konuda kıdemli bilgili kişiler istedikleri sonucu elde etmek için sayılarla oynayabilirler. Bu durum piyasada yapılan fiyatlama ile kolayca ortaya çıkabilirken, bu fikrin hatalı bir söylem olduğunu kanıtlamaktadır.¹⁴³

Çoğu zaman bir işletme hakkındaki görüşlerimiz o şirketin değerlemesine başlamadan bile oluşmaktadır. İnsanlar genelde çıkarımları ve önyargılarını yansıtmaya eğilimlidirler. Basında ilgili şirket hakkında okuduğumuz iyi veya kötü bir haber, başka bir analistin ilgili firma hakkındaki görüşleri ve benzeri olaylar, firmaya değer vermek için gereken bilgiler toplanmaya devam ettiği sürece yanlılığa fark etmeden bir şeyler eklenmektedir. Bulunan değer, değerlendirme yapılırken takınılan pesimistlik veya optimistlik tavırlardan da etkileneceği unutulmamalıdır. Bu ön yargılardan kurtulmak için öncelikle; değerlendirme tamamlanmadan önce bir firmanın değeri üzerinde güçlü bir şekilde kamuoyu görüşlerini içeren pozisyonlar alınmamalıdır. Eğer değerlendirme değerleyene müşteri bir firma için yapıyorsa, söz konusu firmanın baskısından ve ödül veya ceza tutumlarından etkilenmemelidir.

¹⁴¹ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 2.

¹⁴² Fernandez, "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations"..., s. 26.

¹⁴³ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 2.

Raporlamalar dürüst bir şekilde tarafsız olarak yapılmalıdır. Önyargıya en iyi panzehir kendi farkındalığımızdır. Değerleme sürecinde daha önceden oluşmuş ya da süreç içinde oluşan yeni önyargıların farkında olan bir analist veya değerlemeci, bir şirketin geleceğine dair daha objektif bir bakış açısına sahip olana kadar bu önyargılarla yüzleşmeye çalışabilmelidir.¹⁴⁴

İyi araştırılmış ve iyi modellenmiş bir değerlemenin sonsuz bir zaman diliminde olduğu ise başka bir yanılgıdır.¹⁴⁵ Değerin, pazara gelen yeni bilgilerden etkilendiğini literatürün daha önceki kısımlarında değinmiştik. Gelen yeni bilgileri işletmeyi hatta pazarı komple etkileyebilmektedir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, yapılan değerlemenin ancak yapıldığı zaman aralığı ile sınırlı olduğu net bir şekilde ortaya konulmaktadır.

Değerleme beklenmeyen hal ve belirsizliği tahmin etmekle ilgilidir. Bu nedenle değerlemede riskten kaynaklı olarak hatalar her zaman olacaktır, en iyi değerlemeler bile bir hata payıyla yapılabilir. Bu noktada belirsizlik firmanın kendisinden geldiği gibi makroekonomik koşullardan da kaynaklanabilmektedir. Bu durumla başa çıkabilmek için; belirsizliği ve risk faktörlerini, edinilen bilgi temelinde yansıtan modeller geliştirmek, aralıkların daha iyi tahmini için farklı girdilerle simülasyonlar yapmak çözüm oluşturabilmektedir.¹⁴⁶ Daha büyük modellerin daha iyi sonuçlar verdiği de ayrıca bu durumla alakalı bir yanılgıdır. İçinde bulunulan zamanla bağlantılı olarak risk faktörleri doğru anlaşılmalı, modellemeler buna göre modifiye edilmelidir. Unutulmamalıdır ki rakamlar büyüdükçe sapmalarda bununla paralel olarak büyüyecektir.

¹⁴⁴ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 3-4.

¹⁴⁵ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 3-4.

¹⁴⁶ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 4-7.

Değerleme yaparak piyasa üzerinden para kazanılacağına sanılması ancak piyasaların etkin olmadığı veya yeni gelen bir bilgi ile firmanın mevcut durumundan daha fazla değerleneceğinin öngörülmesi ile mümkün olmaktadır. Piyasanın etkin olmadığı bir durumu yakalamak için, hem yeteneğe hem de şansa ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun sebebi piyasada her gün işlem yapan farklı ölçekte binlerce tekil ve tüzel kişinin aynı şekilde hatalı işlem yapmalarının zor bir ihtimal olmasından kaynaklanmaktadır.¹⁴⁷

İyi şekilde yapılmış bir değerlemenin kesin bir tahmin sağladığına inanılması ise en büyük yanılgıdır. Dikkatli, titiz ve ayrıntılı şekilde yapılmış bir değerlendirmenin sonunda bile, şirketin ve ekonominin geleceği hakkında yapılmış varsayımlar ve tahminler kendiliğinden yeni bir belirsizlik yaratacaktır.¹⁴⁸ Gelecekteki nakit akışları ve bunların iskonto oranları bir projeksiyon dahilinde tahmin edildiği için, değerlemeden mutlak kesinlik beklemek veya talep etmek gerçekçi bir durumu yansıtmamaktadır.¹⁴⁹ Ayrıca bu durum analistlerin değerlendirme felsefesi temelinde değerlendirildiğinde, tavsiyelerde bulunma konusunda kendilerine makul bir hata payı vermeleri gerektiği anlamına da gelmektedir.

1.4.5 Uluslararası Değerleme Standartları

Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (The International Valuation Standards Council - IVSC) değerlendirme uygulamaları ve değerlendirme mesleği için küresel standart belirleyici olarak hareket eden ve kamu yararına hizmet veren, kâr amacı gütmeyen, bağımsız bir kurum olarak Londra’da kurulmuştur. Kurumun misyonu uluslararası değerlendirme standartlarının yükseltilmesidir. Bu amaçla temel hedefleri arasında; tutarlılık, şeffaflık ve dünya çapında değerlemeye olan güveni destekleyen

¹⁴⁷ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 5.

¹⁴⁸ **A.e.g.**, s. 4.

¹⁴⁹ Fernandez, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations” ..., s. 25-26.

ve sürekli gelişen yüksek kaliteye sahip Uluslararası Değerleme Standartları (IVS) çerçevesinin benimsenmesini teşvik etmek yer almaktadır.¹⁵⁰

Değerlemeye bir çerçeve getirmek genel ilke ve prensipleri belirlemek üzere uluslararası değerlendirme standartları oluşturulmuş ve yayınlanmıştır. Üç ana bölümden ilki olan, Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi, standartları anlamak için bir giriş ve önsöz niteliğindedir. Bu bölümde standartlara uyum, değerlemeyi gerçekleştiren kişi, tarafsızlık, yetkinlik, sapmalar, varlıklar ve yükümlülüklerle ilişkin genel bir tablo çizilmektedir.

Standartlar genel ve varlık standartları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Genel standartlar değerlemenin ne şekilde yapılacağı ile ilgili umumi standartları; işin-değerlemenin kapsamını, incelemeler ve standartlarını, raporlama, değer esasları ve değerlendirme yaklaşımları ve yöntemlerini açıklamaktadır. Varlık standartlarında ise, işletmeler ve işletmelerdeki payların değerlendirilmesi, finansal araçların değerlendirilmesi, maddi olmayan varlıkların değerlendirilmesi, tesis ve ekipman değerlendirilmesi, taşınmaz mülkiyet haklarının değerlendirilmesi ve geliştirme amaçlı mülk değerlendirilmesi üzerine spesifik varlık değerlendirme standartları açıklanmaktadır.¹⁵¹ Her bir varlık için literatürde kabul görmüş değerlendirme yaklaşımın ne şekilde uygulanması gerektiğiyle ilgili net bir kılavuz olarak hazırlanan standart çerçevesi yüzden fazla üye kuruluş, üniversite ve enstitü, büyük denetim kuruluşları ve organizasyonlar tarafından kabul görmüş ve tanınmıştır.

¹⁵⁰The International Valuation Standards Council, About Us, <https://www.ivsc.org/about> Erişim tarihi 13.07.2018.

¹⁵¹ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards...**, s.1-151.

2. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE ULUSLARARASI DEĞERLEME

Değerleme metodolojisinin temelini oluşturan değerleme yaklaşımları, literatürün de genel anlamda kaynağını oluşturmaktadır. Her ne kadar bir kompozisyon dahilinde bir literatür oluşturulmaya çalışılsa da değerlemesi yapılan varlığın kendisi, riski, piyasa, değerlemenin yapılış amacı, potansiyel alıcın hevesi, varlığın bulunduğu ülke gibi faktörler değere etki edecektir. Bunun yanında başkaca makro ve mikro sebeplerde değere ayrıca etki edebilecektir. Bu kapsamda literatürü daraltmak adına ve tezin konusunu kısıtlamak adına ikinci bölümde değere etki eden faktörlerden ülke riskine ve uluslararası sermaye hareketlerine odaklanılacaktır.

İkinci bölümde öncelikle değerleme yaklaşımlarından bahsedilecek olup, daha sonrasında özellikle gelir bazlı değerleme yaklaşımların iskontolanmasında, maliyetin belirlenmesinde veya indirgenmesinde kullanılan, uluslararası değerlemede değerin daha doğru nitelikte ve riskle hesaplamasına yardımcı olan kavramlardan ülke riskine odaklanılacak ve ülke riskiyle ilişkili olarak uluslararası sermaye hareketlerinden bahsedilecektir.

2.1 Değerleme Yaklaşımları

Analistler ve değerleme yapanlar, basitten aşırı komplikeye kadar geniş bir yelpazede birçok farklı değerleme modeli kullanmaktadırlar. Modeller genellikle değeri belirleyen temel unsurlar hakkında çok farklı varsayımlar yaparlar, ancak her zaman bazı ortak özellikleri paylaşırlar ve bu nedenle değerleme yaklaşımları daha geniş başlıklar altındaki terimlerle sınıflandırılabilirler.^{152,153} Literatür geneli ve

¹⁵² Aswath Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Working Paper, New York ,2006 s. 3.

¹⁵³ Pinto ve diğ., **Equity Asset Valuation...**, s.360.

Uluslararası Değerleme Standartları incelendiğinde literatürde kabul görmüş üç ana veya geleneksel değerleme yaklaşımı bulunurken, bu değerleme yaklaşımlarına alternatif olarak oluşturulmuş diğer bağımsız veya hibrit değerleme yaklaşımları da ayrıca bulunmaktadır. Değerleme yaklaşımları şu şekilde sıralanabilmektedir.

- **Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Asset-based Valuations Approaches)**
- **Görelî Değerleme Yaklaşımları (Relative-based Valuation Approaches)**
- **Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash Flow-based Valuation Approaches)**

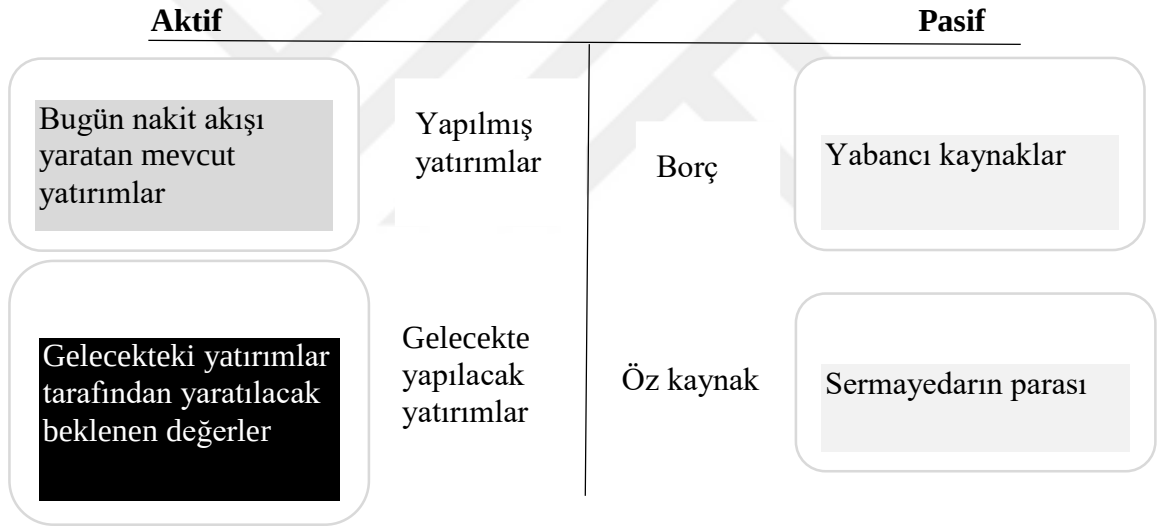
Firmalar için değerleme yaklaşımları, uygulamada ve detaylarında farklılık gösterse de, kavramsal olarak tüm tipteki işletmeler için benzer şekilde icra edilmektedirler. Varlık bazlı modeller ile birlikte, indirgenmiş nakit akım modelleri mutlak değerleme modelleri olarak sınıflandırılırken, görelî değerlemede ise firmanın diğer işletmelere göre değerlemesi yapıldığından bir mutlaklık bulunmamaktadır.¹⁵⁴

Analistler, değerleme yaparken yaklaşımlarını belirli faktörlere bağlı olarak seçmektedirler. Gelişimin en erken aşamalarında olan şirketler için varlık temelli bir yaklaşım kullanılarak değerleme yapılabilmektedir. Çünkü değer kaygısı temelinde yer alan belirsizlik gereği gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesi son derece zor olmaktadır. Yüksek büyüme trendinde olan bir şirket, değerleme yaklaşımlarından indirgenmiş nakit akışı yöntemi kullanılarak değerlendirilebilmektedir. Başarılı olmuş ve borsaya kote olabilecek büyüklükte bir firmanın değeri, farklı değerleme metotlarının kombinasyonu ile bulunabilmektedir. İstikrarlı, büyük bir şirket, piyasa yaklaşımına göre en iyi şekilde değerlendirilebilmekteyken, bu örneklerle belirli gerçekler, gerekçeler ve koşullar altında farklı değerleme yöntemlerinin kullanılabileceğini göstermektedir.

¹⁵⁴ Pinto ve diğ., **Equity Asset Valuation...**, s.360.

2.1.1 Varlık- Aktif Bazlı Değerleme Yaklaşımları

Bu yaklaşım, bir işletmenin değerinin firmanın sahip olduğu münferit varlıkların değerlerinin toplamı olduğu varsayımı üzerine kurulmaktadır.¹⁵⁵ Aynı zamanda değerleme literatüründe maliyet yaklaşımı(Cost Approach) olarak da anılmaktadır. Genellikle devam eden bir ticari teşebbüsün değerlemesi için kavramsal açıdan en zayıf yaklaşım olarak kabul edilmektedir.¹⁵⁶ Bu durum işletme muhasebesi ve kayıtları üzerinden doğru olmakla birlikte, bir varlık topluluğuna ve bir işletmeye değer verme arasında ciddi farklılıklar bulunmaktadır. Bir işletme veya şirket, sahip olduğu varlıklar ve gelecekte yatırım yapmayı planladığı varlıkları olan sürekli bir kuruluştur, başka bir deyiş ile işletmeler aslında işleyen birer teşebbüslerdir.¹⁵⁷



Şekil 2.1 Bir Firmanın Temel Görünümü

Kaynak: Aswath Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence s.7-8’den esinlenilerek oluşturulmuştur.

Şekil 2.1’deki basit firma bilançosu bir işletmenin işleyen teşebbüs olmasıyla, münferit varlıkların toplamı olarak değerlendirilmesi arasındaki farkı ortaya koymak

¹⁵⁵ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 24.

¹⁵⁶ Pinto ve diğ., **Equity Asset Valuation...**, s.385.

¹⁵⁷ Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence..., s. 50.

için iyi bir çerçeve sunmaktadır. İşleyen bir teşebbüste sadece mevcut yatırımları değil, aynı zamanda gelecekteki yatırımları ve bunların kârlılıklarını da en iyi şekilde değerlendirmek gerekmektedir. Büyümeye dayalı şirketlerin birçoğunun piyasa değeri aslında varlıklarını daha da büyütme potansiyeline sahip olmalarından gelmektedir. Ancak varlık bazlı bir değerlemede gelecekte yapılacak yatırımlar hesaplama ve tahminde kullanılmamaktadır. Bu nedenle aktif taraf gelecekteki fırsatları içermemekte, muhasebesel dengeden kaynaklı olarak pasif tarafı da olması gereken potansiyelinden daha küçük gösteren bir değer oluşmaktadır. Özetle paydaşlar için gelecekteki nakit akışlarından kaynaklı bir değer var ise bu tip bir değerlemede bu durum ortaya çıkamamaktadır.

Varlık bazlı bir değerlemede, öncelikle varlıkların her biri için piyasa değeri ayrı ayrı olarak tahmin edilmektedir. Varlık değerlerini bir araya getirerek, işletmenin toplam değeri bulunmaktadır. Kazançlı ve kaldıraçlı büyüme fırsatlarına sahip şirketler için varlık bazlı değerlemeler, diğer değerleme yaklaşımlarıyla hesaplanan değer sonuçlarına göre daha düşük değerler vermektedir.¹⁵⁸ Bu kapsamda muhasebe kural koyucuları ve regülatörler tarafından gerçeğe uygun değer kavramı getirilmiştir. TFRS 13'te gerçeğe uygun değerın tanımı, ölçümüne ilişkin çerçeve ve açıklamaları yer almaktadır. TFRS 13'e göre piyasa katılımcıları arasında değerlendirilme tarihinde bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinden kaynaklı olarak ödenecek fiyata gerçeğe uygun değer denmektedir. Bu değer varlığın ölçüm tarihinde el değiştirdiği veya satıldığı varsayımı yapılarak bulunmaktadır. Varlığın fiyatı ne kelepir ne de fahiş olmalıdır.¹⁵⁹ Bu tanımdan gerçeğe uygun değerın işletmeden işletmeye göre değişen değil, piyasa bazlı bir ölçüm içerdiği çıkarılmaktadır. Benzer bir tanım US GAAP FAS 157'de de bulunmaktadır.¹⁶⁰ Günümüzde varlıkların gerçeğe uygun değerlemesi tartışmalı bir konu konumundadır. Bazılarına göre bu standartlar, değerın tespitinde muhasebe beyanlarının varlık ile değer arasındaki ilişkiyi artırarak,

¹⁵⁸ Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence..., s. 50.

¹⁵⁹ Kamu Gözetim Kurumu, Türkiye Finansal Raporlama Standartları 13, <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/7890/TMS/TFRS-2018-Seti> , Erişim tarihi:17.07.2018.

¹⁶⁰ Financial Accounting Standards Boards, Financial Accounting Standart 157 Fair Value Measurement, <https://www.fasb.org/pdf/fas157.pdf> ,Erişim tarihi:17.07.2018.

piyasadaki bilgiler için olumlu bir gelişme yarattığını savunurken¹⁶¹, bazıları da bu tür değer hesaplamalarının muhasebesel manipülasyon potansiyelini artırdığına, sonuç olarak finansal tabloların piyasa için daha az bilgilendirici olacağına inanmaktadırlar.¹⁶²

Uluslararası Değerleme Standartları'nda Varlık Standartları altında yer alan IVS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar bölümünde maliyet yaklaşımı için; değerleme yaklaşım ve yöntemlerindeki kriterleri nadiren sağlaması nedeniyle işletme değerlemesinde kullanılmamasını tavsiye etmektedir denmektedir. Ancak bazı durumlarda varlık bazlı değerleme yaklaşımın işe yarayabileceği belirtilmektedir. Bunlardan ilki, işletmenin kârının veya nakit akış fonksiyonlarının ve gelirlerinin güvenilir bir şekilde tespit edilemediği; gelir bazlı yaklaşımın kullanılmadığı durumlarda ve diğer işletmeler ile yapılacak piyasa karşılaştırmalarının pratik olmadığı veya güvenilirlik içermediği, başka bir deyiş ile göreceli değerleme yaklaşımlarının uygulanmadığı durumlarda işe yarayabileceğidir. Bu duruma ilk dönem yeni kurulmuş işletmeler örnek olarak verilmektedir. Bu yaklaşımın işe yarayabileceği diğer bir durum olarak ise işletmenin sürekliliğinin olmaması ve/veya işletmeye ait varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin toplamının işletme değerini aşabildiği durumlar gösterilmiştir. Sonuncusu ise sahip olunan dayanak varlıkların değerinin ölçülmesinde kullanılmasıdır. Bu yöntemde varlıkların uygun değerleme yöntemleri ve yaklaşımlarıyla beraber değerlemesi yapıp, değerleme konusu işletmenin değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması şeklinde kullanılmasıyla bir varlık bazlı değerleme yapılabilmektedir. Örnek olarak yatırım şirketleri ve değerlerin esasen sahip oldukları varlıklardaki paylarının bir unsuru olan vakıf, holding tipi veya portföye dayalı işletmeler verilmektedir.¹⁶³

¹⁶¹ Mary E. Barth, ve diğ., "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, 2001, s. 98-99.

¹⁶² Robert W. Holthausena, Ross L. Watts, "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, 2001, s. 27-30.

¹⁶³ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards...**, s. 53.

Özetle varlık bazlı değerlendirme yöntemleri, varlıklarının değerini tahmin ederek şirketin değerini belirlemeyi amaçlayan, bir şirketin değerinin temel olarak bilançosunda yer aldığını düşünen geleneksel yöntemlerdir. Bu metodlar, sektördeki mevcut durum, insan kaynakları veya organizasyonel problemler, sözleşmeler vb. gibi unsurların yanı sıra muhasebe beyanlarında yer almayan diğer faktörleri de dikkate almamaktadır. Değerleme yaklaşım ve yöntemlerindeki kriterleri nadiren sağlaması nedeniyle işletme değerlemesinde özel bir durum yoksa diğer metodların kullanılması tavsiye edilmektedir. Varlık- Aktif Bazlı Değerleme Yaklaşımları aşağıdaki başlıklar altında gruplandırılabilir.

2.1.1.1 Defter Değeri ve Düzeltilmiş Defter Değeri

Defter değeri, bir varlığın veya işletmenin defter kayıtları üzerinden belirlenen değeridir.¹⁶⁴ Bu değer varlıkların birikmiş amortisman ve değer düşüklüklerinden kaynaklı zararları düşüldükten veya varlığın zaman içinde yeniden değerlemesinden kaynaklı değer bilançoya yansıtıldıktan sonra oluşmaktadır. Muhasebe kayıtlarının, gelir tablolarına veri oluşturması; bir firmanın gerçek kazanç potansiyeline ilişkin ölçü sağlaması, bilançonda yer alan firma varlıklarının ve öz kaynakların değerinin güvenilir bir şekilde yer almasına bağlı olmaktadır. Diğer değerlendirme yaklaşımlarında kullanılan girdilerin birçoğunun işletmelerin gelir tablosu baz alınarak türetildiği veya projeksiyonun yapıldığı bilinmektedir.

Muhasebe standartlarının zaman içinde gelişmesi ve yeni kavramlar eklenmesi defter değerinin güvenilirliğini arttıran unsurlar oluşturulmuştur. Defter değerinde varlıklar bilançoya kaydedildikleri günkü değerleri üzerinden görünmektedirler, bu durum varlığın mevcut durumdaki gerçek değerinin yansıtmayabilmektedir. Düzeltilmiş defter değeri bu varlıkların gerçeğe uygun değerlemeleri yapıldıktan sonra

¹⁶⁴ Pignataro, **Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity...**, s. 279.

oluşan yeni bilançodaki defter değeridir. Defter değeri değerleme literatüründe aynı zamanda aktif taraftan yabancı kaynakların -borç ve yükümlüklerin- çıkartılmasıyla da bulunabilmektedir.^{165,166} Bu durumda defter değeri aslında kayıtlı sermaye ve sermaye benzeri varlıklara eşit olmaktadır. Sermaye ve benzerlerini esas alan değerleme modelleri düşünüldüğünde, varlık bazlı değerleme yaklaşımının önemi daha net anlaşılabilmektedir.

Feltham ve Ohlson'un muhasebe verileriyle piyasa fiyatı arasındaki bağlantıyı açıklayan çalışmaları mevcuttur. Çalışmalarında defter değeri ve piyasa fiyatı aslında benzer olduğu, ancak işletmelerin operasyonel faaliyetleri dolayısıyla bu iki kavramın zaman içinde farklılaşmakta olduğu varsayımı üzerinden modeller türetmişlerdir.^{167,168} Ohlson'un temel modeli, defter değerinin bir fonksiyonu olarak öz sermayenin gerçek değerini, firmanın gelecekte üretebileceği öz kaynak getirisinden aldığını ifade eder. Ohlson yabancı kaynak getirisini elimine etmek için kâr fonksiyonu üzerinden bir model oluşturmaktadır. Öz sermaye değerinin aslında temettülerin bugünkü değeri indirgenmesi olarak nitelenir:

$$\text{Öz sermaye Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\text{Temettü})_t}{(1+k)^t}$$

$E(\text{Temettü})_t$: t döneminde beklenen temettü getirisi

k: sermaye maliyeti oranı(genelde risksiz mevduat faiz oranı veya beklenti göre getiri oranı)

Bu modeli defter değerine uygularsak; t değişkenini bugün kabul edersek, sermayenin bugünkü düzeltilmiş defter değeri, bir önceki dönemin sermaye defter

¹⁶⁵ Pignataro, **Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity...**, s. 281.

¹⁶⁶ Fernandez, "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations"..., s.4.

¹⁶⁷ Gerald A. Feltham, James A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, 1995, s. 689-731.

¹⁶⁸ James A. Ohlson, "Earnings, Book values and Dividends in Security Valuation", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, 1995 s.661-687.

değeri ile bu dönemki kârın toplanması ve bu dönemki dağıtılan temettünün çıkarılması ile bulunmaktadır.

$$\text{Sermayenin Defter Değeri}_t = \text{Sermayenin Defter Değeri}_{t-1} + \text{Kâr}_t - \text{Temettü}_t$$

Bu eşitlikten aşağıdaki denkleme varılır.

$$VE_0 = BVE_0 + \frac{\sum_{t=1}^{t=\infty} \text{Kâr}_t - k_t \times BVE_{t-1}}{(1 + k_t)^t}$$

VE_0 : Öz kaynağın bugünkü değeri

BVE_0 : Bugünkü net sermaye ve benzeri değerler

BVE_{t-1} : Bir dönem önceki net sermaye ve benzeri değerler

Kâr_t : t dönemindeki kâr

k_t : sermaye maliyeti oranı (genelde risksiz mevduat faiz oranı veya beklenti göre getiri oranı)

Sermayenin bugünkü değeri sermayenin ilk değeri ile dağıtılmamış kâr fonksiyonunun bugünkü değerine indirgenmesi ile hesaplanmaktadır. Borsaya kote bir şirket için dolayısıyla bir firmadaki öz kaynak değeri, hisse senedi defter değerinin ve beklenen getirilerinin bugünkü değerinin toplamı olmaktadır. Ohlson modeli, muhasebecilerin muhasebe rakamlarının hala değerle ilgili olduğunu iddia etmelerine olanak tanımaktadır.¹⁶⁹

2.1.1.2 Likidasyon Değeri

Varlık bazlı değerlemenin en özel durumu likidasyon değerlemesi olup, varlıkların satılmak zorunda oldukları varsayımına dayanarak değer verilmektedir.

¹⁶⁹ Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence..., s. 53.

Temel anlamda bir işletme ya da teşebbüs tasfiye sürecine girdiğinde tüm varlıklarının hızlı bir şekilde satılıp borçlarının ödenmesi sonucunda elde kalan tutar olarak tanımlanabilmektedir.¹⁷⁰ Likidasyon değeri; varlıklar için potansiyel alıcıların sayısına, varlık özelliklerine ve ekonominin durumuna bağlı olarak değişmektedir. Tasfiye değeri yöntemin kullanılabilirliği oldukça spesifik durumlarla sınırlı olmaktadır. Bu spesifik durumlar zorunlu ve isteğe bağlı tasfiye süreçleri olarak dile getirilebilmektedir.

Özet olarak, likidasyon değerlemesi, indirgenmiş nakit akışı değerlemesinin altında yatan kaygının açıkça ihlal edildiği, dar nakit akışlarına sahip sıkıntılı firmalar için daha gerçekçi değerler vermesi muhtemeldir. Ancak önemli büyüme fırsatlarına sahip sağlıklı firmalar için, çok muhafazakâr olan değer tahminleri sağlayacak ve piyasada olduğundan daha düşük bir değer gösterecektir.¹⁷¹

2.1.1.3 İkame Değeri (Assets' Replacement Value)

İkame değeri hesaplanmaya çalışılan şirketinkiyle aynı şartlara sahip bir şirket oluşturmak için yapılması gereken yatırımı temsil etmektedir. Ayrıca, tasfiye değerinin aksine, şirketin faaliyet göstermeye devam ettiği varsayımıyla hareket etmektedir. Normal olarak, ikame değeri, şirketin faaliyetleri için kullanılmayan varlıkları, kullanılmayan arazi, diğer şirketlerdeki sahiplikler ve varlıklar vb. içermemektedir.¹⁷² Yıllar içinde edinilen bilgi birikim, insan kaynağı ve iş yapış şekli aynı varlığı ikame etseniz bile gerçeğiyle benzer değeri vermeyebilmektedir. Bu teşebbüs değerinin ölçümü belki ancak kâr ve nakit akışlarıyla ile mümkün olabilmektedir. Muhasebe kayıtları şu durumuyla, bu değeri ayrı olarak ölçmekten yoksunken, varlığın kendisi haricindeki bu değer işletme değerinin içinde bulunmaktadır. Bu tarzdaki bir değerlendirme ölçüm zorluğundan kaynaklı olarak zaman

¹⁷⁰ Pricer ve Johnson, “The Accuracy of Valuation Methods in Predicting The Selling Price Of Small Firms”..., s. 25.

¹⁷¹ Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence..., s. 57.

¹⁷² Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 26.

zaman işletmelerin birer işleyen teşebbüs olduğu varsayımından yoksun olabilmektedir.

İkame değeri varlıkların tekil olarak değerini hesaplamada en çok kullanılan yöntemlerden biridir. Ancak işletmelerin ve sahip olduğu maddi olmayan duran varlıkların ikame değerini hesaplamak duran varlıklar kadar kolay olmamaktadır. Bu noktada o varlığı yerine koyma veya gelecekteki potansiyel faydalarının ölçülmesi yoluna gidilmektedir.

2.1.2 Göreli Değerleme Yaklaşımları

Görelî değerlendirilmede, benzer varlıkların piyasada nasıl fiyatlandırıldığına bağılı olarak varlığa nispi bir değeri biçilmesidir. Literatürde piyasa veya pazar bazlı değerlendirilme yaklaşımı olarak da geçmektedir. Görelî değerlemenin iki çeşidi vardır. Bunlardan ilki benzer emsal varlıkları bulup, bunların el değıştirme değeri üzerinden bir sonuca varmak iken, ikincisi ise firmaya ilişkin değeri nispi bazda genellikle, bazı ortak değışkenlerin katlarına dönüştürüp standartlaştırarak diğeri firmalar ile karşılaştırılmasıdır.¹⁷³ Görelî değerlendirilme yaklaşımları işletmeler için özellikle çeşitli şirket birleşmeleri ve satın almalar durumları (M&A), halka arzlar (IPO), yeniden yapılanma ve yatırım kararları gibi çok çeşitli uygulamalara sahiptir.¹⁷⁴

Görelî değerlendirilme yöntemleri, benzer olan firmaların, piyasadaki yatırımcıların gözünde benzer değerlemelere sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle, karşılaştırılabilir olan firmaların, çeşitli metriklerinin de benzer şekilde seyretnesi muhtemeldir. Bu varsayım doğruysa, söz konusu firma peer (emsal, örnek) gruplarına göre ucuz veya pahalı görünerek konumlandırılabilir. Göreceli değerlendirilme

¹⁷³ Aswath Damodaran, **The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses**, New Jersey, Pearson Education, Inc., 2010, 2nd edition, s.90.

¹⁷⁴ Rosenbaum ve Pearl, **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions....**, s. 11.

yöntemleri, bir firmanın hisse senetlerinin belirli bir fiyatta neden işlem gördüğünü açıklamaya çalışmamaktadır. Bunun yerine, piyasanın bir grup benzer şirkete ne değer verdiğini ölçmeye çalışmaktadır. Bir grup şirket için ortalama katsayıların büyük olasılıkla söz konusu sektöre yönelik genel pazar duyarlılığına makul bir yaklaşım olduğu varsayılmaktadır. Diğer bir deyişle, nispi değerlendirme çalışması, ortalama olarak, belirli bir evrende yer alan şirketlerin hisse fiyatlarının, kendi finansal veya işletme performansına göre benzer nakit akışları ve riskler taşıyacaklarını varsayarak değerlerinin benzer katlar ve çarpanlarla konumlanacağını beklemektedir.¹⁷⁵

İndirgenmiş nakit akışı ve görelî değerlendirme arasında anlamlı bir felsefî fark bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akışı değerlemesinde, bir varlığın, gelecekte nakit akışı yaratma kapasitesine dayanan içsel değeri tahmin edilmeye çalışılırken, göreceli değerlemede, bir varlığın piyasa değerinin benzer varlıklar açısından durumu inceleyerek değerinin ne olduğuyla ilgili bir karar alınmaktadır. Piyasa etkin ve doğruysa, indirgenmiş nakit akışı ve görelî değerlendirme sonuçları birbirlerine yakın olacaktır. Bununla birlikte, eğer piyasa sistematik olarak bir grup varlığın veya tüm sektörün bir şekilde aşırı fiyatlandırılması veya fiyatının düşük olması söz konusu ise, bu iki metot arasındaki değerler birbirlerinden sapacaktır.¹⁷⁶

Görelî değerlendirme yaklaşımları içerisinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki karşılaştırılabilir şirket çarpanları/katsayıları analizi iken, diğeri emsal olan işlemler analizidir.

¹⁷⁵ Frank J. Fabozzi, Harry M. Markowitz, **Equity Valuation and Portfolio Management**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc. 2011, s. 105.

¹⁷⁶ Damodaran, **The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses...**, s. 91.

2.1.2.1 Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları/Katsayıları Analizi (Comparable Company Analysis)

Karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizi benzer sektör de faaliyet gösteren işletmelerin temel olarak, benzer finansal özellikler, performans kriterleri ve riskleri paylaştıkları gerçeğinden yola çıkarak, aslında belirli bir hedef işletmeye değer vermek için bu şirketlerin oldukça uygun bir referans noktası oldukları varsayımına dayanmaktadır. Fernandez'e göre katsayılar, değerlemenin ikinci aşamasında faydalıdır; ona göre değerlemeyi başka bir yöntemle gerçekleştirdikten sonra, karşılaştırılabilir firmaların katları ile yapılan bir karşılaştırma, yapılan değerlemeyi ölçmemize ve değer verilen firma ile karşılaştırılan firmalar arasındaki sapmaları belirlememize olanak sağlar.¹⁷⁷

Karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinin cazibesi basit ve ilişki kurmaları kolay olmasından gelmektedir. Firmalar ve varlıkları için hızlı bir şekilde değer tahminleri elde etmek için kullanılabilen ve özellikle çok sayıda benzer firmanın finansal piyasalarda işlem görmesi durumunda, piyasada bu firmaları doğru bir şekilde fiyatlandığında faydalı olabilmektedir. Ancak belirgin karşılaştırma yapılamayan, az gelirli veya hiç gelirleri olmayan veya negatif kazançlara sahip firmalara değer vermek için daha zor olma eğiliminde olan bir değerlendirme metodudur.¹⁷⁸

Değerlemede ve analizlerde sıkça kullanılan şirket çarpanları/katsayıları Tablo 2.1'de verilmiştir. Tablo 2.1'de verilen katsayılar dışında sektöre özgü başkaca katsayılar da olabilmektedir. Örneğin servis sağlayıcı firmalar için abone sayısı ve üye büyüme sayısı gibi katsayılar işletmenin değerine etki etmektedir.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 145.

¹⁷⁸ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 19.

¹⁷⁹ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 149.

Tablo 2.1 En Çok Kullanılan Çarpanlar/Katsayılar

P/E(F/K), PER	Fiyat kazanç oranı	P/Çıktı	Fiyat çıktı oranı
P/CE	Fiyat nakit kazanç oranı	EV/EBITDA	İşletme değeri EBITDA oranı
P/S	Fiyat satış oranı	EV/EBITDAG	İşletme değeri EBITDA büyüme oranı
P/LFCF	Fiyat kaldıraçlı serbest nakit akış oranı	EV/FCF	İşletme değeri serbest nakit akış oranı
P/BV	Fiyat defter değeri oranı	EV/BV	İşletme değeri defter değeri oranı
P/AV	Fiyat varlık oranı	EV/S	İşletme değeri satışlar oranı
P/Müşteri	Fiyat müşteri oranı	PEG	Fiyat kazancının büyüme oranı
P/Birim	Fiyat birim oranı		

Kaynak: Pablo Fernandez, Valuation Methods and Shareholder Value Creation s.153-156'dan esinlenerek oluşturulmuştur.

2.1.2.1.1 Kazanç Çarpanları

Fiyat kazanç çarpanı (P/E) tüm diğer çarpanlar arasında en geniş kullanıma sahip olanıdır. Fiyat-kazanç oranı, hisse başına piyasa fiyatının hisse başına kazanca oranıdır.¹⁸⁰

$$P/E = \frac{\text{Hisse başına piyasa fiyatı}}{\text{Hisse başı net kazanç}} = \frac{\text{Piyasa değeri}}{\text{Toplam net gelir}}$$

Görelî P/E oranı ise firmanın piyasa veya sektöre göre olan durumunu ortaya koyan bir katsayıdır.¹⁸¹

$$\text{Görelî } P/E = \frac{P/E_{\text{firma}}}{P/E_{\text{piyasa veya sektör}}}$$

¹⁸⁰ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 468.

¹⁸¹ A.e.g., s. 497.

Etkin bir piyasada, piyasanın gerçek değeri yansıttığı varsayımıyla hareket eden fiyat kazanç çarpanı hisse senedi başına yatırımcının beklediği kazancı ölçmektedir. Ancak net kârın bir değişken olarak kullanılması sebebiyle çeşitli muhasebe uygulamalarından etkilenmesine olanak tanıyabilmekte ve ayrıca firmanın beklenen kâr projeksiyonu üzerine bir veri girdisi bulunmaması dolayısıyla, bu haliyle risk kavramını dışarda bırakmaktadır. Bu oran borsaya kote olmayan işletmeler için sektörel karşılaştırmalar içinde kullanılabilir. Ancak modele büyüme ve risk kavramları da modifikasyonla katılabilmektedir.

$$PEG \text{ Oranı} = \frac{PE \text{ Oranı}}{Beklenen \text{ büyüme oranı}}$$

Fiyat kazancın bir diğer varyasyonu fiyat nakit kazanç oranıdır. Bu oran ile işletmenin faaliyetlerin ürettiği nakitlerin ölçümü yapılmaktadır. Bu çarpanın kullanılma sebebi muhasebe manipülasyonlarından daha az etkilenmesi olarak görülmektedir.

$$P/CE = \frac{Piyasa \text{ Değeri}}{Amortisman \text{ ve itfa öncesi net gelir}}$$

Operasyonel verimliliği ölçmek için kullanılan bir diğer kazanç çarpanı ise fiyat satış oranıdır. Bu oran ile şirketin hisse başına düşen satışları hesaplanmaktadır. Kâr fonksiyonunu etkileyen en büyük girdi nakit akışlarıdır. Bir şirketteki nakit akışları da satışlara bağlı olmaktadır.

$$P/S = \frac{Hisse \text{ başına piyasa fiyatı}}{Hisse \text{ başına satışlar}} = \frac{Piyasa \text{ değeri}}{Satışlar}$$

2.1.2.1.2 İşletme Değeri(EV) ve EBITDA Çarpanları

Bu katlar, önceki bölümdekilerle benzer özellikler taşımakla birlikte, işletme değerini başka bir parametrelerle bölmek yerine, EV ve EBITDA değerlerinden türetilen çarpanlar kullanılmaktadır. Bunun sebepleri olarak, kâr etmeyen firmalara oran ile daha az sayıda firmanın negatif EBITDA'ya sahip olması, farklı şirketlerin

farklı amortisman yöntemleri kullanması ve farklı finansal kaldıraçlara sahip firmalar arasındaki diğer kazanç katsayılarından çok daha anlaşılır bir değer vermesi gösterilmektedir.¹⁸² EBITDA faiz, vergi, amortisman ve itfa öncesi kazanç olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu çarpanın da risk bazlı veya büyüme bazlı modelleri mevcuttur.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{İşletme Değeri}}{EBITDA}$$

$$EV/EG = \frac{EV/EBITDA}{\text{Tahmin edilen EBITDA büyümesi}}$$

2.1.2.1.3 Defter Değeri Çarpanları

Defter değeri ve piyasa fiyatı arasındaki ilişki yatırımcı ve analistlerin ilgisini çeken bir konu olmuştur. Defter değeri piyasa fiyatı ile karşılaştırılabilecek nispeten istikrarlı, bir değer ölçüsü sağlamaktadır. Negatif kazançta sahip çok fazla firma varken, negatif defter değerine sahip firma sayısı çok az olmaktadır.

$$PVB = \frac{\text{Hisse başına piyasa fiyatı}}{\text{Hisse başına sermaye fiyatı}} = \frac{\text{Piyasa Değeri}(PD)}{\text{Defter değeri}(DD)}$$

Yukarıdaki denklemde defter değeri yerine düzeltilmiş defter değeri kullanılırsa işletmeler için hisse senedi geri alım fırsatı veya bir yatırım fırsatı doğup doğmadığı anlaşılabilir.

¹⁸² Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 500.

2.1.2.1.4 Tobin Q Oranı

Tobin Q'su, bir firmanın varlıklarının piyasa değerini, bu varlıkların ikame maliyetine bölerek tahmin etmektedir. Hisse senetleri ile yatırım maliyetleri arasındaki bağlantıyı incelemek için kullanılan bir katsayıdır. Ancak varlıkların yerine koyma maliyetini ölçmek ve tahmin etmek bu katsayının en büyük zorluğu olmaktadır. Tobin Q oranı 1'in altında olan firmalar yatırım maliyeti düşük olan firmalardır. Bu firmalar Tobin Q oranı 1'in üzerinde olan firmalara göre avantajlı olarak nitelendirilirler.¹⁸³

$$Tobin\ Q = \frac{Varlıkların\ mevcut\ piyasa\ değeri}{Varlıkların\ yerine\ koyma\ maliyetleri}$$

Bu formülü işletmeler için değiştirirsek;

$$Tobin\ Q = \frac{Mevcut\ sermayenin\ piyasa\ değeri}{Mevcut\ sermayenin\ yenileme\ maliyeti}$$

Tobin Q oranı işletmelerin verimliliklerini ölçmek için iyi bir göstergedir. Bu oran ile hangi işletmenin daha az yatırım maliyetine katlanarak daha çok değer elde ettiği ortaya konulabilmektedir.

2.1.2.2 Emsal Olan İşlemler Analizi (Precedent Transactions Analysis)

Emsal işlemleri elde etmedeki en büyük zorluk, değer belirlemek için denk sayılabilecek ilgili kümeye konu olan işletmeleri tanımlamaktır. Başka bir deyiş ile aynı sektörde, benzer büyüklükte benzer nakit akışı ve ya çarpanları sergileyen ve benzer riskleri taşıyan işletmelere ait satış ve el değiştirme işlemlerini bulmaktır. Bunun yanında son dönemlerde gerçekleşmiş el değiştirme işlemlerinin dikkate

¹⁸³ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 538.

alınması gerekmektedir; ancak yıllar önce gerçekleşmiş olan işlemler, günümüzde artık geçerli olmayan bir piyasa ortamında yaşanmış olabilmektedir.¹⁸⁴ Emsal işlemler, özellikle bir şirket veya şirketin bir kısmı için, M&A işlemi veya işletmenin yeniden yapılanmasında potansiyel satış fiyat aralığının belirlenmesine yardımcı olmak için geniş bir uygulama yelpazesine sahiptir. Karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinden farkı, emsal olan işlemler analizi daha önce piyasada gerçekleşmiş gerçek satın alma birleşme ve halka arz işlemlerine odaklanırken, karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizi şuanda piyasada data niteliğinde olan sürreel verilere odaklanmaktadır.

Joshua ve Joshua'ya göre emsal olan işlemler analiziyle değerlendirme yapılabilmesi için 5 adım bulunmaktadır.¹⁸⁵

- **Karşılaştırılabilir bir işlem evreni seçimi:** Karşılaştırılabilir bir edinim evreninin tanımlanması, bu tür değerlemeyi gerçekleştirmenin ilk adımıdır. Belirlenen emsal firmaların hedef firmaya uyup uymayacağı bu aşama için çok önemlidir. Benzer şirketler için bir değer evrenin belirlenmesi genellikle zorlu olabilir, hedef şirket ve sektörünün güçlü bir şekilde anlaşılması da bu aşamanın bir unsurudur. M&A veri tabanlarını araştırmak, bu konuda tutulan veri ve endeksleri incelemek bir örnek evren oluşturmak için gereklidir.
- **Gerekli finansal bilgilerin elde edilmesi:** Hem halka açık hem de özel şirketlerin dâhil olduğu işlem evreninde bulunan finansal bilgilerin tedarik edilmesidir. Bu bilgiler işlem çarpanlarını belirlemek için gerekli finansal bilgileri içermelidir.
- **Anahtar istatistikleri, oranlar ve işlem katsayılarının belirlenmesi:** İlgili işlemlerde kullanılan mali bilgilerin, satın alma fiyatı, değerlendirme şekli ve hedef finansal istatistikler ile ilgili önemli işlem verilerinin her bir

¹⁸⁴ Pignataro, **Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity...**, s. 373.

¹⁸⁵ Rosenbaum ve Pearl, **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions...**, s. 72- 83.

işlem için çarpanlar hesaplanarak karşılaştırılabilir bir hale getirilmesi gerekmektedir. Şirketlerde olduğu gibi, belirli sektörler de değerlemeyi elde etmek için ek metriklere ihtiyaç duyulabilmektedir.

- **Katsayı ve çarpanların karşılaştırılması:** Bu noktada daha önce gerçekleşmiş işlemler ile gerçekleştirilecek işlemin karşılaştırılması yapılır. Gerekli risk ayarlamaları, en iyi karşılaştırılabilir işlemlerin tanımlanması ve belirgin aykırı değerlerin ortadan kaldırılmasıyla, işlem evreni nihai şekline rafine edilir.
- **Değeri belirleme:** Seçilen karşılaştırılabilir evrendeki firma çarpanları, hedef işletme için değerlendirme aralığını türetmek için kullanılır ve gerçekleştirilecek işlem için bir değer aralığı belirlenir.

Rezaee'ya göre bütün bir işletmenin değerini bulurken bu tip bir metot uygulanacaksa bazı faktörler ayrıca göz önünde bulundurulmalıdır. Bunun yanında karşılaştırılabilir değerlere düzeltmelerin yapılıp yapılmadığı değeri etkileyeceğinden, ideal olarak kullanılan karşılaştırmalar asgari düzeyde bir ayarlama gerektirmelidir.¹⁸⁶

- İşletmenin büyüklüğü
- Sahiplik şekli, sorumluluk ve sermaye yapısı
- Likidite derecesi ve pazarlanabilirliği
- Kâr fonksiyonu
- Pazar konumu ve coğrafi lokasyonu
- Geçmiş dönemlerdeki büyüme oranları
- Maddi olan ve maddi olmayan duran varlıkları

Bu tarz modeller genellikle M&A işlemlerine konu işletmeler için uygulanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde satın alma ve birleşmeye konu işlemlere ilişkin veriler kamu tarafından erişilebilir bir şekilde düzenli olarak tutulurken, bu durum

¹⁸⁶ Rezaee, **Financial Services Firms: Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions...**, s. 181-182.

gelişmekte olan ülkelerde benzer şekilde değildir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde emsal olan işlemler analizi sonuçları çok fazla güvenilir görünmemektedir. Bunun sebeplerinden ilki tüm kayıtların tam ve doğru olmamasının tüm ve tam pazarı net şekilde yansıtmamasıdır. Bir diğer sebep ise bu tarz ülkelerde alıcı ve satıcı arasındaki işlemin hangi koşullar altında yapıldığının da pek bilinmemesidir. Markowitz ve Fabozzi kullanılabilir bir emsal işlemler analizinin en az 6 ila 12 karşılaştırılabilir firma arasında yapılmasıyla anlamlı bir sonuç elde edileceğini söylemektedir.¹⁸⁷

2.1.3 Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı

Gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı işletme hakkında gösterge niteliğinde olan değer -gelecekteki nakit akışlarının- tek bir değere indirgemesini baz alan bir metottur. Bu yaklaşımda değer, işletme tarafından yaratılan gelir, nakit akışları ve maliyet tasarruflarının bugünkü değerine indirgenmesiyle hesaplanmaktadır.¹⁸⁸

Literatürde indirgenmiş nakit akışları (DCF- Discounted Cash Flow) veya içsel değer (Intrinsic Value) olarak da geçmektedir. İndirgenmiş nakit akışı analizi yatırım bankacıları, kurumsal firma yetkilileri, akademisyenler, yatırımcılar ve diğer finans profesyonelleri tarafından yaygın olarak kullanılan temel bir değerlendirme metodudur.¹⁸⁹ İşleyen bir teşebbüs olan işletmelerin gerçeğe uygun değerini ölçmenin en iyi yolu beklenen nakit akışlarının bugünkü değeridir.¹⁹⁰ DCF modeli kullanılabilmesi için varlığın gelecekte bir gelir yaratma potansiyelinin olması gerekmektedir. Gelirin miktarının ve zamanlamasının tahmin edilebilir olması DCF modellerinin kalibrasyonunu arttıran bir unsurdur. Bu metot ile işletmelerin gelecekte üretecekleri nakit kazançları tahmin edilerek, riski yansıtan bir indirgeme oranında iskontolanması

¹⁸⁷ Fabozzi ve Markowitz, **Equity Valuation and Portfolio Management**..., s.108.

¹⁸⁸ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards**..., s.37.

¹⁸⁹ Rosenbaum ve Pearl, **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**..., s. 109.

¹⁹⁰ David T. Larrabee, Jason A. Voss, **Valuation Techniques : Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc. 2012, s. 105.

ile şirketin değerini belirlemek amaçlanmaktadır.¹⁹¹ İndirgenmiş nakit akışı değerlemelerinde, kullanılan iskonto oranları nakit akış riskini yansıtmalıdır.¹⁹²

Bu yöntemin temel adımları şu şekildedir.¹⁹³

- Değerlemesi yapılacak işletmenin veya varlığın niteliğine en uygun nakit akış türünün seçilmesi (vergi öncesi, vergi sonrası, EBITTA üzerinden, reel, nominal akışlar vb.)
- Nakit akışları için tahmin yapılacak en uygun sürenin belirlenmesi (elde tutma, faydalı ömür, sonsuz süre vb.)
- Nakit akışı tahminlerinin hazırlanması, eğer varlık içinde uygun ise son değerinde denkleme dâhil edilmesi
- Riski yansıtan uygun indirgenme veya iskonto oranlarının belirlenmesi
- Belirlenen indirgenme oranının tüm nakit akış tahminlerine uygulanması

İndirgenmiş nakit akışları için genel yöntem aşağıdaki gibidir.

$$V = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n + TV_n}{(1+r)^n}$$

V: Değer

CF: Dönem içerisinde varlık tarafından üretilen nakit akışı

r: Nakit akış riski için uygun iskonto oranı veya sermaye maliyeti

TV_n: N yılındaki son değer, kalıntı değer(Terminal Value-bazı kaynaklarda RV-Residual Value olarak da geçmektedir.)

n: Varlığın kullanım süresi

¹⁹¹ Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation...**, s. 37.

¹⁹² Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance...**, s. 27.

¹⁹³ International Valuation Standards Council, **International Valuations Standards...**, s.37-38.

Bu eşitlikten yararlanılarak değer;

$$Değer = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_t}{(1+r)^t}$$

olarak bulunur. Firmaların teoride sonsuz yaşama sahip oldukları varsayıldığından, genelde belirli bir süre için nakit akışlarını tahmin edilerek, daha sonra kalıntı değeri için de bir değer hesaplanarak bir sonuç bulunması uygun olacaktır. Her varlığın son değeri olmaması dolayısıyla, bu durumda TV_t değeri “0” olarak kabul edilmektedir.

2.1.3.1 Büyüme Modelleri(g) ve Nakit akışı (CF)

Gelir bazlı değerlendirme yaklaşımına göre bir firmanın değeri, firma tarafından beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri olmaktadır. Özellikle yüksek büyüme gösteren firmalar için değerlemede en kritik girdi, gelecekteki gelirleri ve kazançları tahmin etmek için kullanılacak büyüme oranıdır.¹⁹⁴ Nakit akışları tahmin edilirken, geçmiş yıllardaki nakit akışlarının bir büyüme modeline tabi olarak projeksiyonu yapılabilmektedir. Bunlardan en bilineni sabit büyümeye dayalı modeldir. Bu modele göre işletme n süresine kadar sabit bir oranda büyümektedir.¹⁹⁵ Eğer firmaların sonsuz yaşama sahip oldukları varsayılıyorsa, indirgenmiş nakit akışı değerlemesi ile daha tutarlı bir sonuç elde etmek için firmanın nakit akışlarının belli bir zaman diliminin ötesine geçildiğinde sabit bir oranda büyüyeceğini varsayılmalıdır.¹⁹⁶

$$V = \frac{CF_1(1+g)}{1+r} + \frac{CF_2(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3(1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n(1+g)^n + TV_n}{(1+r)^n}$$

¹⁹⁴ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 271.

¹⁹⁵ Frank J. Fabozzi; Harry M. Markowitz, **The Theory and Practice of Investment Management**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc. 2011, 271-278.

¹⁹⁶ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 321.

$$Değer = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t(1+g)^t}{(1+r)^t} + \frac{TV_t}{(1+r)^t}$$

Ancak işletmelerin sürekli olarak sabit büyümedikleri, büyümelerin büyük ölçüde tarihsel süreçlerine bağlı olduğu hatta bazen küçüldükleri bilinen bir gerçekliktir. Önceki yıllara ait şirket gelirleri veya kazançlarıyla ölçülen operasyonların ne kadar hızlı büyüdüğü stabil ekonomiler için iyi bir yol göstericidir. İşletmenin tarihsel büyümesini ortaya koyan en temel yaklaşım geçmiş yıllardaki büyümelerin aritmetik ortalamasıdır.

$$Ortlama\ g = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} g_t}{n}$$

g_t: t yılındaki büyüme

n: ortalamaya katılan toplam yıl sayısı

Aritmetik ortalama geçmiş yıllara ilişkin bir metot iken, geometrik ortalama her dönem için ayrı ayrı projeksiyon gerektiren diğer yöntemdir.¹⁹⁷

$$Gemometrik\ Ortalama\ g = \left(\frac{Kazançlar_0}{Kazançlar_{-n}} \right)^{1/n} - 1$$

Bu yöntemlerin dışında regresyon analizi gibi istatistiki modellerde büyüme oranının belirlenmesi için kullanılabilir. Ayrıca işletmenin kar ve getiri projeksiyonları yerine sektörün baz alındığı modellerde de benzer şekilde “g” değeri bulunabilmektedir. Gordon Growth Model, H modeli gibi başkaca büyüme modelleri de literatürde mevcuttur. Büyüme tahmininde analizi veya değerlemeyi yapan kişinin

¹⁹⁷ Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset...**, s. 272.

görüşleri de ayrıca çok önemli olmaktadır. İleriye dönük bir şekilde büyümeyi standart bir model ile tahmin etmek, geleceğe dair sınırsız risk faktörü düşünüldüğünde çok yerinde olmamaktadır. Bu nedenle analistler, tecrübe ve öngörülerine de işin içine katabilmektedirler.

Firma nakit akışlarında seçilen parametreler, nakit akışlarının tahmininde kullanılan bir diğer değişkeni oluşturmaktadır. Nakit akımları temelde üç şekilde kategorize edilir. Bunlardan ilki nakit akımların sermaye mi yoksa firmaya mı olduğudur. Bu nakit akışlarının her ikisinin de vergi sonrası ve işletmenin yeniden yatırım ihtiyaçları karşılandıktan sonra hesaplanmaktadır.¹⁹⁸ Bu iki nakit akışı projeksiyonun en büyük farkı biri sermayeye odaklanır iken, diğerlerin firmaya giren nakit akışlarına odaklanmasıdır.

Öz sermayeye serbest nakit akışları (FCFE – Free Cash Flow To Equity) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned}
 FCFE &= \text{Net gelir} - \\
 &(\text{Sermaye harcamaları} - \text{amortisman}) \times (1 - \text{Borç oranı}) \\
 &- \text{Gayri nakdi işletme sermayesindeki değişim} \\
 &+ \text{Yeni alınan borçlar} - \text{ödenen borçlar}
 \end{aligned}$$

Bu bilgi ışığında büyüme modeline göre bir sonraki dönem için FCFE'nin tahminin bugünkü değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$P_0 = \frac{E(FCFE)_1 \times (1 + g)}{\text{İndirgeme oranı veya Sermaye maliyeti}}$$

¹⁹⁸ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 79.

Firmaya serbest nakit akışları (FCFF- Free Cash Flow to Firm) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} FCFF &= \text{Vergi sonrası faaliyet geliri} \\ &\quad - (\text{Sermaye harcamaları} - \text{amortisman}) \\ &\quad - \text{Gayri nakdi işletme sermayesindeki değişim} \end{aligned}$$

Bu bilgi ışığında büyüme modeline göre bir sonraki dönem için FCFF'nin tahminin bugünkü değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$P_0 = \frac{E(FCFF)_1 \times (1 + g)}{\text{İndirgeme oranı veya Sermaye maliyeti}}$$

Nakit akışlarını sınıflandırmanın ikinci yolu nominal ve reel nakit akışlarıdır. Burada yatırımın cinsine göre enflasyon döviz kuru paritesi gibi değişkenler göz önünde bulundurulmalıdır. Üçüncü yol ise vergi öncesi ve vergi sonrası nakit akışları arasında ayırım yapmaktır.¹⁹⁹ Bu noktada girdi olarak kullanılan yöntem sonucu değiştirebileceği için ülkenin vergi yasaları incelenmeli ve değer üzerinde olumlu etkisi olanlar seçilmelidir.

2.1.3.2 İndirgeme Oranı (r) ve Sermayenin Maliyeti (k)

İşletmenin nakit akışlarının, büyüme modeli ve hangi nakit akış türünün kullanıldığı kadar etki eden bir diğer değişken söz konusu değerleri bugünkü değerine indirmek için kullanılan iskonto oranıdır. İskonto oranının belirlenmesi nakit akışı türüne göre belirlenmektedir. İndirgeme oranı hesaplanırken risk ve maliyet bazlı modeller kullanılmaktadır. Bu modellerde “r” risk için kullanılan genel bir terimken “k” maliyeti niteleyen bir terim olarak kullanılmaktadır.

¹⁹⁹ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 80.

Temettü indirgeme modeli (DDM-Dividend Discount Model) bunlardan ilkidir. Hisse başına değerin indirgenmesine odaklanan bu model, hisse senedi getirilerinin sermayenin maliyetine indirgenmesi ile bulunmaktadır.²⁰⁰

$$\text{Hisse senedinin değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

$E(DPS_t)$: hisse senedinin t döneminde beklenen getirisi

k_e :yatırılan sermayenin maliyeti (cost of equity)

$$k_e = R_f + R_p$$

R_f : Risksiz getiri oranı(Genelde tahvil ve bono veya mevduat faizi oranına göre belirlenmektedir.)

R_p : Belirlenmiş bir risk primi (Ülke riski, enflasyon, banka faizi, kur ayarlaması vb. gibi)

Bir diğer yöntem olan sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli (CAPM- Capital Asset Pricing Model) piyasa riskini beklenen getirilere bağlayarak bir iskonto oranına indirgememizi sağlayan bir yaklaşımdır.²⁰¹

$$r = R_f + (\beta_x \times (r_m - r_f))$$

r : x varlığının beklenen getirisine bağlı riski

r_m : piyasanın beklenen getirisi veya riski

R_f : Risksiz getiri oranı (genelde tahvil ve bono veya mevduat faizi oranına göre belirlenmektedir.)

β : x varlığının piyasaya göre betası

²⁰⁰ Damodaran, **Damodaran On Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance...**, s. 157.

²⁰¹ Gitman ve Zutter, **Principles of Managerial Finance...**, s.330.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC- Weighted Average Cost of Capital) indirgeme oranının belirlenmesi için başka bir yöntemdir. Firmaya serbest nakit akışları yöntemiyle kullanılan bu modelde, WACC uzun dönemde sermayenin gelecekte beklenen ortalama maliyetini yansıtmaktadır.²⁰²

$$k_{WACC} = (w_e \times k_e) + (w_d \times k_d) + (w_n \times k_n)$$

k_{WACC} : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

w: İlgili girdinin sermaye içindeki oranı (Oranların toplamı 1 olmalıdır.)

k: İlgili girdinin maliyeti (Sermaye, sermaye niteliğindeki varlıklar, banka faizleri vb. gibi)

²⁰² Gitman ve Zutter, **Principles of Managerial Finance...**, s.369.

2.2 Uluslararası Değerleme ve Risk

20. yüzyıl boyunca iş dünyasında büyük değişimler yaşanmıştır. Özellikle 20. yüzyılın sonlarına doğru küreselleşme ile ülkelerin birbirlerine daha fazla bağımlı hale geldiği görülürken, bu noktada ekonomik ve siyasi aktörler bütünleşmiş bir küresel pazar yaratma niyetlerini ortaya koymuşlardır. Bu değişikliklerin bir sonucu olarak dünya piyasasında ve kaynak tekelleşmesinde rekabetin arttığı görülmektedir. Ancak, uluslararası yatırım faaliyetleri bu çekişme sebebiyle ülkelere özgü riskinden daha fazla etkilenmeye başlamıştır. Başka bir deyişle, bir ülkenin iş ortamındaki değişiklikler, ülkeye yapılacak yatırım faaliyetlerinin kârlılığını önemli ölçüde arttırabilir veya azaltabilirken, bununla paralel şekilde şirketlerin de varlık değerlerine aynı etkileri yapabilmektedir.²⁰³ İşletmeler, piyasalar ve yatırımcılar küreselleştikçe sermaye hareketleri, uluslararası risk tahmini ile ilgili problemlerle karşı karşıya kalmaktadır. Yatırımcılar, başka ülkelere yatırım yaptıkları zaman, daha yüksek getiri ile ödüllendirilebilirken bunun yanı sıra ek risklere de maruz kalmaktadırlar.²⁰⁴ Bu soruna çözüm üretmek amacıyla uluslararası değerlendirme literatürü ortaya çıkmış ve uluslararası yatırımcılar için nakit akışlarının büyümesi ve nakit akışlarının iskontolanması sürecinde risklerin tahmin edilebilirliği arttırmaya çalışılmıştır.

Küresel yatırımcılar, girişimciler ve çok uluslu şirketler stratejilerini dünya genelindeki yatırım fırsatlarından yararlanmak için sürekli olarak genişletmektedirler. Globalleşmenin de etkisiyle, uluslararası sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkelerin ekonomik gelişme ve kalkınmalarına katkı yapan önemli bir faktör haline gelmiştir. Bu noktada gelişmekte olan ülkeler uluslararası iş dünyası için bir çekim merkezi haline gelirken, bunun sebepleri arasında büyük ve gelişen piyasalara sahip olmaları, kaynaklara ve ham maddeleri erişimleri ve iş gücü

²⁰³ Evica Petrović, Jelena Stanković, “Country Risk And Effects of Foreign Direct Investment” **Economics and Organization**, Vol. 6, No 1, 2009, s. 9 – 10.

²⁰⁴ Aswath Damodaran, “Country Risk: Determinants, Measures and Implications”, Working Paper, New York University, New York, 2016 s. 2.

piyasasının olgun bir ekonomiye sahip piyasalara göre daha ucuz olması gösterilmektedir.²⁰⁵

Uluslararası değerleme, bir sermaye hareketinin başka bir ülke sınırları içerisinde (host country) maruz kalabileceği riskleri ön görerek, riskin sermaye maliyetleri veya iskonto oranları üzerinden ifade edilmesini sağlayan bir kavramdır. Amacı ve yöntemleri gereği disiplinler arası bir konumda yer alan uluslararası değerleme, birçok farklı veri setinden yararlanabilmektedir. Bunlar arasında politika, politik istikrar, ekonomi, büyüme, maliye politikaları, hukuk, barış çalışmaları, terörizm, savaş, yozlaşma vb. gibi gösterge verileri sayılabilmektedir.

Bu bölümde uluslararası değerlemenin en önemli ögesi olan ülke riskine ve politik risklere değinilecek olup bunun yanı sıra ülke riski derecelendirmesi ve değerlemesi yapan kurum ve kuruluşlar ve endekslerden bahsedilecek, daha sonra ise gelişmekte olan ülkelerde başkaca ne gibi riskler olduğu anlatılacaktır. Ülke riskinin en büyük göstergesi olan yabancı yatırımların ve uluslararası sermaye hareketlerinin de açıklanması akabinde gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı yatırımların anlatımıyla bölüm sonlandırılacaktır.

2.2.1 Uluslararası Değerlemede Ülke Riski(CR- Country Risk) ve Politik Riskler(PR- Political Risks)

Risk, çoğu kez tercih edilen bir opsiyonla birlikte karşı karşıya kalınan durum olarak görülmektedir. Genel olarak riskin insan aktivitesinde bir sabitliği temsil ettiği fikri ayrıca yaygın olarak kabul edilmektedir. Bu koşullar altında, yüksek derecede güvenli faaliyetlerin neredeyse yok olduğu söylenebilirken, risk kavramı, faaliyet kavramı için her zaman tamamlayıcı bir nosyon olmaktadır. Bu bağlamda, risk, ekonomik ve sosyal hayatın tüm alanlarında büyük bir önem kazanmakta, bu nedenle

²⁰⁵ Saul Estrin, Klaus E. Meyer, **Investment Strategies in Emerging Markets**, Massachusetts, Edward Elgar Publishing Ltd., 2004, s.3.

iç ve dış aktörlere bağlı yatırım ortamında risk alma benzer karakteristik özellikler göstermektedir.²⁰⁶ Bunun sebebi, hiç kimsenin kaybedeceğini öngörmeyecek veya bilemeyecek olmasından değil de çoğu zaman kazanmayı ümit ediyor olmasından gelmektedir.

Günümüzde riskin direkt yatırıma veya yatırım projelerine olan etkisini ölçmek, uluslararası iş dünyasının en büyük sorunlarından birisi haline dönüşmüştür. Geleneksel değerlendirme analizleri, işletmeleri aynı ülkeden firmalarla karşılaştırarak, benzer çarpanlar/katsayılar veya büyüme ve nakit akışı iskonto oranları üzerinden değerlemeyi içermektedir. Bu durum yabancı yatırımcılar için bazı riskleri baştan ön görebilmeyi engellemekte ve sermaye veya getiri kaybına yol açabilmektedir. Uluslararası değerlemenin önemi bu nedenle giderek artmaktadır.

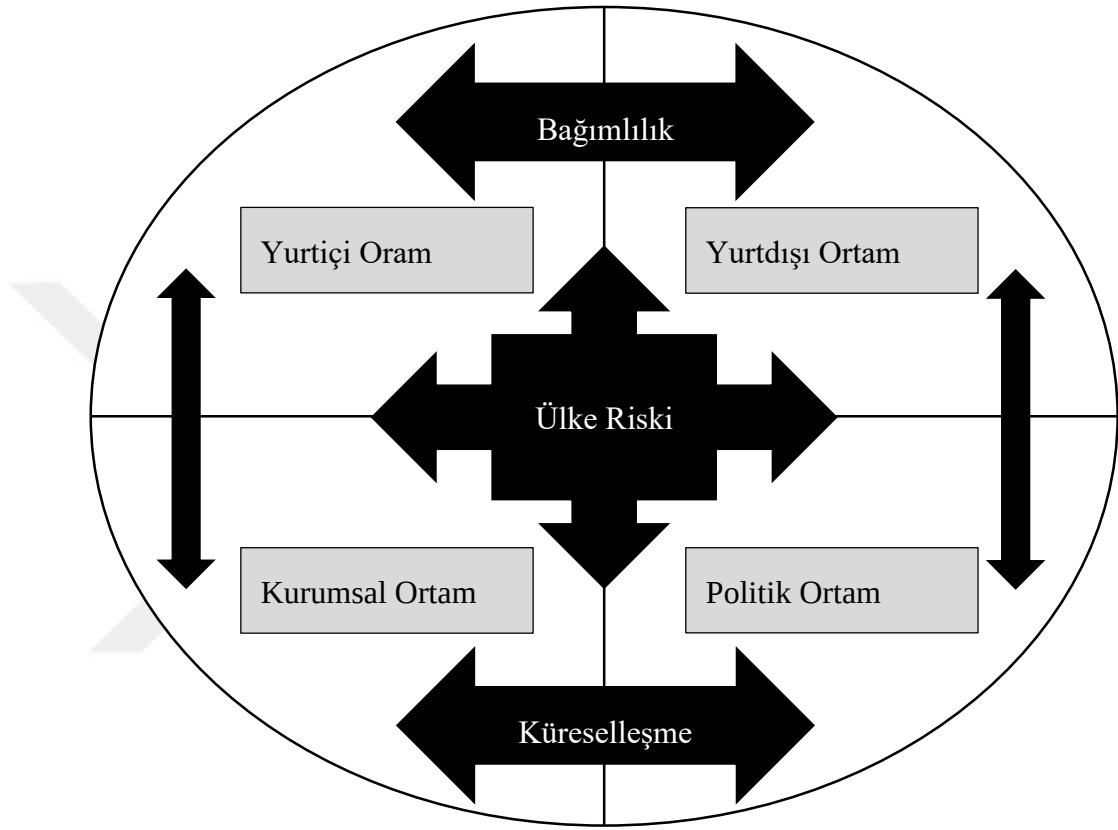
Ülke riski genellikle sınır ötesi yatırımlarla bağlantılı olarak kullanılmakta ve yabancı yatırımcının bakış açısıyla analiz edilmektedir. Bu nedenle, belirli bir ülke için ülke riski, yatırımcıların yabancı ülkelere yatırım yaparken, diğer ülkelere veya kendi ülkesine yapılabilecek potansiyel yatırımlarla karşılaştırıldığında maruz kaldığı duruma bağlı risktir. Ülke riski, ulusal sınırların neden olduğu yatırım riskinin ayrılmaz bir parçasıdır. Bunun yanı sıra ülke riski bir dereceye kadar yatırımın türüne ve varlığın kendisine de bağlı olmaktadır.²⁰⁷ Uluslararası değerlemede, ülke riskinin altının çizilmesinin nedeni yatırım doğasındaki pragmatiklikten gelmektedir. Büyümenin genellikle küresel olduğu ve ülkelerin ekonomik kaderlerinin birbirine bağlı olduğu bir ortamda, her yatırımcı ve varlık ülke riskindeki değişimlere küçük ve büyük ölçeklerde maruz kalmaktadır. Yurtiçi şirketlere yatırım yapmayı tercih eden yatırımcılar bile, uluslararası yatırımcılar tarafından diğer yurt içi şirketlere yapılan yatırımlar nedeniyle dolaylı olarak piyasa riskine maruz kalmaktadır.²⁰⁸ Ülke riski, yabancı bir ülkede yatırım yapmakla ilişkili risklerin bir araya getirilmesidir. Bu riskler

²⁰⁶ Elena Mihaela Iliescu, Felicia Alina Dinu, "Country Risk Importance on Investment Decision Making", **Economia Seria Management** Vol. 14, 2011, s. 371-372.

²⁰⁷ Kjell B. Nordal, "Country Risk, Country Risk Indices And Valuation Of FDI: A Real Options Approach", **Emerging Markets Review**, Vol. 2, 2001, s.197

²⁰⁸ Damodaran, "Country Risk: Determinants, Measures and Implications"... , s.3-4.

arasında politik risk, döviz kuru riski, ekonomik riskler, devlet riski ve sermaye hareketinin devlet tarafından kilitlenmesi veya dondurulması riski olan transfer riski bulunmaktadır.



Şekil 2.2 Ülke Riski Genel Ortamı

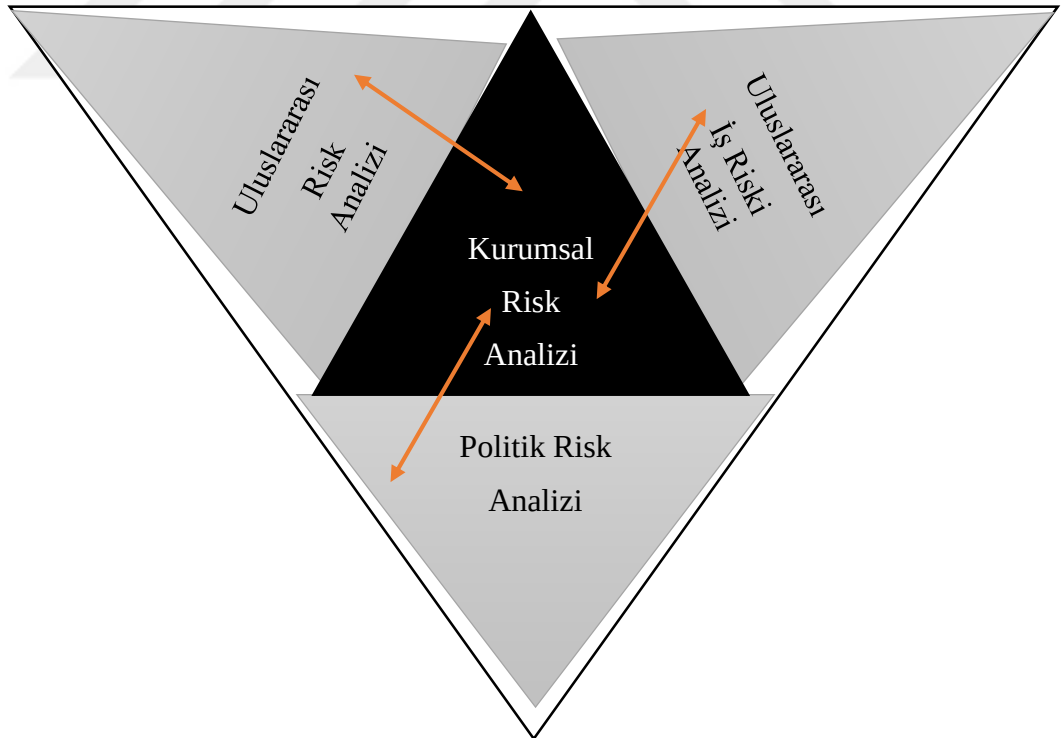
Kaynak: Darryl S. L. Jarvis, Conceptualizing, Analyzing and Measuring Political Risk: The Evolution of Theory and Method s.18'den alınmıştır.

Şekil 2.2'de ülke riski genel ortamı açıklanmaya çalışılmıştır. Küreselleşme karşılıklı bağımlılığın artmasına sebep olurken, uluslararası normların ve davranışların standartlaşmasının da ülke riskine etki ettiği görülmektedir.²⁰⁹ Şekilde görüldüğü üzere ister ülke içi ister ülke dışı olsun; kurumsal ve politik ortamlar bir şekilde

²⁰⁹ Darryl S. L. Jarvis, Conceptualizing, **Analyzing and Measuring Political Risk: The Evolution of Theory and Method**, Singapore National University of Singapore Research Paper, 2008, s.16

diğerlerine etki etmektedir. Global aktörler tarafından ülke riskinin daha ön görülebilir olmasını sağlamak ve bu şekilde ticari sınırların ortadan kaldırılması amacıyla belli normlar altında ülkelerdeki yatırım ortamlarının standartlaştırılması teşvik edilmektedir.

Şekil 6’da kurumsal risk analizinin amaca yönelik olarak iç ve dış çevre risk analizleri ile nasıl etkileşimi olduğu sergilenmektedir. Jarvis’e göre ülke riski diğer bir deyişle teorik olarak politik risk, modellemeye yönelik kavramsal yaklaşımlar, girişimler ve farklı son kullanıcı uygulamalarına dayanan yaklaşımlar dolayısıyla büyük ölçüde kafa karışıklığı yaratan disiplinler arası bakış açılarını yansıtmaktadır. Bununla birlikte, politik riskleri tanımlamaya, ölçmeye ve analiz etmeye çalışanların analitik ve kavramsal odak düzlemi, politik istikrar, siyasi sistem türü, politik devamlılık, kurumsal istikrar, hukuk üstünlüğü, yönetim, şeffaflık ve doğruluk ile ilgili kaygılar etrafında kayda değer bir süreklilik göstermektedir.



Şekil 2.3 Risk Analizinin Preksiyolojik İlişkisi

Kaynak: Darryl S. L. Jarvis, Conceptualizing, Analyzing and Measuring Political Risk: The Evolution of Theory and Method s.17’den alınmıştır.

Çok uluslu şirketler(MNC's-Multinational Companys), belirli bir ülkede iş yapıp yapmayacağını veya o işe devam edip etmeyeceğini değerlendirirken ülke riski analizleri yürütmektedirler. Analizler ayrıca yabancı ülkelere yeni projelerin uygulanıp uygulanmayacağını belirlemede de kullanılabilmektedirler. Ülke riski, bir ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, finansal veya politik durumunun, bir MNC, borç veren veya yatırımcıların nakit akışları üzerindeki potansiyel olarak olumsuz etkilerini yansıtan bir kavramdır. Bu sebeple ülke riski (CR), belirli bir ülkedeki konumu nedeniyle borçluya veya yatırıma bağlı risktir.²¹⁰

Ülke riski genellikle sınır ötesi yatırımlarla bağlantılı olarak kullanılmakta ve yabancı yatırımcının bakış açısıyla analiz edilmektedir. Bu nedenle, ülke riski, yabancı ülkelere yatırım yaparken, diğer potansiyel ülkelere yapılabilecek yatırımlarla karşılaştırıldığında, karşılaşılan fırsat maliyetini içeren risktir. Ülke riskiyle genellikle sadece kayıp olasılığını veya aşağıya doğru risk olarak adlandırabileceğimiz şeyleri ölçmek amaçlanmaktadır.²¹¹

Ülke risklerinin kaynaklarından ilki, en önemlisi ve belki de diğerlerine en çok etki eden politik risklerdir. Ülkenin demokrasi mi yoksa diktatörlük mü olduğu, ülkedeki politik gücün ne kadar akıcı bir şekilde aktarıldığı, yozlaşma, savaş, şiddet ve terörizm gibi kavramlar politik risk seviyesini belirlemek için kullanılmaktadır. Bunun yanında ev sahibi ülkedeki hükümetin yürüttüğü faaliyetlerde uluslararası yatırımcılar için önem arz etmektedir. Bir ev sahibi hükümetin; maliyetleri aşırı arttıracak şekilde kirlilik kontrol standartları açıklaması, vergi sonrası kazançları etkileyecek şekilde ek kurumlar vergisi veya stopaj vergileri koyması ve fon transferine kısıtlamalar getirmesi, hükümet politikalarının uluslararası yatırımcıları üzerindeki etkilerini açıklamak için iyi birer örnektirler. Bunların yanında ev sahibi hükümetler, bir MNC'nin operasyonlarını kendi hedefleriyle örtüştürmek için çeşitli

²¹⁰ Rauli Susmel, "Country Risk (CR)", Working Paper, University of Houston, Houston, 2011, s. 1-2.

²¹¹ Nordal, "Country Risk, Country Risk Indices And Valuation Of FDI: A Real Options Approach"..., s.197-199.

araçları da ayrıca kullanabilmektedir.²¹² Ülkede lisans telif gibi sınırlayıcı yasaların olmaması, fon transferlerine kısıtlama, blokaj ve yasak getirilmesi, ev sahibi ülke parasının diğer para birimlerine dönüştürülmesine izin vermemesi, uluslararası yatırımcıların işlerini karmaşıklatacak şekilde bürokrasi, rüşvet ve yolsuzluk gibi ülke içi politik faktörlerin yanı sıra savaş durumu da ülke riskini arttıran unsurları oluşturmaktadır.

Ülke riskini değerlendirirken politik faktörlerle birlikte, finansal faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır. En belirgin finansal faktör, ülke ekonomisinin mevcut ve potansiyel durumudur. Faiz oranları, ülke ekonomisine büyük oranda etki etmektedir. Yüksek faiz oranları bir ekonominin büyümesini yavaşlatırken, ürünlere olan talebi de azaltmaktadır. Daha düşük faiz oranları genellikle ekonomiyi canlandırmakta ve ürünlere olan talebi artırmaktadır. Bu durum ise yatırım yapılan işletmelere olan nakit akışlarına direkt olarak etkide bulunmaktadır. Döviz kurları seviyeleri de ülkenin ihracatına olan talebi etkileyebilmekte sonuç ilişkisi dâhilinde ev sahibi ülkenin üretimini ve gelir düzeyini arttırabilmekte veya azaltabilmektedir. Güçlü bir para birimi, ülke ihracatına olan talebi azaltabilirken, ülke tarafından ithal edilen ürünlerin hacmini arttırabilmekte ve dolayısıyla ülkenin üretimini ve milli gelirini azaltabilmektedir. Çok zayıf bir para birimi ise spekülâtif sonuçlara neden olabilirken, işletmeler tarafından çok önemli olan fon miktarını azaltabilmektedir. Enflasyon, tüketicilerin satın alma gücünü etkileyen, dolayısıyla tüketim malları ve hizmet sektörüne olan talebi değiştiren önemli bir unsurdur. Yüksek enflasyon, ülkenin faiz oranlarını ve para birimi değerini dolaylı yoldan etkileyerek bir ülkenin mali durumunu kötüleştirebilmektedir.²¹³ Bazı finansal şartlar politik risklerden kaynaklanabilmektedir. Finansal ve ekonomik risk faktörleri politik risklere göre ölçülmesi daha öngörülebilir olan faktörleri içermektedir, ancak yine de tam manasıyla ölçülebileceğini iddia etmek doğru bir varsayım olmamaktadır.

²¹² Jeff Madura, **International Financial Management**, Ohio, Cengage Learning, 2008, 9th Edition, s. 447-448.

²¹³ **A.e.g.**, s. 450-451.

Ülke riski analizi, sadece büyük krizleri öngörmekle ilgi veya sınırlı değildir. Söz konusu analiz, ev sahibi ülkede yaşanan son olayların ışığında global yatırımcıların yatırımlarını veya finansman kararlarını revize etmek için de kullanabilmektedir. Dünya üzerinde herhangi bir zaman diliminde, alakasız uluslararası olaylar meydana gelebilmektedir. Bir terör saldırısı, büyük bir işçi grevi, ülke içindeki skandal nedeniyle siyasi kriz, ülkenin para birimi ve bankacılık sistemine ilişkin endişe, ithalattaki ticaret kısıtlamaları... Bu olaylardan herhangi biri yatırımcı tarafından yapılmış yatırıma ilişkin potansiyel nakit akışlarını veya finansman projelerinin maliyetini etkileyebilmekte ve bu durum en baştan beri altı çizilen varlık değerini ciddi oranda değiştirebilmektedir.²¹⁴ Ülke riski analizleri hem politik hem de finansal durum için makro ve mikro ölçekte yapılmalı ve var olan olasılıkları da kapsayıcı şekilde içermelidir.

2.2.2 Ülke Riski ile İlgili Akademik Çalışmalar

Ülke riski, konusu ve konumu gereği disiplinler arası bir akademik alanda yer almaktadır; siyaset bilimi, kalkınma çalışmaları, uluslararası ilişkiler, işletme, ekonomi, coğrafya, sosyoloji ve hukuk bu disiplinlere örnek olarak verilebilmektedir. Bu sebeple pek çok farklı disiplinde uzmanlığı bulanan akademisyenler tarafından ilgi görmüştür. İlk ülke riski analizi çalışmaları, askeri kaygılara dayanmaktadır. Soğuk savaş döneminde askeri casuslar ve diplomatlar yabancı ülkeleri ve hükümetlerini incelemekteydiler. Bu kapsamda yaptıkları değerlendirmeleri, askeri stratejik planlama için ülkelere iletiler.²¹⁵ Daha sonraki yıllarda çok uluslu işletmelerin dünya geneline yayılmaya başlamasıyla, ülkelerin içinde bulunduğu politik ve ekonomik durumların yabancı yatırımcılar içinde önemli olduğu fark edilmiştir ve bu alanda çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.

²¹⁴ Madura, **International Financial Management...**, s. 446.

²¹⁵ Mikelle A. Calhoun, **Country Risk: Its Measurement And Impact On Foreign Direct Investment**, New York, ProQuest Information and Learning Company, 2003, s. 3.

60 ve 70’lerde yapılan çalışmalar politik risk ile doğrudan yabancı yatırımları arasında direkt bir ilişki kuramamışlardır.²¹⁶ Bu durumun sebebi olarak globalleşmenin 80’lerde hızlı bir hal alarak, dünyanın giderek küresel bir köye dönüşmesi gösterilebilmektedir. Daha öncesinde sermayenin global akışkanlığı yerine gündemde olan konu ticaret mallarının serbest dolaşımıydı. 80’lerin orta safhalarında yapılan çalışmalarla birlikte ülke riski ile yabancı yatırımlar arasında ilişkiler kurulmaya başlanmıştır.

Schmidt, ülke riskini, belirli bir yabancı yatırımın iş operasyonlarını kısıtlayan ev sahibi hükümet politikalarının uygulanması olarak tanımlamaktadır. Bu kapsamda Schmidt için politik risk, üç alt kategoriye ayrılmaktadır. Transfer riski, sermaye ödemeleri veya kar geri dönüşü ile ilgili olan risktir. Diğer operasyonel risk, yerel kaynak veya üretim/iş sürekliliği ile ilgili konulara dayanak olarak faaliyet sebebiyle karşı karşıya kalınan riske politik riskinde eklenmesine atıf yapmaktadır. Sonuncusu ise mülkiyet kontrol riskidir. Kamulaştırma veya müsadere ile ilgili hususlara atıfta bulunan mülkiyet kontrol riski, varlığın yatırımcının elinden alınarak devlet mülkiyetine geçme riskini temsil etmektedir.²¹⁷ Kennedy perspektifi biraz daha genişleterek ve daha stratejik hale getirerek; ülke riskini, piyasa dışı olaylarla birlikte gerçekleşen makro/mikro-ekonomik ve makro/mikro-politik iklimi etkileyen faktörler nedeniyle yaşanan finansal kayıp riski olarak tanımlamaktadır. Bu riskin, net ve tam olarak öngörülemez sayısız farklı sebepten kaynaklanabileceğini ve ev sahibi ülkenin mali, parasal, ticari, yatırım, işgücü, sanayi ve kalkınma ortamını değiştirebileceğini; bu durumda uluslararası yatırımcının karlılığı, yatırım ömrünü veya yatırımın yasal sahiplik durumunu olumsuz yönde etkileyebileceğini belirtmektedir.²¹⁸

Frankel ve Lee muhasebe kurallarındaki uluslararası farklılıkların firma değeri üzerindeki etkisi üzerine çalışmalar yaparak, çarpan/katsayı karşılaştırması yapmak

²¹⁶ Guy Leopold Kamga Wafo, “Political Risk and Foreign Direct Investment”, Working Paper, University of Konstanz, Konstanz, Germany, 1998, s. 1-2.

²¹⁷ David A. Schmidt, “Analyzing Political Risks,” **Business Horizons**, Vol. 29, 1986, s. 43-60.

²¹⁸ Charles R. Kennedy, “Political Risk Management: A Portfolio Planning Model” **Business Horizons**, Vol. 31, 1988, s. 26-33.

isteyen uluslararası yatırımcılar için öneriler getirmişlerdir.²¹⁹ Ivashkovskaya ve Kuznetsov benzer bir çalışmayı gelişmiş ülkelerdeki işletmeler ile gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeleri karşılaştırarak yapmıştır. Çalışma sonucu genel olarak, gelişmiş piyasalardaki işletmelere ait çarpanların/katların, gelişmekte olan piyasadakilere oranla çok daha yüksek değerlere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu duruma yol açan faktörleri, yatırımcıların, işlem gören varlıkların değerine ilişkin algılarındaki farklılıklara ve genel olarak ise ülke risklerine bağlamışlardır.²²⁰

Lee ve Ng çalışmalarında ülke riskini ortaya koymak amacıyla uluslararası değer ile yozlaşma arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmaları sonucunda yozlaşmış ülkelerdeki firmaların, uluslararası piyasada önemli ölçüde daha düşük piyasa katsayılarıyla işlem gördüklerini ortaya koymuşlardır.²²¹

Damodaran çalışmalarında değer kavramını pek çok farklı açıdan incelemiş, yeni kavramlar geliştirmiş ve literatürde var olan olguları daha anlaşılır hale getirmiştir. Buna paralel olarak ülke riskine daha geniş bir perspektiften bakarak ülke riski ve onun kaynakları üzerine çalışmalar yapmış, değerlemede kullanılacak risk primi için modeller oluşturmuştur.²²²

Iliescu ve Dinu büyük uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke riski notları ile ev sahibi ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki korelasyonu değerlendirmeyi amaçlayan çalışmalar yürütmüşlerdir. Çalışmaları sonucunda düşük bir korelasyon yüzdesiyle olsa bile iki gösterge arasındaki ilişkinin anlamlı olduğunu ortaya koymuştur.²²³

²¹⁹ Richard Frankel, Charles M. C. Lee, "Accounting Diversity and International Valuation", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 4, 2001, s 1-56.

²²⁰ Irina Ivashkovskaya, Ivan Kuznetsov, "An Empirical Study of Country Risk Adjustments to Market Multiples Valuation in Emerging Markets: the case for Russia", **Журнал Корпоративные Финансы**, Vol. 3, 2007, s. 26-52.

²²¹ Charles M. C. Lee, David Ng, "Corruption and International Valuation: Does Virtue Pay?", **Cornell University Johnson School Research Paper Series** Vol. 41, 2006, s. 2- 34.

²²² Damodaran, "Country Risk: Determinants, Measures and Implications"... , s. 1-103.

²²³ Iliescu ve Dinu, "Country Risk Importance on Investment Decision Making"... , s. 371-379.

B  n  trix ve diğ  rleri ekonomik krizler esnasında uluslararası para birimlerindeki dalgalanmaların değ  re olan etkisini     m  şlerdir. Araştırmalarında belirli kriz d  nemlerinde bu ilişkinin anlamlı olduğunu ve değ  re etki ettiğini ortaya koymuşlardır.²²⁴

Bir dizi kurumsal finansman araştırması, William Sharpe ve John Lintner'in Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelinin(CAPM) analistler, değ  rleme uzmanları, yatırımcılar, finans uzmanları ve finans akademisyenler tarafından kullanılan en pop  ler varlık fiyatlandırma modeli olduğunu s  ylemektedir.^{225,226} Bu model riske ve   lke riskine şu şekilde yaklaşmaktadır.

$$E(r)_x = r_f + \beta_{x,M} [E(R_M) - r_f] + CR$$

$E(r)_x$: X   lkesindeki varlığın veya firma değ  rinin indirgemed   kullanılması planlanan iskonto oranıdır.

r_f : Risksiz getiri oranıdır. (Yatırım eğer USD olarak yapılırsa genelde ABD hazine bonoları i  in ge  erli iskonto oranı kullanılır.)

$\beta_{x,M}$: gelişmiş bir   lkeadaki benzer bir varlık veya yatırımın betasıdır (genellikle ABD'den bir   rnek veya sekt  r temel alınır.)

$E(R_M)$: Piyasa portf  y  n  n beklenen getirisi (Genellikle ABD'den bir endeks temel alınır)

CR:   lke riski primi

  lke riski olmayan CAPM iskonto oranı, eşdeğer bir gelişmiş   lkeadaki orana tekab  l etmektedir. CAPM yaklaşımında   lke riski i  in başka   eşitlendirmeler de bulunmaktadır. Hepsinin ortak noktası, iskonto oranının, CAPM kullanılarak baz model olarak tahmin edilmesi ve beklenen getiri ile   lke riskinin bir metot ile

²²⁴Agustin S. B  n  trix, ve diğ  , "International Currency Exposures, Valuation Effects And The Global Financial Crisis", **Journal of International Economics**, Vol. 96, s 98-109.

²²⁵ Frank Bancel, Usha R. Mittoo, "The Gap Between Theory And Practice Of Corporate Valuation: Survey Of European Experts", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol.26, 2014. s. 106-117.

²²⁶ Jhon R. Graham, Campell R. Harvey, "The Theory And Practice Of Corporate Finance: Evidence From The Field", **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, 2001 s. 201-203.

ayarlanmasıdır. Yaygın olan bazı CAPM risk ayarlamaları ve uygulamaları aşağıdaki gibidir:²²⁷

- **Ek başka bir risk primi eklenmesi/çıkarılması:** Yukarıda gösterilen modelden kaynaklanan iskonto oranından ek bir risk primi eklenmesi veya çıkarılması ile bulunmaktadır. Bu ek primin büyüklüğü genellikle oldukça öznel ve projenin gerçekleştiği ülkeye bağlı olmaktadır.
- **Borsa endeksinin nispi oynaklığı:** Gelişmekte olan ülkenin borsa endeksinin göreceli oynaklığının hesaplanıp eklenmesi,
- **Ülke risk priminin piyasa riski primine eklenmesi:** Ülke riskine ayrı bir risk değil de, piyasaya bağlı bir riskmiş gibi yaklaşılması,
- **Ülke risk düzeltmesi:** Yatırımın yabancı nakit akış oranına bağlı olarak düzeltmeler yapılması,

Bekaert ve diğerleri CAPM modeli altında ülke riskinin, ülkelerin kamu borçlanma faizleri(SS-sovereign spreads) üzerinden literatür taraması eşliğinde bir model değerlendirmesini yapmışlardır.²²⁸ SS, ABD Hazine borçlanma faiz oranları ile başka bir hükümetin benzer bir borçlanma aracı arasındaki farkı ortaya koymaktadır.

$$r_{i,t} = r_{f,t} + \beta_{i,w}r_{w,t} + SS_{j,t}$$

$r_{i,t}$: i varlığının t dönemindeki riski, iskonto oranı

$r_{f,t}$: t dönemindeki risksiz getiri oranı

$\beta_{i,w}r_{w,t}$: i varlığının dünya market getirisiyle betası ve t döneminde market risk primi

$SS_{j,t}$: yatırımın bulunduğu ülkede t dönemi için kamu borçlanma faizi

²²⁷ Jaime Sabalı, "A Practical Approach for Quantifying Country Risk", **Journal of G.C.G.**, Vol. 2, 2008, s. 50-63.

²²⁸ Geert Bekaert ve diğ., "Political Risk and International Valuation" **Journal of Corporate Finance**, Vol. 37, 2016, s 1-23.

$$r_{i,t} = r_{f,t} + f(SS_{j,t}) + g(r_{w,t})$$

$f(\cdot)$ ve $g(\cdot)$ sırasıyla, ülkelerin borçlanma faizleri(sovren spreads) ve dünya piyasası risk priminin işlevsel fonksiyonlarıdır. Bu fonksiyon ilişkisi kapsamında, Uluslararası değerlendirme alanında çalışmalar yapan akademisyenlerin yayınladığı modeller Tablo 2.2’de verilmiştir.

Tablo 2.2 Ülkelerin Borçlanma Faizleri(SS) Model Varyasyonları

<i>Değişken</i>	<i>f (·)</i>	<i>g (·)</i>
<i>Mariscal ve Lee</i>	$SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$
<i>Mariscal ve Dutra</i>	$SS_{j,t}$	$\left[\frac{\sigma_j}{\sigma_w} \right] \cdot r_{w,t}$
<i>Godfrey ve Espinosa</i>	$SS_{j,t}$	$\left[\frac{\sigma_j}{\sigma_w} \right] \cdot r_{w,t} \cdot 0,6$
<i>Mariscal ve Hargis</i>	$SS_{j,t}$	$1 - (\rho_{e,b}) \cdot \left[\frac{\sigma_j}{\sigma_w} \right] \cdot r_{w,t}$
<i>Damodaran(σ)</i>	$\left[\frac{\sigma_j^e}{\sigma_j^b} \right] \cdot SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$
<i>Zenner ve Akaydin</i>	$[(\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3)/30] \cdot SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$
<i>Damodaran (β)</i>	$\beta_{i,w} \cdot \left[\frac{\sigma_j^e}{\sigma_j^b} \right] \cdot SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$
<i>Damodaran (λ)</i>	$\lambda_i \cdot \left[\frac{\sigma_j^e}{\sigma_j^b} \right] \cdot SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$
<i>Abuaf</i>	$\alpha \cdot SS_{j,t}$	$\beta_{i,w} \cdot r_{w,t}$

Kaynak: Geert Bekaert ve diğ., Political Risk and International Valuation s. 5’ten alınmıştır.

Tablo 2.2’de CAPM’a göre i varlığının t dönemindeki risk oranını başka bir değiş ile iskonto oranını, modelleyenler tarafından savunulmuş SS model varyasyonları üzerinden gösterilmektedir. Tablo tasarımı genel olarak $r_{i,t} = r_{f,t} + f(\cdot) + g(\cdot)$ fonksiyonuna göre düzenlenmiştir. $r_{f,t}$ risksiz kazanç oranını temsil ederken, $SS_{j,t}$ j ülkesin t dönemindeki tahvil ve hazine bonosunun dolar türünden borçlanma maliyetini temsil etmektedir. $\beta_{i,w}$ i varlığının dünya market getirisiyle betası, $r_{w,t}$ ise t döneminde market risk primi-piyasadaki risksiz getiri oranı- için kullanılmaktadır. Mariscal ve Lee tablonun ilk satırında ülke riski için temel olan modeli oluşturmuşlardır. Goldman Modeli olarak da bilenen bu modelde, diğer ekonomik faktörler için bir yorumda bulunmaması, sadece ABD doları cinsinden tahvil ihraç eden ülkeler için geçerli olması ve en önemlisi farklı yatırımcıların maruz kalabileceği farklı ülke ve politik riskleri içermemesi dolayısıyla eleştirilmiştir.²²⁹ İkinci ve üçüncü satırlarda yer alan Mariscal ve Dutra ile Godfrey ve Espinosa’nın modellerinde kullanılan σ_j ve σ_w , j ülkesinde ve dünyada hisse senedi piyasası getirisinin geri dönüşünün standart sapmalarıdır. Mariscal ve Hargis’in modelinde kullanılan $\rho_{e,b}$ yatırımın bulunduğu ülkedeki sermaye piyasaları ve tahvil-bono piyasaları arasındaki korelasyon ilişkisidir. Damodaran(σ) modelinde σ_j^e j ülkesinin öz kaynak getirisinin standart sapmasını temsil ederken, σ_j^b ise j ülkesinin tahvil ve bono getirilerinin standart sapmasını girdi olarak kullanmaktadır.²³⁰ Danışmanlık firması Salomon Smith Barney’den Zenner ve Akaydin, ev sahibi ülke politikasını üç unsura ayıran bir γ (gama) CAPM yaklaşımı önermektedir: γ_1 sermaye piyasalarına erişim, γ_2 yapılması planlanan yatırımın politik riske duyarlılığı ve γ_3 yatırımcının yapılması planlanan yatırıma verdiği önem verdiği önem. Bu üç unsurun her biri 0 ile 10 arasında bir ölçekte ölçülür ve böylece toplamda maksimum 30 puan elde edilir. Daha sonra bu toplam, risk prim oranını ölçmek için 30’a bölünür ve 0 ile 1 arasında bir katsayı elde edilir.²³¹ Damodaran (λ lamda) yaklaşımı her bir yatırım ve işletme için politik riski ayrı ayrı ölçmeyi amaçlamaktadır. λ_i bu noktada subjektif bir analizi gerektirmekte ve temsil etmekte, bu sebeple ise politik riske genel bir çözüm

²²⁹ Campbell R. Harvey, “12 Ways to Calculate the International Cost of Capital”, Working Paper, Duke University, Durham, North Carolina, USA, 2005, s. 5-6.

²³⁰ Bekaert ve diğ., “Political Risk and International Valuation”..., s. 5.

²³¹ Marc Zenner, Ecehan Akaydin, **A Practical Approach to the International Valuation & Capital Allocation Puzzle**, Global Corporate Finance Papers, Salomon Smith Barney Financial Strategy Research, 2002, s. 3-31.

önermemektedir. Abuaf modelini ise daha çok sektörel gruplar üzerinden oluşturmaktadır. Ona göre α (alfa) üç farklı gruba ayrılmaktadır: düşük α ($\alpha = 0,35$) zorunlu ihtiyaca bağlı yatırımlar, orta derece α ($\alpha = 0,70$) sağlık hizmeti, Endüstri, bilgi teknolojileri, hammadde, telekomünikasyon ve yüksek derece α ($\alpha = 1,00$) enerji, finans ve finansallar. Abuaf SS’i kredi temerrüt riski takası oranının(CDS-credit default swap) ile değiştirmektedir.²³²

Uluslararası değerlemede, egemen yöntemler genellikle politik riski iskonto oranlarını ayarlamak için kullanılmaktadırlar. İleriye dönük, belirleyici nitelikler, belirli bir ülkedeki politik risk hakkında bilgi kaynakları sunabilmektedir. SS’ler sadece politik riskleri değil ekonomik riskleri de yansıtmaktadır. Bir ülkenin borç bulabilme kabiliyetinin o ülke hakkında fikir verdiği yaygın bir görüş olmaktadır, ancak sadece bu şekilde spesifik bir yatırım projesinin taşıdığı riskleri ölçmek mümkün değildir. SS’ler dışında ülke riskini ölçen başkaca kurum ve endekslerde bulunmaktadır.

2.2.3 Ülke Riski Derecelendirmesi ve Değerlemesi Yapan Kurum, Kuruluş ve Endeksler

Globalleşmeyle birlikte uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri ülke sınırlarını aşarak yatırım yapılan diğer ülkelere doğru kaymaya başlamışlardır. Uluslararası yatırımcılar yatırımlarını ve nakit akışlarını etki edebilecek ülke riskleri öngörerek olası kötü senaryolarda finansal kayıplarını minimumda tutmak istemektedirler. Ülke riski analizleriyle, görece daha az riskli veya risksiz görünen ülkelerin statülerini koruyup korumadıkları ve gelecekte söz konusu ülkenin risk durumunda bir değişiklik ortaya çıkma ihtimali değerlendirilebilmektedir. Bunun yanı sıra ülke riski analizleri riskli görünen ülkelerin mevcut durumlarında bir iyileşme paralelinde yatırım yapılıp yapılmayacağının kararın verilmesinde de yardımcı olabilmektedir. Ülke riskin ölçülmesi, geçmişteki ve şimdiki ülke performansını

²³² Niso Abuaf, “Valuing Emerging Market Equities: A Pragmatic Approach Based on the Empirical Evidence”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 27, 2015, s. 71-88.

kullanarak, ülkeye ait gelecekteki beklentilerin tahmin edilmesini içermektedir. Bu özelliği ile ülke riski analizi, söz konusu ülkeye borç vermek isteyen kurum, devlet ve özel yatırımcılara kılavuz görevi görürken, bunun yanı sıra yatırım yapmak isteyen özel girişimcilere ve yatırımcılara da tavsiye niteliği taşımaktadır.

lke riski analizlerinde çok farklı değişkenler kullanılmaktadır. Bunun sonucu olarak hangi analizin ne tür bir yatırım için rehberlik yapabileceğini anlamak yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Yapılan yatırımın niteliği ve türü fark ettiği gibi ev sahibi ülkenin sosyal yapısı, vergi hukuku, sermaye ve para piyasaları, politik ve finansal durumu bu analizlerin nasıl kullanılması gerektiğini anlamak açısından gerekli olmaktadır. Dünya üzerinde değerlendirme ve derecelendirme yapan birçok kuruluş bulunmaktadır. Bu kuruluşların bazıları söz konusu ülkelere veya ülkedeki kurum kuruluş ve işletmelere verilen borçların geri ödenip ödenmeyeceğini değerlendirirken, bazıları ise finansal, ekonomik ve politik risk faktörlerini kullanarak ülke riski ölçümü yapan kuruluşlardır.

1909 yılında Jhon Moody tarafından Amerika Birleşik Devletlerinde kurulan **Moody's Investors Service Inc.**, risk ve kredi derecelendirme alanında danışmanlık veren bir derecelendirme kurumudur.²³³ Moody's, analitik değerleme metotlarıyla birlikte, kredi riskini değerlendirmek için önemli olan kilit nitel ve nicel değerlendirmelerden oluşan setlerle bir not oluşurmaktadır. Bu setlerde, hem uzun vadeli hem de kısa vadeli olarak varlık ihraççısı ve varlığın kendisi için derecelendirmeler yayınlamaktadır. Moody's'in küresel uzun vadeli derecelendirme leği; Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca ve C şeklindedir. Moody's, Aa'dan Caa'ya kadar her bir jenerik sınıflandırmaya; 1, 2 ve 3 numaralı sayısal değerleri eklemektedir. 1 no'lu değer yükümlülüğün genel derecelendirme kategorisinin üst ucunda olduğunu

²³³ Moody's Investors Service Inc., Moody's History: A Century of Market Leadership, <https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>, Erişim tarihi:17.10.2018.

gösterirken, 2 orta sınıf sıralamasını belirtmektedir, 3 ise bu genel derecelendirme kategorisinin alt ucundaki bir sıralamayı nitelendirmek için kullanılmaktadır.²³⁴

Ülke tahvil ve bonoları için kredi notu değerlendirmelerini 4 faktör üzerinden gerçekleştiren Moody's'in metrikleri şu şekildedir:²³⁵

Faktör 1 Ekonomik Güç: Bu faktörde gayri safi yurt içi hasıla büyüme oranları ve rekabet endeksleri temel alınmaktadır.

- Büyüme dinamikleri %50,
- Ekonominin ölçeği %25,
- Milli gelir %25,
- Ayarlama faktörleri 1 – 6 arasında (Çeşitlendirme ve kredi patlaması)

Faktör 2 Kurumsal Güç: Bu faktörde hükümetin ve devlet kurumlarının etkinliği, hukukun üstünlüğü, yozlaşma, enflasyon ve enflasyon dalgalanmaları gibi veriler dikkate alınmaktadır.

- Kurumsal çerçeve ve etkinlik %75,
- Politika güvenilirliği ve etkinliği %25,
- Ayarlama faktörleri 1 – 6 arasında (Temerrüt geçmişi)

Faktör 3 Mali Güç: Devlet maliyesinin genel durumu hakkında bilgiler içermektedir. Borçlar ve gayri safi milli hasıla oranı, borç geri ödemeleri gibi oranlar dikkate alınmaktadır.

- Borç yükü %50,
- Borç ödeyebilme gücü %50,
- Ayarlama faktörleri 1 – 6 arasında (Borç trendi, yabancı para cinsinden devlet borçları)

²³⁴ **Moody's Investors Service Inc.**, “Rating Symbols and Definitions”, Moody’s Corporation Inc, New York, 2018, s. 5-6.

²³⁵ **Moody's Investors Service Inc.**, “Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings”, Moody’s Corporation Inc, New York, 2018, s. 1-35.

Faktör 4 Olay Riskine Duyarlılık: Bu faktördeki risklerde büyük bir değişiklik olduğu anda ülkenin mevcut riski söz konusu seviyeye çekilerek maksimum ülke kredi riskini oluşturmaktadır.

- Politik risk,
- Kamu likidite riski,
- Bankacılık sektörü riski,
- Dış güvenlik açığı riski,

Kuruluşu 1860'lara dayanan **Standard & Poor's Financial Services Llc. (S&P)** risk ve kredi derecelendirme alanında hizmet veren Amerika Birleşik Devletleri menşeli bir finansal hizmet şirketidir. Bugüne kadar devlet, özel kurum, finansal sektör, yapılandırılmış finans kuruluşları ve menkul kıymetler üzerine toplamda bir milyondan fazla kredi notu vermiştir.²³⁶ S&P'nin rating sistemi en iyiden en kötüye doğru; AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C ve D şeklindedir. AA ile CCC arasındaki derecelendirmeler, büyük derecelendirme kategorilerinde göreceli durumun gösterilmesi için pozitif (+) veya negatif (-) işareti eklenmesiyle ayrıca gösterilebilmektedir.

S&P bir hükümeti ve tüm ya da en fazla ayrıcalık için, başka bir egemenliğe tabi olmadan yöneten bir devlet otoritesi olarak tanımlamaktadır. S&P'ye göre, bir egemen devletin en önemli ayrıcalıklarından biri, kullandığı para biriminin yanı sıra faaliyet gösterdiği siyasi ve mali çerçeveleri belirleme hakkıdır. Bu kapsamda S&P'nin devletleri derecelendirme kıstasları, egemen bir devlet hükümetinin mali yükümlülüklerini, alacaklılara zamanında ve eksiksiz olarak geri ödeme isteğini ve yeteneğini etkilediğini düşündükleri faktörleri kapsamaktadır. S&P'nin bağımsız SS

²³⁶ Standard & Poor's Financial Services Llc., About Us, https://www.spratings.com/en_US/what-we-do , Erişim tarihi: 18.10.2018.

analizlerinin temeli beş sütun üzerinde durmaktadır.²³⁷ Ancak S&P'nin değerlendirmelerinde politik risklere ilişkin unsurlar pek fazla yer almamaktadır. Risk ölçümü daha çok borç geri ödeme istekliliğini ölçmektedir.

Sütun 1 Kurumsal Değerlendirme: Hükümet kurumlarının, politika yapıcılığının sürdürülebilir kamu maliyesi sağlayabilmesi, dengeli ekonomik büyümeyi teşvik edebilmesi ve ekonomik veya politik şoklara verdiği tepkilerin kredi temellerini nasıl etkilediğiyle ilgili analizleri içermektedir.

- Politika oluşturma, politik kurumlar ve sivil toplumun etkinliği, istikrarı ve öngörülebilirliği (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)
- Kurumların, verilerin ve süreçlerin şeffaflığı ve hesap verebilirliği (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)
- Devletin borç ödeme kültürü
- Dış güvenlik riskleri

Sütun 2 Ekonomik Değerlendirme: Zengin, çeşitlendirilmiş, esnek, piyasa odaklı ve uyarlanabilir bir ekonominin varlığı, sürdürülebilir ekonomik büyüme ile birleştiğinde güçlü bir gelir tabanına sahip bir devlet sağlamaktadır, bu durum mali ve parasal politika esnekliğini artırmakta ve nihayetinde borç taşıma kapasitesine etki etmektedir. Bu sütundaki analizin amacı bu etkinliği ölçmektir. (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)

- Gelir seviyeleri
- Büyüme olanakları
- Ekonomik çeşitlilik ve dalgalanma

Sütun 3 Dış Değerlendirme: Dış değerlendirme, bir ülkenin kamu ve özel sektör yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli olan, yurt dışından fon temin

²³⁷ Standard & Poor's Financial Services LLC., Guidance, Criteria, Governments, Sovereigns: Sovereign Rating Methodology, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10221157 , Erişim tarihi: 18.10.2018.

etme yeteneğini yansıtmaktadır. Tüm kamu ve özel sektör kuruluşlarının işlemlerine ve pozisyonlarına atıfta bulunmaktadır, çünkü ülkelerin rezerv ve döviz kuru gelişimini etkileyen akış stokların toplamı, kamu ve özel sektör pozisyon toplamıdır. (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)

- Derecelendirilen ülkeye ait uluslararası işlemlerdeki döviz durumu
- Ülkenin dış likiditesi, ekonominin kamu ve özel sektör yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli döviz bulma yeteneği
- Ülkenin dış pozisyonunun, varlıkların ve borçlarının (hem yabancı hem de yerel para birimi cinsinden) dünyanın geri kalanına göre durumu

Sütun 4 Mali Değerlendirme: Mali değerlendirme, bir devletin mali dengelerinin ve borç yükünün sürdürülebilirliğini yansıtmaktadır.

- Mali esneklik (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)
- Uzun vadeli mali eğilimler ve kırılganlıklar,
- Borç yapısı ve finansman erişimi,
- Koşullu borçlarla ilgili potansiyel riskler (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)

Sütun 5 Parasal Değerlendirme: Bir devletin kendi iç ekonomisinin ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bağımsız bir para politikasına sahip olma yeteneğini etkileyen döviz kuru rejimi, ekonomik döngü üzerindeki enflasyon eğilimleri veya piyasa odaklı para mekanizmalarının reel ekonomiye etkisi, ölçülen para politikasının kredibilitesi ve sermaye piyasalarına dair bir dizi analizi içermektedir. (1 ile 6 arasında bir not, 1 en güçlü 6 en güçsüz)

- Döviz kuru rejimi (% 40 ağırlıklı)
- Para politikası güvenilirliği (% 60 ağırlıklı).

Fitch Ratings Inc. 1904 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulmuş bir derecelendirme kuruluşudur. Fitch'in SS rating sistemi en iyiden en kötüye doğru; AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, DDD, DD, D şeklindedir. AA ile CCC arasındaki derecelendirmeler, derecelendirme kategorilerinde göreceli durumun

gösterilmesi için pozitif (+) veya negatif (-) işareti eklenmesiyle ayrıca gösterilebilmektedir.²³⁸ Fitch'in rating sistemi diğer iki büyük derecelendirme kuruluşuna göre politik riskleri daha çok önemsemektedir. Fitch ayrıca ülke riskini hesaplayan başka bir endekste tutmaktadır. Fitch'in bağımsız SS analizlerinin temeli dört sütun üzerinde kurulmuştur. Bunun yanında kalitatif değerlendirmelerde her bir sütuna artı veya eksi şekilde etki edebilmektedir.²³⁹

Analitik Sütun 1 Yapısal Özellikler: Yönetişim indikatörleri, kişi başına düşen milli gelir, politik durum ve finansal sektör risklerinin analizini içermektedir. Model içindeki ağırlığı %54,7'dir. Potansiyel kalitatif etki +2 ile -2 arasındadır.

- Yönetişim kalitesi
- Ekonominin zenginlik ve esnekliği
- Siyasi istikrar ve kapasite
- Finansal sektör riskleri

Analitik Sütun 2 Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler: Gayri safi milli hasıladaki büyüme ve volatilité, tüketici enflasyonu, makroekonomik istikrar gibi kavramların analizini içermektedir. Model içindeki ağırlığı %10,5'tir. Potansiyel kalitatif etki +2 ile -2 arasındadır.

- Politika çerçevesi
- GSYİH büyümesi
- Enflasyon
- Gerçek efektif döviz kuru

Analitik Sütun 3 Kamu Maliyesi: Genel devlet finansal dengesi, mali finansman esnekliği, kamu borç dengesi ve sürdürülebilirliği, genel mali yapı gibi

²³⁸ **Fitch Ratings Inc.** “Fitch Ratings: Ratings Definitions”, Fitch Ratings Inc., New York, 2018, s.1-60.

²³⁹ **Fitch Ratings Inc.** “Sovereign Rating Criteria”, Fitch Ratings Inc., New York, 2018, s.1-42.

analizleri içermektedir. Model içindeki ağırlığı %16,7'dir. Potansiyel kalitatif etki +2 ile -2 arasındadır.

- Devlet borcu
- Mali denge
- Borç dinamiği
- Maliye politikası

Analitik Sütun 4 Dış Finansman: Rezerv para esnekliği, yabancı net aktifler, emtia bağımlılığı, döviz rezervleri, cari işlemler dengesi gibi analizleri içermektedir. Model içindeki ağırlığı %18,1'dir. Potansiyel kalitatif etki +2 ile -2 arasındadır.

- Ödemeler dengesi
- Dış bilanço
- Dış likidite

Ülke riski ve devlet kredisi riski (SR-Sovereign Risk) birbiriyle büyük oranda ilişkili ancak farklı kavramlara atıfta bulunmaktadır. Birincisi, ülke riski bir ülkede iş yapmakla ilgili risklere atıfta bulunurken, devlet kredi notları bir devletin borç yükümlülükleri üzerinde temerrüde düşmesi riskine daha dar bir açıdan odaklanmaktadır. Ülke riski minvalinde iş yapma risklerini, zayıf mülkiyet haklarını, öngörülemeyen vergi uygulamalarını, zorlayıcı yasal rejimleri ve uçucu bir çalışma ortamı gibi analizleri içerebilmektedir. Ancak SR'de devlet en yüksek otorite olduğu için, alacaklıların devletten borcunu talep ettiği durumlarda alacakları için çok sınırlı bir hukuki hakları veya diğer rücu şansları olmaktadır. Bu durum, uluslararası hukukun sınırlamaları ve egemen uluslara göre uygulanabilirliği göz önüne alındığında, uluslararası düzeyde de geçerli bir sorun teşkil etmektedir. Sonuç olarak, ister yerel isterse yabancı para cinsinden borçlar olsun, devlet kredi riskinin (SR) analizi, mali kapasitenin yanı sıra ödeme istekliliğine, ülke riskine göre çok daha fazla bağımlı olmaktadır. Tablo 2.3'de çalışmada adı geçen derecelendirme kuruluşlarının uzun ve kısa dönem genel not skalası yukarıdan aşağıya doğru en iyi nottan en kötü nota doğru olarak yer almaktadır.

Tablo 2.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşları Genel Rating Skalaları

Moody'sSTANDARD & POOR'SFitchRatings						Derecelendirme Açıklaması
Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	En iyi
Aa1		AA+		AA+		Yüksek not
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	F1	Üst orta dereceli
A2	A	A				
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Düşük orta dereceli
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB		A-3	BBB	
Baa3		BBB-	BBB-			
Ba1		BB+	B	BB+	B	Yatırım dışı spekülatif
Ba2		BB		BB		Son derece spekülatif
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1		CCC+	C	CCC+	C	Aşırı şekilde riskli
Caa2	CCC	CCC				
Caa3	CCC-	CCC-				
Ca	CC	CC				
C	C	C				
/	RD	D	DDD	D	Temerrütte	
/	SD		DD			
/	D		D			

Kaynak: Wikipedia The Free Encyclopedia, Credit Rating'den alınmıştır.

The Political Risk Services Group (PRS Group) tarafından hazırlanan Uluslararası Ülke Risk Rehberi(ICRG International Country Risk Guide), tuttuğu endeks ile ülkeleri üç farklı kategoride; politik, finansal ve ekonomik olarak, toplamda 22 değişken ile değerlendirip karma bir dereceleme yapmaktadır. ICRG'de risk değerlendirmelerini üretmek için siyasi bilgiler, finansal ve ekonomik veriler toplanarak ve her bir değişken için risk noktalarına dönüştürülmektedir. Siyasi risk değerlendirmeleri öznel analize dayanmakta iken, finansal ve ekonomik risk değerlendirmeleri ise subjektif verilere dayanmaktadır. Endekste veriler 1984'ten

itibaren günümüze kadar tutulmaktadır. Derecelendirmenin oluşmasında kullanılan değişkenler 3 kategori altında sıralanmaktadır.²⁴⁰

Politik Risk Bileşenleri(PR): Politik risk derecelendirmesinin amacı, ICRG tarafından endekste yer alan ülkelerin siyasi istikrarını karşılaştırılabilir bir endekste değerlendirmektir. Toplamda maksimum 100 puan olacak şekilde, 100 en iyisi 0 en kötüsü şeklinde bir skala ile değerlendirilmektedir.

- Hükümet istikrarı, maksimum 12 puan
- Sosyoekonomik koşullar, maksimum 12 puan
- Yatırım profili, maksimum 12 puan
- İç çatışma, maksimum 12 puan
- Dış çatışma, maksimum 12 puan
- Yolsuzluk, maksimum 6 puan
- Siyasette askeri rol, maksimum 6 puan
- Dini gerilimler, maksimum 6 puan
- Hukuk ve kanunların üstünlüğü, maksimum 6 puan
- Etnik gerilimler, maksimum 6 puan
- Demokratik sorumluluklar, maksimum 6 puan
- Bürokrasi kalitesi, maksimum 4 puan

Ekonomik Risk Bileşenleri(ER): Ekonomik risk puanlamasının amacı, bir ülkenin mevcut ekonomik durumundaki güçlü ve zayıf yönlerini subjektif olarak değerlendirerek analiz etmektir. Toplamda maksimum 50 puan olacak şekilde, 50 en iyisi 0 en kötüsü şeklinde bir skala ile değerlendirilmektedir.

- Kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıla, maksimum 5 puan
- Gerçek gayri safi yurt içi hasıla büyümesi, maksimum 10 puan
- Yıllık enflasyon oranı, maksimum 10 puan
- Gerçek gayri safi yurt içi hasıla/bütçe dengesi, maksimum 10 puan

²⁴⁰ **The Political Risk Services Group**, “ICRG Methodology”, The PRS Group, New York 2018, s. 1-17.

- Gerçek gayri safi yurt içi hasıla/cari hesap, maksimum 15 puan

Finansal Risk Bileşenleri(FR): Finansal Risk derecelendirmesinin amacı, bir ülkenin ödeme kabiliyetini değerlendirmek için bir gösterge sağlamaktır. Bu bileşenler bir ülkenin resmi ve ticari borç yükümlülüklerini finanse etme yeteneğini ölçmek için kullanılmaktadır. Toplamda maksimum 50 puan olacak şekilde, 50 en iyisi 0 en kötüsü şeklinde bir skala ile değerlendirilmektedir.

- Gerçek gayri safi yurt içi hasıla/dış borç, maksimum 10 puan
- Mal ve hizmet ihracatı/dış borç, maksimum 10 puan
- Mal ve hizmet ihracatı/cari hesap, maksimum 15 puan
- Net uluslararası likidite(ihracata bağlı olarak), maksimum 5 puan
- Döviz kuru istikrarı, maksimum 10 puan

Bileşik risk(composite risk) bu üç farklı bileşenin alt faktörlerinden alınan puanın aşağıdaki formülle hesaplanması ile oluşan puanlama derecelendirmesidir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.²⁴¹

$$CPFER (\text{ülke } X) = 0.5 (PR + FR + ER)$$

CPFER: Bileşke Politik, Ekonomik, Finansal Risk Derecelendirmesi, (Composite Political, Financial and Economic Risk Ratings)

PR = Toplam politik risk göstergesi

ER = Toplam ekonomik risk göstergesi

FR = Toplam finansal risk göstergesi

00.0 - 49.9 arasındaki puan: **çok yüksek seviye risk**

50.0 - 59.9 arasındaki puan: **yüksek seviye risk**

60.0 - 69.9 arasındaki puan: **orta seviye risk**

70.0 - 79.9 arasındaki puan: **düşük seviye risk**

80.0 - 100 arasındaki puan: **çok düşük risk**

²⁴¹The Political Risk Services Group, "ICRG Methodology"..., s 15.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), üye ülkelerden gelen ihracat kredilerini ve onların sigorta primlerini karşılamak için gerekli risk prim oranlarını belirlemek adına bir ülke risk sınıflandırması geliştirmiştir. CRAM (Country Risk Classifications Model) adı verilen model ülke kredi riskini değerlendirmek ve ülkeleri sınıflandırmak için sistem 0'dan 7'ye kadar risk kategorisine ayrılmıştır. 0 en iyi iken, 7 en kötü nota tekabül etmektedir. Ülkelerin sınıflandırılması, iki temel bileşenden oluşan bir metodolojinin uygulanmasıyla elde edilir. OECD ülke risk değerlendirme modeli katılımcıların ödeme deneyimi, finansal durum ve ekonomik durumuna dayalı olarak ülke kredi riskinin nicel bir değerlendirmesini ve modelin göz önünde bulundurduğu siyasi riski ve/veya diğer risk faktörlerini ise ülke riski eksperleri tarafından nitel olarak değerlendirilen karma bir model ile yapmaktadır.²⁴²

Ülke riskini ölçmenin bir diğer yöntemi ise kredi temerrüt takasıdır (Credit Default Swap-CDS). CDS, bir borç, tahvil, bono, hisse senedi veya kredi için CDS satıcısının CDS alıcısına karşı zararını tazmin edeceğini taahhüt eden bir finansal takas sözleşmesidir. Basit şekilde CDS satıcısı CDS alıcısını anlaştıkları referans varlık temerrütlerine karşı sigortalamaktadır. CDS'in alıcısı bu süreçte satıcıya CDS prim ücreti adı altında bir dizi ödeme yapmaktadır. Söz konusu varlık temerrüde düşerse bu durumda CDS alıcısının zararı karşılanmaktadır.²⁴³ CDS oranları devlet hazine bono ve tahvilleri içinde sürekli olarak fiyatlanmaktadır. Bu sigorta primlerinin ülke riskine ilişkin piyasa göstergesi oluşturduğu savunulmaktadır.

2.2.4 Politik Riskler ve Yönetişim

Politik anlamda yönetim, bir ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Bu durum genelde hükümetlerin seçimler ile

²⁴² OECD, Country Risk Classification, <http://www.oecd.org/trade/xcred/crc.htm>, Erişim Tarihi: 25.10.2018

²⁴³ Deutsche Bank Research, "Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System", **Deutsche Bank Research**, 2009, Frankfurt, s.1-26.

seçildiği, izlendiği ve değiştirildiği süreci içerirken; hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin biçimde formüle etme ve uygulama kapasitesi, içerideki ekonomik ve sosyal etkileşimi yöneten kurumlara, sivil topluma ve vatandaşlara saygı duyması, belki de en önemli done olarak devlet ile kişi ve kurumlar arasındaki etkileşimin yönü ve cinsi politik riskin en büyük değişkeni olmaktadır. Bununla birlikte, politik riskleri tanımlamaya, ölçmeye ve analiz etmeye çalışanların analitik ve kavramsal odak düzlemi, politik istikrar, siyasi sistem türü, politik devamlılık, kurumsal istikrar, hukuk üstünlüğü, şeffaflık ve doğruluk ile ilgili kaygılar etrafında yönetim kayda değer bir süreklilik göstermektedir.

2.2.5 Gelişmekte Olan Ülkelerde Değerleme ve Ülke Riski

Küresel ekonomi için ağırlık merkezi gelişmiş ülkelerden gelişmekte olanlara doğru kaymaktadır. 90'larda, Amerika Birleşik Devletleri, Batı Avrupa ve Japonya küresel ekonominin büyük bölümünü temsil etmekteydiler. Aynı dönemde Asya ve Latin Amerika ülkeleri yüksek büyüme potansiyeline sahip gibi görünmekteydiler ancak o dönem gelişmekte olan ülkeler dünya üretiminin sadece küçük bir bölümünü oluşturmaktaydı. 90'ların sonlarına doğru, özellikle Hindistan, Çin, Brezilya ve Meksika gibi gelişmekte olan pazarlar, küresel ekonomik büyümede daha büyük oyuncular haline gelmeye başlamıştır. Bu durum, küresel ekonominin ağırlık merkezinin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olanlara doğru kaymasına olanak sağlamıştır. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri büyüdükçe, ülkelerin kendilerine ait finansal piyasaları da onlarla birlikte büyümeye başlamıştır. Birçok gelişmekte olan ülkede, halka açık şirketlerin sayısı 2000'lerle birlikte katlanmaya başlamıştır.²⁴⁴ Yatırımcılar ve çok uluslu şirketler, vergi avantajları ve teşvikler, daha ucuz sermaye maliyetleri, çeşitlendirme ve yeni pazarlara erişim, iş ve çevre yasalarının gelişmemiş olması ve yüksek büyüme potansiyeli gibi sebeplerle gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaktadırlar.

²⁴⁴ Aswath Damodaran, "Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies", Working Paper, New York University, New York, 2009 s. 1-4.

İngiltere merkezli global bir araştırma şirketi olan FTSE International Limited ülkeleri, sermaye piyasaların gelişmişliğine göre; piyasanın kalitesi, büyüklüğü, tutarlılığı, istikrarı ve öngörülebilirliği, sermaye sınırlamaları ve piyasaya erişim özgürlüğü gibi belirli kriterler dahilinde sınıflandırmaktadır.²⁴⁵ Söz konusu sıralama Tablo 2.4’te verilmiştir. Gelişmiş piyasaların genel olarak batı dünyasında olduğu tabloda net bir şekilde görülmektedir. Sınıflama geliştirmekte olan ülke sermaye piyasalarını iki gruba ayırmıştır. Bunun sebebi olarak devlet müdahalesi, ekonomik ve politik istikrar sorunları gösterilebilmektedir. Geliştirmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının, gelişmiş ülkelere göreceli olarak daha çok benzerlik gösterdiği söylenebilmektedir.

Tablo 2.4 FTSE Russel Ülke Sermaye Piyasaların Gelişmişlik Sınıflandırması

Gelişmiş	Geliştirmekte Olan	2. Seviye Geliştirmekte Olan	Geliştirmekte Olan Sınırında
Avustralya	Brezilya	Şili	Arjantin
	Çek		
Avusturya	Cumhuriyeti	Çin	Bahreyn
Belçika	Yunanistan	Kolombiya	Bangladeş
Kanada	Macaristan	Mısır	Botsvana
Danimarka	Malezya	Hindistan	Bulgaristan
Finlandiya	Meksika	Endonezya	Fildişi Sahili
Fransa	Güney Afrika	Kuveyt	Hırvatistan
Almanya	Tayvan	Pakistan	Kıbrıs
Hong Kong	Tayland	Peru	Estonya
İrlanda	Türkiye	Filipinler	Gana
İsrail		Katar	Ürdün
İtalya		Rusya	Kazakistan
Japonya		BAE	Kenya
Hollanda		Suudi Arabistan	Letonya
Yeni Zelanda			Litvanya
Norveç			Makedonya
Polonya			Malta
Portekiz			Mauritius
Singapur			Fas
Güney Kore			Nijerya

²⁴⁵ **FTSE International Limited**, “FTSE Equity Country Classification Process”, FTSE Russel, Londra, 2018, s. 1-12

Gelişmiş	Gelişmekte Olan	2. Seviye Gelişmekte Olan	Gelişmekte Olan Sınırında
İspanya			Umman
Lüksemburg			Filistin
İsveç			Romanya
İsviçre			Sırbistan
Birleşik Krallık			Slovakya
ABD			Slovenya
			Sri Lanka
			Tunus
			Vietnam
			İzlanda
26	10	14	30

Kaynak: FTSE Russel, FTSE Classification of Equity Markets, Eylül 2018’ den alınmıştır.

Günümüzde gelişmekte olan piyasalar, yatırım portföylerini büyütmek ve çeşitlendirmek için fırsatlar arayan uluslararası yatırımcılar için önemli bir yatırım merkezi haline gelmiştir. Ancak, aynı zamanda bu piyasalar gelişmiş piyasalardan daha riskli olarak algılanmaktadır. Bu nedenle, uluslararası yatırımcının gelişmekte olan piyasalardaki yatırımlarının ve bu yatırımlardaki altta yatan değerlere bağlı itici güçlerinin karşılaştığı riski tam olarak kavraması ve anlaması elzem bir zorunluk halini almıştır. Gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin değerlemesi ve ülke riskine bağlı nihai sonuç, finansal uygulayıcılar ve akademisyenler arasında en iyi yaklaşım konusunda bir fikir birliğine varılmamasına neden olmaktadır. Hâlihazırda kullanılan değerlendirme metotları önemli ölçüde sınırlı deneysel kanıtlara dayalı olarak öznel düzenlemeler yapılmasını önermekte ve içermektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılırken, beklenen değeri etkileyen farklı nedenler olabileceği her zaman göz önünde bulundurulmalıdır. Bu etmenlerden ilki para birimi volatilitésidir. Birçok gelişmekte olan piyasadaki, yerel para birimi hem gelişmiş piyasa para birimlerine (döviz kurları) göre dalgalanmakta, hem de kendi ülkesindeki satın alma gücüne (enflasyon) göre değer kaybedebilmekte veya kazanmaktadır. Bir diğer etmen güvenilir olmayan piyasa koşullarıdır. Varlıklar değerlendirilirken, piyasaya dayalı liberal risk ölçümlerinden yararlanılmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar tam anlamıyla liberal ve likit

olmadığından -örneğin işletmelerin piyasada işlem görmesi için tahvil ihraç etmek yerine bankalardan borç almaya zorlanmaları gibi- yatırımcılar beklenmeyen zamanlarda beklenmeyen koşullarla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bir başka problem ise bilgi boşlukları ve muhasebesel farklılıklarıdır. Gelişmekte olan bazı piyasalarda kazanç, yeniden yatırım ve borçlanma ile ilgili önemli ve maddi bilgileri elde etmek sıkıntılı olabilmektedir. Bu durum piyasalardaki firmalara değer vermeyi daha da zorlaştırmaktadır. Bu bilgi boşlukların bir sebebi de gelişmekte ülkelerde uygulanan farklı muhasebe yaklaşımları olabilmektedir. Bir başka etmen ise kurumsal yönetimdir. Birçok gelişmekte olan piyasa şirketi, aile şirketi olarak kurulmaktadır. Halka açık bir şirkete dönüşüm gerçekleştirmiş olsalar bile kurucu aileler çeşitli şekillerde işletme kontrolü elinde tutabilmektedir. Bu durum yabancı yatırımcıların zararına sonuçlanabilmektedir. Son etken ise ülke riski ve ona bağlı diğer alt etmenler olmaktadır.²⁴⁶

Ülke riski birçok yatırımcı tarafından yatırımın yönünü belirlemede kullanılmaktadır. Bu sebeple özellikle gelişmekte olan ülkeler ülke riski sorununu çözmek ve politik risklerle baş etmek için birçok uluslararası girişimde bulunulmuştur. Uluslararası düzeyde yapılan çok taraflı girişimlerin çoğu, yatırım politikası alanında faaliyet gösteren Dünya Bankası ve OECD tarafından yürütülmektedir. Uluslararası yatırım çerçevesinin kurumsallaşması süreci, uluslararası bir yatırım ortamının kurulmasına temel teşkil etmektedir. Dünya Bankası ve OECD tarafından gelişmekte olan ülkelerdeki politik riski azaltmak veya dengelemek için dört safha öngörülmüştür. İlki yatırımlara ev sahipliği yapacak ülkenin yatırım politikalarını etkinleştirmeyi ve standartlaştırmayı amaçlayan önlemleri içermektedir. İkinci safha, politik riskler için çok taraflı sigorta kuruluşunun oluşturulması ve kurulması ile ilgilidir. Üçüncü safha ise tahkim için bir organizasyonun oluşturulmasını ve yatırım uyuşmazlıklarının uzlaştırılması olarak görülmektedir. Son safha olarak ise, Dünya Bankası, OECD ve Dünya Ticaret Örgütü kurallarını yatırım alanına da genişleterek, doğrudan yabancı yatırımcı üzerindeki ülke risklerinin etkisini azaltmaya çalışmaktadır. Bu kapsamda Dünya Bankası çatısı altında Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı MIGA(Multilateral

²⁴⁶ Damodaran, “Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies” ..., s. 4-6.

Investment Guarantee Agency) kurulmuştur. MIGA gelişmekte olan ÷lkelerde risklere karşı kamu ve özel yatırım sigorta kaynaklarını destekleyerek, sınır ötesi yatırımcılar arasında kayda değeri bir güven artışı sağlamaktadır. MIGA'nın misyonu ekonomik büyüme yi desteklemek, yoksulluğu azaltmak ve insanların yaşamlarını iyileştirmek için gelişmekte olan ÷lkelere doğrudan yabancı yatırımları teşvik etmektir.²⁴⁷

şirketler ve yatırımcılar küreselleştikçe, değeri biçilmesi gereken firmaların sayısı da benzer şekilde artmaktadır. Bu şirketlere değeri verirken, özetle dört sorunla karşı karşıya kalınmaktadır; yerel para birimleriyle oluşan nakit akışları, değeri leme için gerekli kilit bilgilerin eksikliği, zayıf kurumsal yönetişim ve ÷lke riski.

2.2.6 Uluslararası Sermaye Hareketleri: Yabancı Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar

1960'lı yıllarda uluslararası ticaretin ana gövdesi, malların üretimde olmayan ÷lkeler arasında mobil olduğu varsayımı ile karakterize edilmekteydi.²⁴⁸ Günümüzde mal ve hizmetlerin hareketliliğinin yanına uluslararası sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı yatırımlar da eklenmiştir. Bu durum sermayenin akışkanlığını hızlandırmış, ekonomin küresel bir şekilde birbirine entegre olmasına neden olmuştur. Ulusal ekonomilerin kaderleri, diğer ulusların ekonomileriyle giderek daha bağlantılı hale gelmiştir. Küreselleşme olarak da adlandırılan bu fenomenin arkasındaki en büyük güç, siyasetçilerin üzerinde neredeyse hiç kontrollerinin olmadığı çok uluslu şirketlerin yükselişine bağlanabilmektedir.²⁴⁹

Doğrudan yabancı yatırım (Foreign Direct Investment – FDI, DYY), bir ÷lkedeki bir firmanın, devlet teşebbüsünün veya bireyin başka bir ÷lkede bulunan bir varlığa ticari menfaatler umarak yaptığı yatırım olarak tanımlanmaktadır. Genel

²⁴⁷ MIGA, About History, <https://www.miga.org/history> , Erişim tarihi: 25.10.2018.

²⁴⁸ Ronald W. Jones, "International Capital Movements and the Theory of Tariffs and Trade", The **Quarterly Journal of Economics**, Harvard University Press, Vol. 81, 1967, s. 1.

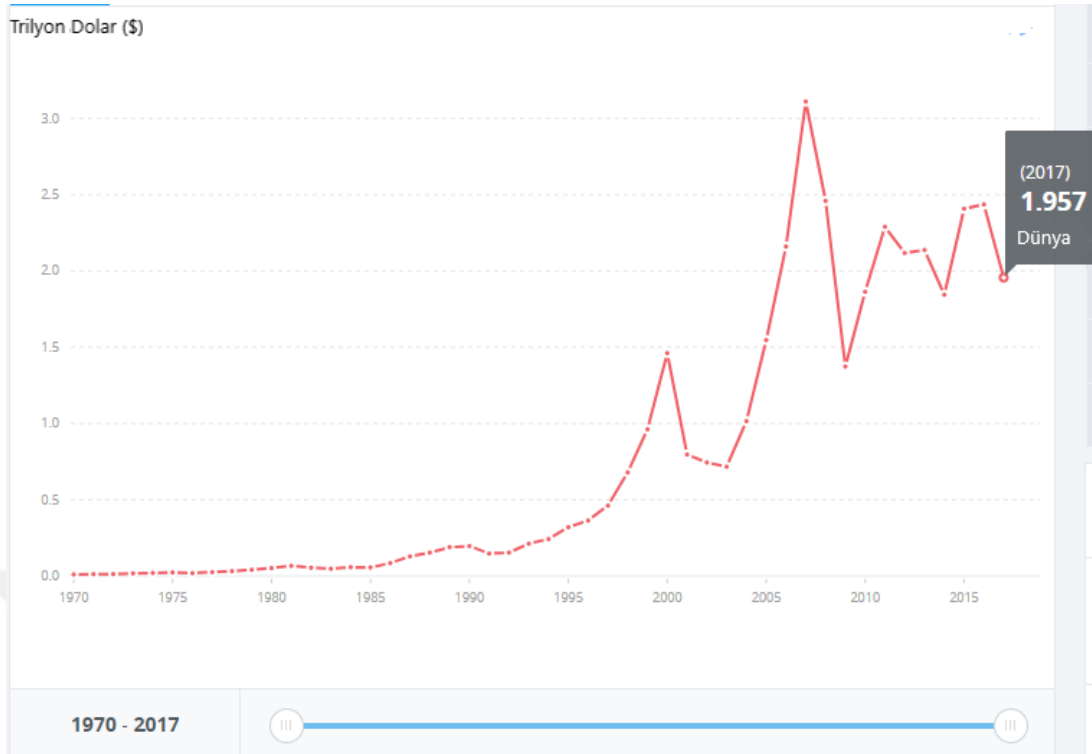
²⁴⁹ Wafo, "Political Risk and Foreign Direct Investment"... , s. 8.

olarak, yabancı bir yatırımcı veya şirket ev sahibi başka bir ülkede iş operasyonları kurduğunda ya da bir şirkette hisse sahipliğini veya işletmenin çıkarlarını kontrol etmek amacıyla iş varlıklarını satın aldığı anda doğrudan yabancı yatırım gerçekleşmektedir. IMF'e göre doğrudan yabancı yatırım teşebbüsü, bir yabancı yatırımcının, bir şirketin hisselerinin veya oy hakkının yüzde 10'unu veya daha fazlasına sahip olduğu kuruluş olarak tanımlanmaktadır.²⁵⁰ Birleşmiş Milletler, IMF'e göre daha geniş bir tanım yaparak doğrudan yabancı yatırımı, yatırımcının ülkesinin ekonomisi dışında faaliyet gösteren bir işletme üzerinde kalıcı bir çıkar veya etkin bir kontrol elde etmek için yapılan yatırım olarak tanımlamaktadır.²⁵¹

Doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ve yükselen piyasa ülkeleri için kritik öneme sahiptirler. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler istihdam yaratmak ve iş olanaklarını arttırmak, altyapının geliştirilmesi, enerji ve su gibi temel ekonomik faaliyetler için bile yatırıma ihtiyaç duymaktadırlar. Bununla beraber işletmeler de satışlarını arttırmak, pazar paylarını genişletmek için çokuluslu şirketlerin finansman ve uzmanlığına ihtiyaç duymaktadırlar. Ayrıca Avrupa Birliği ve ABD gibi gelişmiş ekonomilerin de doğrudan yabancı yatırımlara ihtiyacı bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelere gelen yatırımlarının çoğu, olgun şirketler arasındaki birleşme ve satın almalar yoluyla gerçekleşmektedir. Şekil 2.4'te dünya çapında doğrudan yapılan yabancı yatırımların Amerikan Doları cinsinden net girişleri bulunmaktadır. Grafikten de görüleceği üzere 90'larla birlikte dünyada yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve sermaye hareketlerinin giderek artan bir trend izlediği görülebilmektedir. 2017 yılında 1.957 trilyon dolarlık bir yatırımın yapıldığı görülmektedir.

²⁵⁰ IMF, Definition Of Foreign Direct Investment (Fdi) Terms, <https://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdf/diteg20.pdf> , Erişim tarihi: 05.11.2018.

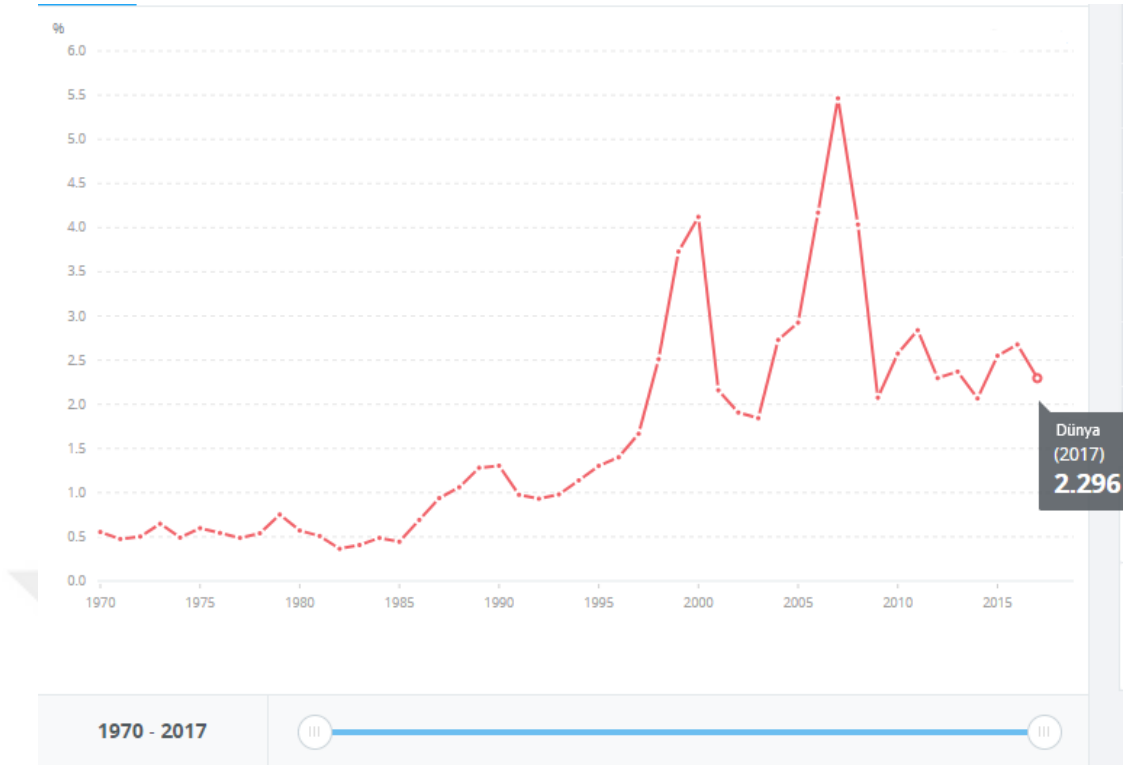
²⁵¹ UN, Foreign Direct Investment (Fdi) Terms, http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/methodology_sheets/global_econ_partnership/fdi.pdf , Erişim tarihi: 05.11.2018.



Şekil 2.4 Doğrudan Yabancı Yatırım: Net Girişler

Kaynak: The World Bank Data, Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$)

Doğrudan yabancı yatırımlara sadece tek perspektiften bakmak yeterli görülmemelidir. Bu yatırımlar bir ülkeye doğru akarken başka bir ülkeden de aynı miktarda para çıkmaktadır. Şekil 2.5'te dünya çapında yapılan doğrudan yabancı yatırım çıkışlarının gayrisafi yurt içi hasılaya göre yüzdesi verilmiştir. Grafikten anlaşılacağı üzere doğrudan yabancı yatırımlar aslında ülkelerin gayrisafi yurt içi hasıllarının görece olarak küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırımların genel tutarı düşünüldüğünde, yatırım alan ülke ekonomisinin büyüklüğüne göre çok daha büyük bir çarpan etkisi yaratabilmektedir. Dünya Bankası rakamlarına göre 2017 yılında dünyadaki ülkelerin yurt içi hasıla toplamının % 2.296'sı doğrudan yabancı yatırım olarak başka ülkelere gitmiştir.



Şekil 2.5 Doğrudan Yabancı Yatırım: Net Çıkışlar (GSYİH'nin Yüzdesi)

Kaynak: The World Bank Data, Foreign direct investment, net outflows (% of GDP)

Yabancı yatırımcılar yatırım yaparken belli beklentiler içinde olmaktadır. Bunların arasında yatırım büyüklüğü ve beklenen nakit akışına bağlı kârlılık, söz konusu kârlılığın devamlılığı, mülkiyet haklarının korunması ve fon transferlerinin kısıtlanmaması sayılabilmektedir. Ev sahibi ülkeler de ayrıca yabancı yatırımlardan beklenti içindedirler. Bu beklentiler, ülkedeki sermaye açığının giderilmesi, yeni işkolları ve istihdamlar yaratılması ve teknoloji transferi sağlanması olarak sıralanabilmektedir.²⁵²

Doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülke üzerindeki etkisine ölçmek için yürütülen çalışmalar, amacına, miktarına, kaynağına, hedefine ve politik ortamına bağlı olarak, hem olumlu hem de olumsuz etkilere sahip olabileceğini göstermektedir.

²⁵² United Nations Conference on Trade and Development, "Foreign Direct Investment, the Transfer and Diffusion of Technology and Sustainable Development", UNCTAD, New York and Geneva, 2010, s. 1-24.

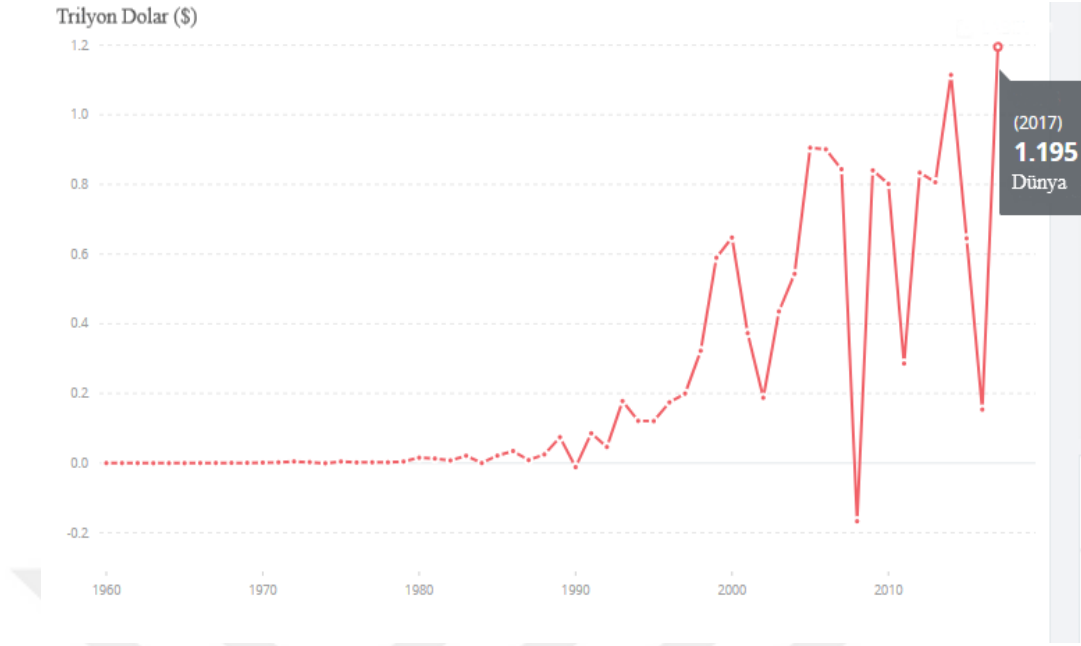
Yeni yabancı yatırımlardan kaynaklı teşebbüslerin yaratacağı rekabet ortamı, ev sahibi ülkede daha yüksek verimliliğe yol açabilmekteyken ve bu teşebbüslerin ülkedeki kurumsal yönetim standartlarını da geliştirebileceği bilinmektedir. Ev sahibi ülkeler genellikle, yatırımları daha da artırmak için, doğrudan yabancı yatırımları altyapı ve enerji projelerine yönlendirmeye çalışmaktadırlar. Ayrıca, yabancı yatırımlar sayesinde eğitim seviyesi artarken, iç pazar için daha ileri teknolojinin kullanılabilirliği, araştırma ve geliştirme faaliyetleri yoluyla yumuşak ve komplike teknolojik becerilerin ev sahibi ülkeye transferine olanak sağlanabilmektedir. Bunun yanında yerel nüfus, yeni işletmelerin yarattığı istihdam fırsatlarından yararlanabilmektedir. Ancak sonuçları öngörülememiş doğrudan yabancı yatırım doğal kaynakların aşırı şekilde tükenmesi gibi çevresel felaketlere örneğin; büyük ölçekli ticari projelerle suyun doğal yaşamı tehlikeye atıcı miktarda tüketilmesi gibi endişeler söz konusu olabilmektedir. Ev sahibi ülkeler, koruyucu önlemler almaz ise ülke için hayati öneme sahip sektörlerin kontrolünü yabancı yatırımcılara kaptırılabilir. Ülkelerin hızlı bir liberalleşme süreciyle ekonomilerini yabancı yatırımcılara açmaları, enflasyon ve volatilité sorunlarına sebep olabilmektedir. Yerel işletmeler, daha büyük çok uluslu rakiplerin uyguladıkları baskıdan dolayı ciddi rekabet dezavantajlarına sahip olabilmektedirler.²⁵³

Yabancı portföy yatırımları, doğrudan yatırım olarak kaydedilen sermaye hareketleri dışındaki hisse senetlerini, yerel borsadaki hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından doğrudan satın alınması dahil pay senetlerini, emanet makbuzları içermektedir. Portföy yatırımcıları tipik olarak, işletmenin karar alma süreçlerinde, gelecekteki nakit akışları ve pozisyon fiyatlamalarında oynaklıklar için daha az bir rol oynayabilmektedirler. Portföy yatırımları, finansal piyasalara doğrudan erişim imkânı sağlaması ve dolayısıyla likidite ve esneklik sağlaması bakımından diğer yatırımlardan farklı olmaktadır. Finansal piyasalarda ve borsalarda gerçekleşen işlemler olması sebebiyle belirli aracı kurumların devrede olması, bunun yanında düzenleyici ve denetleyici kurumların sürekli gözetimde olması, türev araçlarla

²⁵³ Srijanee Bhattacharyya, May Slaughter “Legal Regimes Governing Foreign Direct Investment (FDI) in Host Countries” **Advocates for International Development**, 2012, s.2-7.

risklerin dengelenmesi gibi unsurlarla desteklenebilmesi gibi faktörler dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımlara göre daha likit olabilmektedirler. Hisse senetleri ve menkul kıymetleri, genellikle organize piyasa ve borsalarda veya “tezgâh üzerinde” pazarlık yapılabilecek ve işlem görecektir şekilde tasarlanmış ürünlerdir. Menkul kıymetlerin pazarlığı, alım veya satımı kolay ürünlerdir, bu nedenle menkul kıymetlerin tarihlerde farklı taraflarca elde tutulduğu çokça görülmektedir. Serbest piyasalar, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmelerine ve yatırımlarını kolayca geri almalarına ve yatırım kararlarını değiştirmelerine kolayca olanak sağlar. Şekil 2.6’da dünya çapında portföy yatırımları Amerikan Doları cinsinden net girişleri bulunmaktadır. Grafikten de görüleceği üzere 90’larla birlikte dünyada yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve sermaye hareketlerinin giderek artan bir trend izlediği görülebilmektedir. Bunun yanında kriz dönemlerinde bu tip yatırımların negatife döndüğü görülebilmektedir. 2017 yılında 1.195 trilyon dolarlık bir yatırımın yapıldığı görülmektedir.

Küresel ekonomiye olan bağlılık arttıkça, ulusal refahı ve sürdürülebilirliği teşvik eden istikrarlı ve iyi düzenlenmiş doğrudan yabancı yatırım rejimlerine ve uygulamalarına artan bir ihtiyaç bulunacaktır. Bu sürekli gelişim ve değişim ortamı doğrudan yabancı yatırımcıları ve ev sahibi ülkeler için hem uluslararası hem de ulusal düzeyde etkilenmesi, iki taraf içinde fırsatlar ve dezavantajlar doğuracaktır.



Şekil 2.6 Portföy Yatırımları: Net Girişler (GSYİH'nin Yüzdesi)

Kaynak: The World Bank Data, Portfolio equity, net inflows (BoP, current US\$)

2.2.6.1 Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri

Ev sahibi bir ülkeye gelen yatırımlar nitelik ve tür açısından çeşitlilik gösterebilmektedir. Özel ve resmi sermaye hareketleri olarak genel kapsamlarda sınıflandırabileceğimiz uluslararası sermaye hareketleri, birçok farklı metot ile gerçekleşebilmektedir.

Özel sermaye hareketleri, para ve sermaye piyasalarının durumuna göre belirli ticari kazanç beklentileri paralelinde hareket eden, yardım ve hibe niteliğinde olmayan yabancı yatırımlardır. Bu tarz yatırımlara örnek olarak çok uluslu şirketlerin, özel fonların ve yabancı sermayedarların; satın alma birleşme hamleleri, şirket kurması, ortak girişimler içinde bulunması, özelleştirmeler sonrası edinimleri, mevcut operasyonlarını daha da genişletmesi ve lisans anlaşmaları örnek olarak verilebilmektedir. Ayrıca fon sahiplerinin yaptıkları tahvil, bono ve hisse senedi gibi yatırımlar da bu kapsamda yer almaktadır. Diğer bir ifade ile yabancı bir ülkede çıkarılan bir hisse senedine yapılan yatırımda bir uluslararası sermaye hareketidir.

Resmi sermaye hareketleri ülkelerin kalkınma ve gelişme için ihtiyaç duydukları fon kredi ve hibelere denmektedir. Bu tür fonlar devletler ve daha çok devlet üstü kurumlardan gelmektedir. IMF, OECD ve WB, Avrupa Birliğinin yardım ve kalkınma kredileri resmi sermaye hareketlerine örnektir.

2.2.6.2 Yabancı Yatırımı Etkileyen Faktörler ve Ülke Markalaşması

Uluslararası yatırımcılar bir ülkeye yatırım yaptıklarından aslında o ülke ile birlikte aynı gemiye binmektedirler. Diğer bir deyiş ile yatırım beklentileri ülkenin gidişatı ile büyük oranda benzer olmaktadır. Sermaye kontrollerinin küresel olarak gevşetilmesi ile birlikte Çin, Hindistan, Brezilya, Meksika, Orta ve Doğu Avrupa gibi büyük gelişmekte olan pazarların yatırımcılara açılması, yabancı sermayenin aktif olarak sınırları daha da kolay bir şekilde aşmasıyla sonuçlanmıştır. Ancak sermayenin bir ülkeden diğerine gitmesinde bazı faktörler etki etmektedirler. Bu faktörler ülke riskine benzemekle birlikte, yatırımın cinsi ve niteliğine göre bazı özel faktörler de eklenebilmektedir.

Politik faktörler yatırımı etkileyen en büyük değişken olmaktadır. Yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkede politik olarak istikrar beklemektedirler. Siyasi ve sosyal alandaki istikrar, özellikle yabancı yatırımcılar tarafından yatırım kararı alınması ve yatırımın devamlılığı ve sürekliliği açısından dikkatle izlenmektedir.²⁵⁴

- Ticaret Politikaları
- Özelleştirme politikaları
- Anayasanın işleyişi
- Yozlaşma
- Hukuk ve insan hakları
- Sosyal hayattaki istikrar

²⁵⁴ Madura, **International Financial Management...**, s. 446-451.

- Savaş ve barış, etnik ve dini gerilimler, terörizm

Makro-mikro ekonomik ve finansal faktörlerin istikrarı uluslararası yatırımların mevcut ülkede daha uzun kalmasında pozitif bir etkiye sahiptir. Bunun sebebi değerlemede de sıkça değinilen nakit akışlarındaki beklentilerin sapmadan öngörülmesidir. Bunun yanında istikrarlı ve gelişen bir ekonomi büyüyen bir pazara da öncülük etmektedir. Ekonomik faktörlerin altında aşağıdaki veriler yatırım kararın alınmasında ve devamlılığında çok önemlidir.²⁵⁵

- Enflasyon
- Ödemeler dengesi
- Döviz kurları
- Faiz oranları
- Ekonomik büyüme
- Sermaye açıkları
- Finansal piyasaları, sermaye piyasaları ve tasarruf oranları
- İstihdam oranı ve iş gücü maliyeti
- Vergi hukuku ve muhasebe standartları
- Milli hasıla

Ev sahibi ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları etkileyen yasal ve düzenleyici faktörler de bulunmaktadır. Hatta yasa ve yönetmelikler alınan doğrudan yabancı yatırımları miktarının ve kalitesinin temel belirleyicisi olabilmektedir. Bir ülkenin doğrudan yabancı yatırımları düzenleyen yasal rejimleri kabul etmesi doğrudan yabancı yatırımların o ülkeye gelmesini teşvik edebilmektedir. Genel olarak, bu yasal rejimler aşağıdakileri içeren bir dizi bileşenden oluşmaktadır:²⁵⁶

- Bölgesel serbest ticaret anlaşmaları
- Çok taraflı ve iki taraflı yatırım anlaşmaları
- Özel yatırım mevzuatları ve düzenlemeleri

²⁵⁵ Madura, **International Financial Management...**, s. 450-451.

²⁵⁶ Bhattacharyya ve Slaughter “Legal Regimes Governing Foreign Direct Investment (FDI) in Host Countries”..., s. 2-7.

- Yurtiçi ticari yasalar, fikri ve sınai mülkiyet hakları, vergi yasaları, emek ve iş yasaları, çevre kanunları
- Global veya lokal piyasalara giriş imkanları

Vergi yasalarının esnek olması, çevre koruma hakkındaki kanunların kısıtlayıcı olmaması, bilgi ve teknoloji açığı, hammaddeye yakınlık, uzmanlaşmış iş gücü, lojistik ve operasyonel avantajlar gibi yatırımın niteliği gereği özel nedenler de ayrıca doğrudan yabancı yatırımların bir ülkeyi tercih etmesinde etkili olabilmektedir.

Ülkeler uluslararası rekabet edebilirliklerini artırmak için, piyasa koşullarında iyileştirmeler, işletme maliyetlerini azaltma politikaları, vergi indirimleri, teşviklerin dağıtımı ve yatırım işini daha sistematik bir şekilde pazarlamaya çalışmak gibi çeşitli yaklaşımlara odaklanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımcıyı çekmeyi amaçlayan faaliyetler ülke markalaşmasına yol açmaktadır. Ülke markasının amacı, ülke kimliği ve ülke insanı için pozitif bir ulus imajını teşvik etmek, ulus marka kimliğini oluşturmak, ülkeye yabancı kaynak getiren faaliyetleri geliştirmek; ürünlerinin ihracatını artırmak, turistleri çekmek ve özellikle doğrudan yabancı yatırımların ülkeye akmasını sağlamaktır. Her ülke, uluslararası hedef kitlesi arasında olumlu-olumsuz, kesin, güçlü veya zayıf ve benzeri olabilecek bir imaja sahiptir. Hiper-rekabetçi olan günümüz küresel düzenindeki ülkeler, yeni sermayeyi çekmek için iyi bir imaja ihtiyaçları olduğunu ve bunun ülke markalamasının bir parçası olarak yönetilmesi gerektiğini göz önünde bulundurmalılardır.²⁵⁷

Doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı yapmak ülke risklerini ciddi şekilde içermektedir. Dış yatırım kararı alan bir yatırımcı bu yatırımı ev sahipliği yapacak ülkeden genel anlamda istikrar beklemektedir. Bu da ev sahibi ülke için ekonomi ve politikada tutarlık gerektirmektedir. Bunu ise edinilmiş imtiyazlar ve

²⁵⁷ Nicolas Papadopoulos ve diğ., “Nation Branding for Foreign Direct Investment: an Integrative Review and Directions for Research and Strategy”, **Journal of Product & Brand Management**, 2016, Vol.25, s. 615–628.

kazanılmış hakların devamlılığı; politik organların başına buyruk keyfi uygulamalarda bulunmayacağıının garantisi izlemektedir. Yabancı sermayenin aradığı bu konforun yanı sıra alt yapı, enerji, pazar ve pazara yakınlıkta bir o kadar önemli olmaktadır. Ucuz iş gücü, eğitimli personelin ülkedeki mevcudiyeti, hammadde kaynakları da diğer mekanik unsurları oluşturmaktadır. Liberalleşme sürecine giren ülkeler yabancı yatırımcılar için iyi bir iş ortamı oluşturmaktadır ve liberalleşme süreci öncesine göre ciddi oranlarda yabancı yatırımlar çekmektedirler.



3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Siyasi güvensizliğin gittikçe arttığı bir dünyada, uluslararası aktörler, potansiyel genişlemelerini yönlendirecek bir karar alma aracı sağlamak için siyasi risk analizine yönelmektedirler. Bununla birlikte, politik güvensizlik küreselleşme ile dünya genelinde belirgin bir şekilde genişlediğinden, bir disiplin olarak politik risk analizi, siyasi riskleri tanımlamak ve bir operasyonun karlılığını değerlendirmek için orijinal bir mekanizmadan, bir yöneme dönüşmüştür. Bu bağlamda 3. bölüm genel olarak belirli kategoriler ışığında yabancı yatırımlar üzerinde etki eden ana politik risk göstergelerini incelemeyi amaçlamaktadır.

3.1 Araştırmanın Amacı ve Araştırma Sorusu

Ekonomik ve finansal açıdan risk unsurları oldukça kapsamlı bir şekilde çalışılmış olsa da politik riskler küreselleşme hareketleri öncesinde veri eksikliği nedeniyle hem dünyada hem de ülkemizde fazla dikkat çekememiştir. Küreselleşme olgusu ile birlikte doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy sermayesi yatırımları ilgilenilen bir konu olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar 80'lerle birlikte ticari bankaların ve kurumların geliştirmekte olan ekonomilerdeki şirket ve kuruluşlara borç vermesiyle başlamış, liberal ekonomilerin teşviki adı altında ülkeleri yabancı sermaye kısıtlamaları hafifletmeye ve yabancı sermayeyi çekmek için vergi teşvikleri ile beraber yatırım sübvansiyonları teklif etmeye zorlamıştır. Günümüzde özellikle geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik gelişimi büyük ölçüde kârlı yatırım yapma ve sermaye biriktirme olasılığına bağlı olmaktadır. Yabancı sermayeye ve yatırımlara izin vermek, o ülkenin kullanılamayan fırsatları kullanmasına izin verebilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, ev sahibi ülkelerin Gayri Safi Yurtiçi Hasılasına (GSYİH) döviz rezervleri getirerek ve yerel ekonomiler için Ödemeler Dengesinin (BoP) iyileştirilmesine olumlu katkıda bulunmaktadır. Yabancı firmaların ev sahibi ülkelere daha ileri teknoloji ve yönetim uygulamaları getirebilmesi nedeniyle teknolojik ilerleme oranı yabancı yatırımlarla birlikte artabilmektedir. Doğrudan

yabancı yatırımlar, teknolojinin ve işletme bilgisinin daha az gelişmiş ekonomilere transferini kolaylaştırabileceğinden bunun sonucu olarak, zengin ve fakir ülkeler arasındaki uçurumları azaltılabilmektedir. Ek olarak yabancı yatırımlar ile gelen bilgi ve birikim yerel sektörler yayılabilmekte ve böylece, süreçte daha fazla firmanın verimliliğini artabilmektedir.²⁵⁸

Teorik olarak, yabancı yatırımların en önemli iki belirleyicisi ev sahibi ülkenin büyüklüğü-büyümesi ve maliyetlerdeki rekabetçiliğidir. Ampirik çalışmalar, doğrudan yabancı yatırımların gideceği ülke belirlenirken pazar büyüklüğünü, işçi ücretleri ve politik istikrarın en belirleyici etmenler olduğunu söylemektedir.²⁵⁹ Ülkeler özelinde yapılan bir araştırmada ABD’den yapılan doğrudan yabancı yatırımlar temel olarak liberal ev sahibi hükümet politikalarına, teknolojik altyapıya, kalifiye işgücüne ve kültürel yakınlığa dayanmakta olduğunu ortaya koyulmuştur.²⁶⁰

Doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere akmasındaki ekonomik belirleyiciler önemli ölçüde analiz edilmiş olsa da siyasi kurumlardaki ve ev sahibi ülkelerdeki diğer ilgili politikalardaki değişikliklerin öneminin çok az ilgi görmesi şaşırtıcı olmuştur. Genel olarak Brewer politik riski, yurtdışında iş yapmakla ilişkili risklerin bir sonucu olarak açıklamaktadır.²⁶¹ Fitzpatrick'e göre, politik risk zaman içinde değişen süreçlere bağlı olarak ülkelerin içsel olumsuz hükümet eylemlerine odaklanmaktadır.²⁶² Simon, politik riski devlet faaliyetlerine bağlı siyasi olayların sebep olduğu sorunlar olarak tanımlamaktadır.²⁶³ Politik risk, hükümetlerin iktidarını kullanma konusundaki belirsizlikten ve bunun sonuçlarından kaynaklanmaktadır. Bir

²⁵⁸ Mashrur Mustaque Khan, Mashque Ibne Akbar, “The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment”, **Munich Personal RePEc Archive MPRA**, 2013, MPRA Paper Vol. 47283, s.1-12.

²⁵⁹ Jhon H. Dunning, **Multinational Enterprises and the Global Economy**, 2nd Edition, Cheltenham UK, Edward Elgar Publishing Limited, 2008, s 317.

²⁶⁰ Khan ve Akbar, “The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment”..., s. 1-12.

²⁶¹ Thomas L. Brewer, “Political Sources of Risk in the International Money Markets: Conceptual, Methodological and Interpretive Refinements” **Journal of International Business Studies**, 1983, Vol. 14, s. 161–164.

²⁶² Mark Fitzpatrick, “The Definition and Assessment of Political Risk in International Business: A Review of the Literature”, **Academy of Management Review**, 1983, vol.8 s. 249–254.

²⁶³ Simon, D. Jeffrey, “Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects” **Columbia Journal of World Business**, 1982 Vol. 3, s. 62-71.

ülkedeki sivil toplum oyuncuları ayrıca politik riski tetikleyebilir. 1990'larda, politikayla ilgili değişkenlerin yabancı yatırım akışları üzerindeki etkisine dair mevcut çalışmaların çoğu uluslararası ülke çalışmalardan oluşmaktaydı.²⁶⁴ Bu çerçevede, ülke kurumlarındaki belirsizlik ile özel yatırımlar arasında negatif bir bağlantı olduğu bulunmuştur.²⁶⁵ Jun ve Singh 31 adet gelişmekte olan ülkeye yapılan yabancı yatırımlar ile bazı politik risk alt bileşenlerinin regresyon testlerini yapmış ve yüksek politik risk taşıyan ülkelerin daha az doğrudan yatırım aldıklarını söylemişlerdir.²⁶⁶ Benzer şekilde, Gastanaga ve diğerleri daha düşük bir örneklem ile çeşitli siyasi değişkenlerle yabancı yatırım girişleri arasındaki bağlantıyı incelemişlerdir. Düşük yolsuzluk, iyi ticaret hukuku uygulamaları ve düşük kamulaştırma riskinin daha yüksek yabancı yatırımcı girişiyle sonuçlandığını söylemişlerdir.²⁶⁷ Doğrudan yabancı yatırımlar ile fikri mülkiyet koruması arasında pozitif ilişki²⁶⁸, yolsuzluk ve yozlaşma ile ise negatif ilişki olduğu ortaya koyulmuştur.²⁶⁹ Habib ve Zurawicki, yolsuzluğun 89 ülke için doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz yolsuzluğun FDI üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu göstermiştir. Sonuçlarında yabancı yatırımcıların ahlaki zorunluluklar ve yolsuzluğun ortaya çıkarabileceği daha büyük sorunlar nedeniyle yolsuzluktan kaçındığını söylemektedirler. Bunun yanında yabancı yatırımcılar yolsuzluktan kaçınmaktadırlar çünkü bu durum giderek yönetilmesi daha da zor bir hale gelebilirken aynı zamanda düşünüldüğünden uzun vadede riskli ve maliyetli olabilmektedir.²⁷⁰

²⁶⁴ Matthias Busse, Carsten Hefeker, "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", **Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA), HWWA Discussion Paper**, 2005, Vol. 315, s.1-24.

²⁶⁵ Aymo Brunetti, Beatrice Weder "Investment and Institutional Uncertainty: A Comparative Study of Different Uncertainty Measures", **Weltwirtschaftliches Archiv**, 1998, Vol. 134, s. 513-533.

²⁶⁶ Kwang Jun, Harinder Singh, "The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries" **Transnational Corporations**, 1996, Vol. 5, s. 67-105.

²⁶⁷ Viktor Gastanaga ve diğ., "Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make?", **World Development**, 1998, Vol. 26, No. 7, s. 1299-1314.

²⁶⁸ Jeong-Yeon Lee, Edwin Mansfield, "Intellectual Property Protection and U.S. Foreign Direct Investment", **Review of Economics and Statistics**, 1996, Vol. 78, s. 181-186.

²⁶⁹ Shang Jin Wei, "How Taxing is Corruption on International Investors?", **Review of Economics and Statistics**, 2000 Vol. 82, s. 1-11.

²⁷⁰ Mohsin Habib, Leon Zurawicki, "Corruption and Foreign Direct Investment.", **Journal of International Business Studies**, 2002, Vol. 33, s.291-307.

Komünizmin çöküşüyle birlikte politik değişimler birçok ülkede piyasaya yönelik ekonomik ve mali reformların gerçekleştirilmesini tetiklemiştir, bu durum gelişmekte olan Doğu Avrupa, Latin Amerika, Asya ve Afrika pazarlarına büyük miktarda dış sermaye akışı ile sonuçlanmıştır.²⁷¹

Bir ülkede politik riski artırabilecek birçok faktör vardır. Bu riskler temelsiz politik kararlar, politik çatışmalar, politikaya askeri müdahale, yaygın iş koşullarını bozan ve sonuçta yatırımcı, ihracatçı ve alacaklılara zarar veren nakit akışlarını bozan durumları içerebilmektedir. Finansal piyasaların, bir ülkenin siyasetiyle ilgili haber akışlarına kolayca yanıt verdiği görülmektedir. Kısa vadeli krediler ve portföy yatırımları, ekonomik ortam veya yatırımcıların algısı değiştiğinde finansal ve ekonomik krizlere yol açan ani geri dönüş ve piyasadan çıkış riskleri taşımaktadır.²⁷² Bu tip yatırımlar teoride doğrudan yabancı yatırımlara göre daha hareketli olduğu için politik risklere daha hızlı tepkiler verebilmektedirler. Bu nedenle, ülkelerin öncelikle doğrudan yabancı yatırımları çekmeye çalışmaları ve diğer finansman kaynaklarını kabul etme konusunda çok dikkatli olmaları önerilmektedir. Ramcharran, 21 gelişmekte olan ülke piyasasını incelemiş, Avrupa Kredi Derecelendirme ajansının verilerini politik risk unsuru olarak kullanmış ve riskin gelişmekte olan piyasa getirileri üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.²⁷³ Lam & Zhang, 1995-2006 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda politika belirsizliğinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini araştırmıştır. PRS Group' un ICRG veri serinden hükümet istikrarı ve bürokrasinin kalitesi verilerini politik risk unsuru olarak kullanılmışlardır. Bürokrasi kalitesindeki bir standart sapma artışının yılda % 27'lik bir değişim sağladığını, hükümet istikrarı için ise % 7,8 olduğunu buldular.²⁷⁴ Son dönemde yaşanan büyük siyasi olayların piyasa getirileri üzerindeki etkisini vurgulamak gerekirse; Brexit ve Kırım'daki Rus askeri harekâtı iyi birer örnek

²⁷¹ Harri Ramcharran, "Estimating the Impact of Risks on Emerging Equity Market Performance: Further Evidence on Data from Rating Agencies", **Multinational Business Review**, 2003, Vol.11, s. 77-90.

²⁷² Busse ve Carsten Hefeker, "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment"..., s.1-24.

²⁷³ Ramcharran, "Estimating the Impact of Risks on Emerging Equity Market Performance: Further Evidence on Data from Rating Agencies"..., s. 77-90.

²⁷⁴ Swee-Sum Lam, Weina Zhang, "Does Policy Uncertainty Matter for International Equity Markets?", Working Paper, National University Of Singapore, Singapore, 2014, s. 1-48.

olmaktadırlar. Yatırımcılar İngiltere'den AB'de kalmak için oy kullanılmasını bekliyorlardı ancak beklenmeyen sonuç, varlık sınıfları arasında yeniden fiyatlama yapılmasına neden olmuştur. Brexit lehine oy kullanmanın diğer Avrupa Birliği üyelerini istikrarsızlaştıracığından korkan yatırımcılar yatırımlarını geri çektikleri için Avrupa hisse senedi piyasalarında genel olarak büyük bir düşüş yaşanmıştır. Benzer şekilde, Rusya'nın 2014'te Kırım'ı işgal etmesi, Rusya borsa endeksinin neredeyse %13 oranında düşmesine neden olmuştur. Döviz kuru piyasasında, Rus Rublesi Dolar'a karşı tüm zamanların en düşük seviyesine gerilemiştir.²⁷⁵

Bu araştırmanın amacı, 2002-2017 yılları arasında 16 yıl boyunca 79 ülkeyi kapsayan; politik risk ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY-FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (PSY- FPI- Foreign Portfolio Equity Investment) arasındaki pozitif-negatif veya anlamlı-anlamsız ilişkileri ülke sermaye piyasalarının gelişmişlik kategorileri ile gruplandırarak incelemeye çalışmaktadır. Daha spesifik olarak politik risk göstergelerini incelemek ve bu göstergelerin yabancı yatırım akışlarında gözlenen değişikliklerin diğer ilgili belirleyicilerini kontrol ettikten sonra yabancı yatırım girişleri için önemini tespit etmektir. Mantıksal olarak, politik riskin yabancı yatırımlar üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olacağı düşünülebilmektedir. Politik istikrarsızlık, ekonomik ortamdaki belirsizliği arttırmakta ve böylece yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkeye yatırım yapma isteklerini azaltmaktadır.

Araştırmanın ana sorusu “Ülkeler, sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre kategorize edildiğinde politik risk notlarıyla yabancı yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?” olarak belirlenmiştir. Bu amaçta hedefe ulaşmak için 5 alt soru sorulacaktır:

²⁷⁵ Muhammad Tahir Suleman, **The Effect of Political Risk on Emerging and Developed Markets**, Wellington, New Zealand, Publishing Limited, 2017, s 34.

- Yabancı yatırımlar üzerinden incelmesi yapılan ülkeler(dünya örnekleme) genel olarak politik riskler taşımakta mıdır? Taşımakta ise bunlar hangi tür politik risklerdir?
- Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olarak kategorize edilen ülkeler politik riskler taşımakta mıdır? Taşımakta ise bunlar hangi tür politik risklerdir?
- Gelişmekte olan piyasalar olarak kategorize edilen ülkeler politik riskler taşımakta mıdır? Taşımakta ise bunlar hangi tür politik risklerdir?
- 2. seviye gelişmekte olan piyasalar olarak kategorize edilen ülkeler politik riskler taşımakta mıdır? Taşımakta ise bunlar hangi tür politik risklerdir?
- Gelişmekte olan sınırında piyasalar olarak kategorize edilen ülkeler politik riskler taşımakta mıdır? Taşımakta ise bunlar hangi tür politik risklerdir?

Genel olarak bu çalışma politik risk endekslerini araştırmayı ve yabancı yatırımlar üzerinde etki eden ana politik risk göstergelerini incelemeyi amaçlamaktadır. Bununla beraber “Bir dizi ana yerleşik risk analizi çerçevesine bakarak, politik risklere ilişkin öngörü sağlayacak temel risk değişkenleri nelerdir?” sorusu ışığında; politik risk değişkenleri ana kategoriler altında belirlendiğinde ve aynı zamanda ülkeler sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre kategorize edildiğinde, politik riski analiz etmede kullanılabilecek değişkenler aranacaktır.

3.2 Araştırmanın Veri Setleri, Dizaynı ve Modeli

Bu araştırmanın amacı, 2002-2017 yılları arasında 16 yıl boyunca 79 ülkeyi kapsayan; politik risk ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI- Foreign Direct Investment) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI-Foreign Portfolio Equity Investment) arasındaki anlamlı-anlamsız ilişkileri ülke sermaye piyasalarının gelişmişlik kategorilerine göre gruplanarak incelemeye çalışmaktadır.

İngiltere merkezli küresel bir araştırma şirketi olan FTSE International Limited²⁷⁶ ülkeleri, sermaye piyasalarının gelişmişliğine göre; piyasanın kalitesi, büyüklüğü, tutarlılığı, istikrarı ve öngörülebilirliği, sermaye sınırlamaları ve piyasaya erişim özgürlüğü gibi belirli kriterler dâhilinde sınıflandırmaktadır.²⁷⁷ Bu kapsamda ülkeler 4 gruba ayrılmıştır. 2018 yılında piyasalarının FTSE ülke sınıflandırması aşağıda gösterilmektedir.²⁷⁸ Bu çalışmada söz konusu yıldaki sınıflandırma kullanılmıştır.²⁷⁹

- **Gelişmiş Ülkeler:** Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Hong Kong, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Singapur, Güney Kore, İspanya, Lüksemburg, İsveç, İsviçre, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri
- **Gelişmekte Olan Ülkeler:** Brezilya, Çekya, Yunanistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Güney Afrika Cumhuriyeti, Tayvan*, Tayland, Türkiye

²⁷⁶ FTSE Russell, Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu'nun (LSEG- London Stock Exchange Group) Bilgi Hizmetleri Bölümünün bir birimidir. FTSE Russell, tamamen LSEG'in bağlı ortaklığıdır.

²⁷⁷ **FTSE International Limited**, "FTSE Equity Country Classification Process"...,s.1-12.

²⁷⁸ Bakınız Ek-A FTSE International Limited Ülke Sınıflandırması 2018

²⁷⁹ **FTSE International Limited**, FTSE Equity Country Classification, <https://www.ftse.com/products/indices/country-classification>, Erişim tarihi: 05.10.2018.* Ayrıca ilgili linkten sınıflandırma süreci, sınıflandırma matrisi ve güncel sınıflandırma verilerine ulaşılabilir.

- **2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler:** Şili, Çin, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Kuveyt, Pakistan, Peru, Filipinler, Katar, Rusya, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan
- **Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler:** Arjantin, Bahreyn, Bangladeş, Botswana, Bulgaristan, Fildişi Sahili, Hırvatistan, Kıbrıs, Estonya, Gana, Ürdün, Kazakistan, Kenya, Letonya, Litvanya, Makedonya, Malta, Mauritius, Fas, Nijerya, Umman, Filistin, Romanya, Sırbistan, Slovakya, Slovenya, Sri Lanka, Tunus, Vietnam, İzlanda

Bu çalışma genel anlamda, gayri safi yurtiçi hasılayı(GDP) ve satın alma gücü paritesine dayanan kişi başına düşen gayri safi milli geliri (GNI,PPP) kontrol değişkeni olarak kullanıp politik risklerin yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini ölçmeye çalışmaktadır. Bu amaçla yabancı yatırım dataları, çalışmada değerlendirilen tüm ülkeler için bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir. Gayri safi yurtiçi hasılayı bir ülkenin büyüme verisi için hesaba katılan değerdir. Satın alma gücü paritesine dayanan kişi başına düşen gayri safi milli gelir(GNIPPP), gayri safi milli gelirin (GSMH),- satın alma gücü paritesi oranları kullanarak uluslararası dolarlara çevrilerek- uluslararası bir doların ABD'deki bir ABD dolar ile aynı GNI üzerindeki kişi başına düşen alım gücünü yansıtan bir veridir. GNIPPP'da gelir aynı cinse çevrildiği için market büyüklüğünü de kontrol etmek amaçlanmaktadır. Araştırmanın bağımlı ve kontrol değişken veri setleri Dünya Bankasına ait DataBank'tan elde edilmiştir. DataBank²⁸⁰ zaman serisi veri koleksiyonlarına basit ve hızlı erişim sağlayan çevrimiçi bir web kaynağıdır. Veri seçme ve görüntüleme, özelleştirilmiş sorgular gerçekleştirme, veri indirme, grafikler ve haritalar oluşturma konusunda gelişmiş işlevlere sahiptir. Kullanıcılar, seçtikleri ülke, gösterge ve yıla göre dinamik özel raporlar oluşturabilmektedir.²⁸¹

²⁸⁰ <https://databank.worldbank.org/>

²⁸¹ **The World Bank**, DataBank Home, <https://databank.worldbank.org/data/home>, Erişim tarihi:01.11.2018.

Siyasi anlamda yönetim, bir ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Bu durum genelde hükümetlerin seçimler ile seçildiği, izlendiği ve değiştirildiği süreci içerirken; hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin biçimde formüle etme ve uygulama kapasitesi, içerideki ekonomik ve sosyal etkileşimi yöneten kurumlara, sivil topluma ve vatandaşlara saygı duyması, belki de en önemli done olarak devlet ile kişi ve kurumlar arasındaki etkileşimin yönü ve cinsi politik riskin en büyük değişkeni olmaktadır. The Worldwide Governance Indicators (WGI), Daniel Kaufmann ve Aart Kraay tarafından başlatılmış bir araştırma veri setidir. Pablo Zoido ve Massimo Mastruzzi, WGI'nin geliştirilmesine ve güncellenmesine büyük katkılarda bulunmuştur. WGI, endüstrileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çok sayıda işletme, vatandaş ve uzman anket katılımcısı tarafından sağlanan yönetişimin kalitesi hakkındaki görüşlerini özetleyen özgür bir araştırma veri setidir. Bu veriler bir dizi anket enstitüsünden, düşünce kuruluşundan, sivil toplum kuruluşlarından, uluslararası kuruluşlardan ve özel sektör firmalarından toplanmaktadır. WGI, 32 adet²⁸² veri kaynağına dayanan birleşik bir yönetim göstergesidir. Bu veri kaynakları, Gözlemlenmemiş Bileşenler Modeli(Unobserved Components Model (UCM)) olarak bilinen istatistiksel bir metodoloji kullanarak altı göstergiyi oluşturmak için yeniden ölçeklendirmekte ve birleştirmektedir. Önce data kaynaklarından gelen dataların her biri ilgili altı indikatöre göre atanmaktadır. Daha sonra kaynak verinin ön ölçeklendirmesi 0 dan 1'e kadar olacak şekilde yapılmaktadır. Gözlemlenmemiş Bileşenler Modeli (UCM) olarak bilinen istatistiksel bir araç, 0-1 yeniden ölçeklendirilen verilerin kaynaklar arasında karşılaştırılabilir olmasını sağlamak ve ardından her ülke için her kaynaktan alınan verilerin ağırlıklı bir ortalamasını oluşturmak için kullanılmaktadır. WGI metodolojisinin tam bir açıklamasına sitelerinden ulaşılabilir.²⁸³ Dünya Bankası'nın bir gösterge datası olan WGI 1996-2017 döneminde 200'den fazla ülke ve bölge için altı geniş politik yönetim boyutu ile ilgili rapor hazırlanmaktadır. Bu çalışmada FTSE International'ın sermaye piyasalarının gelişmişliğine göre grupladığı ülkelerin

²⁸² Bakınız Ek-B1 WGI Data Sağlayıcıları ve Ek-B2 WGI'nin Güncellemesinde Kullanılan Veri Kaynakları ve Dâhil Oldukları Yılları Gösteren Bir Özet

²⁸³ **Worldwide Governance Indicators**, WGI Methodology, <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>, Erişim tarihi:01.11.2018.

2002-2017 yılları dâhil olmak üzere, WGI'ın datalarını bağımsız değişken olarak kullanılacaktır. WGI'ın 6 geniş boyut üzerinden tutulan dataları aşağıdaki gibidir.

İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA-Voice and Accountability): Bir ülkede yaşayan vatandaşların kendini yönetecek hükümetlerini seçebilmelerine, ifade özgürlüğüne, dernek kurma özgürlüğüne ve özgür bir medyaya duyulan inançları done olarak kabul etmektedir.²⁸⁴

Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS-Political Stability and Absence of Violence/Terroism): Terörizm de dâhil olmak üzere siyasi istikrarsızlık ve / veya siyasi güdümlü şiddet olasılığının algılarını ölçmektedir.²⁸⁵

Hükümetin Etkinliği(WGIGE-Government Effectiveness): Kamu ve sivil hizmetlerinin kalitesi ve hizmetlerin siyasi baskılardan bağımsızlığının derecesi, politika oluşturma ve uygulama kalitesi ve hükümetin bu politikalara bağlılığının güvenilirliğini ölçmektedir.²⁸⁶

Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ-Regulatory Quality): Hükümetin özel sektör gelişimini mümkün kılan ve teşvik eden sağlam politikalar ve düzenlemeler oluşturma ve uygulama becerisine ilişkin algıları ölçmektedir.²⁸⁷

Hukukun Üstünlüğü(WGIRL- Rule of Law): Toplum kurallarına güvene ve yasaların uygulanmasına, özellikle de ticari sözleşme uygulamalarının kalitesine, mülkiyet haklarına, polise ve mahkemelere güvene, ayrıca suç ve şiddet olasılığına ilişkin algıları ölçmektedir.²⁸⁸

²⁸⁴ Bakınız Ek-C1 İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik Data Kaynakları ve Doneleri

²⁸⁵ Bakınız Ek-C2 Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik Data Kaynakları ve Doneleri

²⁸⁶ Bakınız Ek-C3 Hükümetin Etkinliği Data Kaynakları ve Doneleri

²⁸⁷ Bakınız Ek-C4 Düzenleyicilik Kalitesi Data Kaynakları ve Doneleri

²⁸⁸ Bakınız Ek-C5 Hukukun Üstünlüğü Data Kaynakları ve Doneleri

Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC-Control of Corruption): Hem küçük hem de büyük yolsuzluk biçimlerinin yanı sıra devletin seçkinler ve özel çıkar grupları tarafından "ele geçirilmesi" de dâhil olmak üzere, kamu gücünün bu çıkar grupları tarafından ne ölçüde kullanıldığına dair algıları ölçmektedir.²⁸⁹

Siyasi istikrarsızlık, zayıf kanunlar ve düzenlemeler, devlet bütçesinin güvenilirliği, seçimlerin dürüstlüğüne güvensizlik, şeffaflığın yoksunluğu, bürokratik bozulma, yozlaşma, ticaret politikası, terörizm, protesto ve isyanlar, savaş, vergi tutarsızlıkları, şiddete dayalı suçlar, organize suçlar, müsadere ve kamulaştırma vb. gibi farklı durumlar ve olaylar yüksek politik riski ortaya çıkabilmektedir. Yine teorik politik risk ne kadar yüksek olursa, ev sahibi ülke ekonomisine yapılan yatırımlar o derece azalacaktır. Dolayısıyla, politik riskin yabancı yatırımları etkileyen önemli bir faktör olduğu söylenebilmektedir. Analiz bölümünde uygulanan temel araştırma modelleri aşağıdaki gibidir:

$$FDI_{it} = \alpha + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 GNI_{it} + \beta_3 PR_{kit} + \epsilon_{it}$$

$$FPI_{it} = \alpha + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 GNI_{it} + \beta_3 PR_{kit} + \epsilon_{it}$$

FDI: Doğrudan Yabancı Yatırımların e Tabında Logaritması

FPI: Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımlarının e Tabanında Logaritması

GNI: Satın Alma Gücü Paritesine Dayanan Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Gelirin e Tabında Logaritması

GDP: Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın e Tabında Logaritması

PR: İlgili Ülke Politik Risk Bileşeninin e Tabında Logaritması

k: Politik risk bileşeni (İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL), Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC))

i: Ülke

t: Yıl

²⁸⁹ Bakınız Ek-C6 Yolsuzluğun Önlenmesi Data Kaynakları ve Doneleri

Yabancı yatırımlar(Doğrudan Yabancı Yatırımlar -FDI- Foreign Direct Investment ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları -FPI-Foreign Portfolio Equity Investment) modelde bağımlı değişken olarak kullanılmışlardır. GDP ve GNI kontrol değişkeni olarak kurgulanırken, Politik Risk Bileşenleri(PR) bağımsız değişken olarak modellenmişlerdir. Araştırmada kullanılan değerlerin hepsinin çok büyük rakamlar olması, varyansı dengelemek ve daha simetrik dağılımlar oluşturmak amacıyla tüm değişkenlerin e tabanında logaritması alınmıştır, böylece ilgili katsayıların aşırı değerlerden sapmalı olarak etkilenmeyeceği varsayılmıştır.

Çalışmada her bir politik risk bileşeni ayrı ayrı olarak incelenecektir. Bunun sebebi politik risk bileşenleri arasında olması beklenen güçlü kolerasyonlardır. Bunun yanında bir de bileşik risk incelemesi yapılacak, ancak hipotez olarak testlere tabi tutulmayacaktır. Politik risk puanları 0'dan 100'e kadar değerler almıştır. 100 en iyi uygulamaya 0 ise en kötü uygulamaya referans oluşturmuştur. Çalışma zaman çizgisi içinde gruplanmış bir dizi ülkeyi incelediğinden, verileri panel haline getirme çalışma için daha uygun bir yöntem olarak düşünülmüştür.

Araştırmada kullanılacak testler değişkenler arasındaki korelasyonu ölçmek amacıyla ilk olarak her grup için Spearman's rho testi yapılacaktır. Spearman's rho testinin seçilme nedeni bağımlı değişkenlerin normal dağılmaması ve rho testinin veri setleri arasındaki istatistiksel ilişkiyi bağıntı ile açıklayan iyi bir nonparametrik test olması dolayısıyladır. İki değişken arasındaki ilişkiyi açıklamaya yarayan Spearman's rho testi, özellikle sıralı ve sürekli monotonik ilişkinin incelendiği bu bağıntı analizinde değişkenler arası bağıntının açıklanmasında kullanılırken; rho testinde “(p)” değerinin (-)1 ve (+)1'e yakın olması, ilişkin ne derece güçlü olduğunu göstermektedir.

Araştırmada regresyon analizleri tüm değişkenleri yedili optimal ölçeklere çevirerek yapılacaktır. Bunun sebebi normal dağılım sergilemeyen bir data setinin normal hale getirilmesine olanak sağlaması ve ilişki analizlerinde bu tip bir optimal ölçeklemenin daha net sonuçlar vermesidir. Hollanda'daki Leiden Üniversitesi Sosyal ve Davranış Bilimleri Fakültesi tarafından geliştirilen (Data Theory Scaling System

Group (DTSS)) CATREG* normal dağılmayan nümerik verilerin optimal ölçeklere çevrilerek analizlerinin yapılmasına olanak sağlamaktadır.²⁹⁰ Ölçeklendirme her FTSE International Limited ülke grubu için tekrardan yapılacaktır. Ölçeklendirmenin nasıl yapıldığı ile ilgili örnek eklerde mevcuttur.²⁹¹ Çalışmadaki tüm analizler IBM Statistics SPSS 22 programı kullanılarak gerçekleştirilecektir.

*Credit
CATREG Version 3.0 by Data Theory Scaling System Group (DTSS) Faculty of Social and Behavioral Sciences Leiden University, The Netherlands

3.3 Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları

Bu araştırmanın sınırlandırdığı alan politik değişkenlere bağlı olması nedeniyle oldukça değişken nitelikler taşıyabilmektedir. Başka bir değişle dramatik değişiklikler bazen sıklıkla meydana gelebilmektedir. Bu nedenle, çalışmanın içeriğini 2002-2017 tarihleri arasında sınırlandırmak araştırmayı daha yönetilebilir ve daha az dağınık hale getirecektir. Araştırma tarihleri sonrasında gerçekleşen gelişmeler ve değişimler hakkında fikir edinmek için veriler yeniden incelenmelidir.

Araştırmada dünyadaki tüm ülkeleri temsil etmemektedir, ancak büyük bir çoğunluğunu kapsamaktadır. Dünya grubu temel şekilde yalnızca FTSE International Limited'in ülkeleri, sermaye piyasaların gelişmişliğine göre sıralamasında yer alan ana kütleyi nitelemektedir. FTSE International Limited ülke gruplandırmalarını belirli periyotlar ile güncellemektedir. Araştırma sonrasında gerçekleşen gelişmeler ve değişimler hakkında fikir edinmek için veriler yeniden incelenmelidir.

²⁹⁰ Jacqueline J. Meulman, "Optimal Scaling Methods for Multivariate Categorical Data Analysis", **SPSS Inc. SPSS White Paper**, Data Theory Group Faculty of Social and Behavioral Sciences Leiden University, The Netherlands, 1998, s.1-12.

²⁹¹ Bakınız Ek-D Dünya Grubu Değişkenleri İçin Optimal Ölçekleme Örneği

Modern rekabet dünyasında risk yönetim ve danışmanlık şirketleri, think-tanklar, benzer şekilde politik endeks tutan ve rapor hazırlayan şirketler; genellikle ürünlerini fikri mülkiyet haklarının bir parçasını olarak gördükleri için bu risk çerçevelerinin bireysel araştırmacılar tarafından elde edilmesini oldukça zorlaştırmaktadır. WGI'nin yararlandığı bazı veri kaynakları telif haklarına tabidir. Bu nedenle çalışmada genel bir data çerçevesi kullanılmıştır. Bu sebeple WGI'ya data sağlayan 32 adet ayrı kuruluşun her birinin ayrı ayrı çalışmayı temsil ettiği söylenememektedir.

Altı bileşik WGI ölçümü, ülkeler arası karşılaştırmalar ve zaman içindeki geniş eğilimleri değerlendirmek için bir araç olarak kullanışlı olmaktadır. Ancak, belirli ülke bağlamlarında belirli yönetim reformlarını formüle etmede yararlı olacak doneleri belirlemek için bazen küt bir durum oluşturabilmektedir. Reformları net olarak belirlenmesi ve ülke ilerlemelerinin değerlendirilmesi, belirli ülke koşullarında politik yönetimle ilgili kısıtlamaları tanımlayabilen çok daha ayrıntılı ve ülkeye özgü teşhis verileri ile bilgilendirilmelidir. WGI, genellikle sadece tek bir ülke için daha ayrıntılı yönetim önlemleri oluşturmak için çok sayıda başka çabayı tamamlayıcı niteliktedir. Veri kullanıcıları ayrıca, verilerle tanımlanan belirli güçlü ve zayıf alanlarla ilgili daha fazla bilgi edinmek için bileşik WGI puanlarının altında yatan ayrı göstergelere bakmaları konusunda teşvik edilmektedir. Araştırma sonucunda bir ülke grubu için ortaya çıkabilecek sonuçlar tek tek o gruptaki ülkeleri nitelenebilmektedir. Bu tarz bir yargı için verilerin o ülke özelinde ayrıca incelenmesi gerekmektedir. Araştırmanın genellemeleri sadece ülke gruplarıyla ilgilidir.

Politik veriler WGI'ya veri gönderen kuruluşların kendi politik görüşlerini yansıtabilmektedir. Bununla beraber ülke gruplandırmaları da gruplamayı yapan kuruluşun kendi politik görüşlerini yansıtabilmektedir.

Tayvan'ın verileri Çin'in ilgili ülkeye muhalefeti nedeniyle Dünya Bankası data setlerinde yer almadığı için çıkartılmıştır.

Araştırma dataları 21.11.2018 tarihinde hazırlanmıştır. Bu tarihten sonra yapılan veri girişleri ve data güncellemeleri dikkate alınamamıştır.

Bu araştırmanın kapsamı yabancı yatırımlar ile altı ana bileşik WGI ölçümü arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmektedir. Politik risklerin yabancı yatırımları ne şekilde etkilediğine dair bir çıkarım eşliğinde, doğru kabul edilen politik yönetim uygulamalarının yabancı yatırımlar ile ödüllendirilip ödüllendirilmediğinin ve piyasa gelişmişlik seviyesi ile yabancı yatırımlar arasındaki bağlantının ortaya konulması amaçlanmaktadır.

3.4 Araştırmanın Hipotezleri ve Varsayımları

Siyasi istikrarsızlık, zayıf kanunlar ve düzenlemeler, devlet bütçesinin güvenilirliği, seçimlerin dürüstlüğüne güvensizlik, şeffaflığın yoksunluğu, bürokratik bozulma, yozlaşma, ticaret politikası, terörizm, protesto ve isyanlar, savaş, vergi tutarsızlıkları, şiddete dayalı suçlar, organize suçlar, müsadere ve kamulaştırma vb. gibi farklı durumlar yüksek politik riski ortaya çıkabilmektedir. Yine teorik politik risk ne kadar yüksek olursa, ev sahibi ülke ekonomisine yapılan yatırımlar o derece azalacaktır. Dolayısıyla, politik riskin yabancı yatırımları etkileyen önemli bir faktör olduğu söylenebilmektedir. Araştırmanın mantığı içinde gruplar; FTSE International Limited Sermaye piyasaların gelişmişliğine göre yaptığı sınıflandırma için 4, ana kütle içinde 1 olmak üzere–Dünya, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ve Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler- temelde 5 gruba ayrılmıştır. Bu başlıkların altında ise yabancı yatırımın cinsine göre -Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI)- için iki ana değişken oluşturulmuştur. Son olarak ise WGI endeksindeki politik risk bileşenleri ayrı ayrı temel alınarak -İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA). Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ve Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC)- toplamda 60 adet kombinasyon hipotez elde edilmiştir.

FTSE International Limited “Dünya” ana kütlesi için:

H1a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H1b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H1c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H1d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H1e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H1f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Sermaye piyasaların gelişmişliğine göre “FTSE Gelişmiş Ülkeler” için:

H3a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Sermaye piyasaların gelişmişliğine göre “ FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler” için:

H5a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H5b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H5c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H5d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H5e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H5f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H6f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmişliğine göre “FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler” için:

H7a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H7b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H7c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H7d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H7e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H7f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H8f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmişliğine göre “FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler” için:

H9a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H9b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H9c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H9d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H9e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H9f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10a: Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10b: Hükümetin Etkinliği(WGIGE) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10c: Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10d: Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10e: Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H10f: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

3.5 Verilerin Analizi ve Araştırma Bulguları

Çalışmanın değişkenler için kütlesi, maksimum ve minimum değerleri ortalamaları ve standart sapmaları Tablo 3.1 Tanımlayıcı İstatistikler'deki gibi gerçekleşmiştir. Araştırmada N FDI için 1264 FPI için 1186 olarak gerçekleşmiştir. Kontrol değişkenleri ve bağımsız değişkenlerin standart sapmaların genel olarak yüksek olmadığı görülürken, bağımlı değişkenlerden FPI'n görece yüksek olduğu görülmektedir. Bunun sebebi olarak FPI: Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımlarının, FDI: Doğrudan Yabancı Yatırımlara göre daha likit olması gösterilebilmektedir.

Tablo 3.1 10 Tanımlayıcı İstatistikler

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
FDI	1264	-24,15935	27,32179	20,4619176	9,10283803
FPI	1186	-25,95601	26,74138	9,2802745	18,26518357
GDP	1264	21,99185	30,59581	25,8992096	1,70480610
GNIPPP	1262	7,29980	11,76025	9,8360979	,90978106
CC	1264	-,68310	4,60517	4,0571703	,57684819
GE	1264	1,97089	4,60517	4,1647293	,43376683
PS	1264	-,74669	4,60517	3,7401224	,89614390
RL	1264	1,46006	4,60517	4,0941742	,50761119
RQ	1264	2,06455	4,60517	4,1649104	,42555722
VA	1264	,85332	4,60517	3,9342086	,69483052
Valid N	1186				

Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonu ölçmek amacıyla Spearman's rho testleri yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.2 Bağımsız Değişkenler Arası Korelasyonlar'da sergilenmiştir. Spearman's rho testinin seçilme nedeni bağımlı değişkenlerin normal dağılmaması ve rho testinin veri setleri arasındaki istatistiksel ilişkiyi bağıntı ile açıklayan iyi bir ön nonparametrik test olması dolayısıyladır. İki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi açıklamaya yarayan Spearman's rho testi, özellikle sıralı ve sürekli doğrusal ilişkinin incelendiği bağıntı analizinde kullanılmaktadır. değişkenler arası bağıntının açıklanmasında kullanılan rho testinde "r" değerinin (-)1

ve (+)1'e yakın olması, doğrusal ilişkin ne derece güçlü olduğunu göstermektedir. Rho testi bağıntı sonuçları aşağıdaki gibi yorumlanabilmektedir.

- **0-0.249 Hiç ilişki yok – çok zayıf ilişki**
- **0.25- 0.499 Zayıf – orta derecede ilişki**
- **0.50–0.699 Orta derecede ilişki**
- **0.70-0.899 İyi derece ilişki**
- **0.90– 1.00 Çok iyi derecede ilişki**

0.01 anlamlılık düzeyinde politik risk değişkenleri arasındaki rho değerlerinin oldukça yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum beklenen bir olgudur. Birçok ülke gösterdiği gelişimi tek bir politik bileşeni üzerinden değil de bütüncül olarak yapısal reformlar üzerinden yapmaktadır. Bu duruma etki eden durumlardan bir diğeri de yayılma efekti (spillover effect) etkisidir. İyi bir yönetim uygulamasının ülke kurumlarına ve o ülkenin diğer komşularına yayılması olası olmaktadır. Buna en büyük örnek olarak Avrupa Birliği gösterilmektedir. Avrupa Birliği hem birlik içi hem de birlik komşuları için iyi yönetim uygulamalarını teşvik etmektedir.

Çalışmada incelemeler ve hipotez testleri FTSE International Limited Sermaye piyasaların gelişmişliğine göre yaptığı sınıflandırmaya göre oluşturulan başlıklar altında yapılacaktır. İlgili sonuçların yorumlamaları sonuç bölümünde olacaktır.

Tablo 3.2 Bağımsız Değişkenler Arası Korelasyonlar

			RHO (ρ)					
			WGICC	WGIGE	WGIPS	WGIRL	WGIRQ	WGIVA
Spearman's rho	WGICC	Korelasyon katsayısı	1,000	,947*	,827*	,964*	,932*	,789*
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	WGIGE	Korelasyon katsayısı	,947*	1,000	,810*	,953*	,940*	,792*
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	WGIPS	Korelasyon katsayısı	,827*	,810*	1,000	,832*	,793*	,695*
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	WGIRL	Korelasyon katsayısı	,964*	,953*	,832*	1,000	,938*	,823*
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	WGIRQ	Korelasyon katsayısı	,932*	,940*	,793*	,938*	1,000	,815*
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	WGIVA	Korelasyon katsayısı	,789*	,792*	,695*	,823*	,815*	1,000
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264

* Korelasyon 0.01 düzeyinde anlamlıdır. (2 kuyruklu)

3.5.1 FTSE Dünya

Politik risk bileşenleri ile bağımlı ve kontrol değişkenleri arasındaki Spearman's rho testi sonuçları Tablo 3.3 Dünya Nonparametrik Korelasyonlar tablosunda sergilenmektedir. Rho değerlerinin mutlak değerleri alındığında, FDI ve FPI için örneklem büyüklüğü düşünüldüğünde; politik risk değişkeleriyle zayıf - orta derecede ilişkiye işaret etmekte olduğu görülmektedir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FDI için; Tablo 3.4 FTSE Dünya Model Summary, Tablo 3.5 FTSE Dünya ANOVA ve Tablo 3.6 FTSE Dünya Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H1b(WGIGE), H1c(WGIPS), ve H1e(WGIRQ) hipotezleri pozitif beta katsayısıyla kabul edilirken, H1a(WGICC), H1d(WGIRL) ve H1f(WGIVA) hipotezleri reddedilmiştir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FPI için; Tablo 3.7 FTSE Dünya Model Summary, Tablo 3.8 FTSE Dünya ANOVA ve Tablo 3.9 FTSE Dünya Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H2a(WGICC), H2c(WGIPS), H2d(WGIRL), H2e(WGIRQ), H2f (WGIVA) H2d(WGIRL) hipotezleri pozitif beta ile kabul edilirken, H2b(WGIGE) hipotezi reddedilmiştir.*²⁹²

FTSE Dünya Grubu için sonuçlardan da görüleceği üzere WGI politik risk bileşenleri ile yabancı yatırımlar yabancı yatırımlar arasında genel bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir. FDI için özellikle Düzenleyicilik Kalitesi ve Hükümetin Etkinliğinde bu ilişki daha büyükken, FPI için bu ilişki Hükümetin Etkinliği haricinde diğer tüm göstergelerle kurulmuştur.

²⁹² *FTSE Dünya Grubu, FPI için model reddedilirken; H2a(WGICC), H2c(WGIPS), H2d(WGIRL), H2e(WGIRQ), H2f (WGIVA) hipotezleri anlamlı olarak pozitif beta katsayısına sahiptirler.

Tablo 3.3 FTSE Dünya Nonparametrik Korelasyonlar

Correlations								
			WGICC	WGIGE	WGIPS	WGIRL	WGIRQ	WGIVA
Spearman's rho	FDI	Correlation Coefficient	,236*	,312*	,115*	,240*	,301*	,231*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	FPI	Correlation Coefficient	,240*	,262*	,144*	,247*	,242*	,239*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	1186	1186	1186	1186	1186	1186
	GDP	Correlation Coefficient	,194*	,278*	,014	,208*	,220*	,239*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,621	,000	,000	,000
		N	1264	1264	1264	1264	1264	1264
	GNIPPP	Correlation Coefficient	,786*	,775*	,687*	,777*	,759*	,517*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	1262	1262	1262	1262	1262	1262

* 0,01 düzeyinde anlamlıdır. (2 kuyruklu)

Tablo 3.4 1st FTSE Dünya Model Summary

FTSE Dünya Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,369	,136	,134	,864	GDP GNIPPP WGICC
	,374	,140	,138	,860	GDP GNIPPP WGIGE
	,369	,136	,134	,864	GDP GNIPPP WGIPS
	,368	,135	,133	,865	GDP GNIPPP WGIRL
	,377	,142	,140	,858	GDP GNIPPP WGIRQ
	,367	,135	,133	,865	GDP GNIPPP WGIVA
	,392	,154	,149	,846	GDP GNIPPP WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ WGIVA

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.5 14 FTSE Dünya ANOVA

FTSE Dünya ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	172,008	3	57,336	66,173	0,000	GDP GNIPPP WGICC
Residual	1089,992	1258	,866			
Total	1262,000	1261				
Regression	176,748	3	58,916	68,294	0,000	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	1085,252	1258	,863			
Total	1262,000	1261				
Regression	172,251	3	57,417	66,282	0,000	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	1089,749	1258	,866			
Total	1262,000	1261				
Regression	170,717	3	56,906	65,599	0,000	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	1091,283	1258	,867			
Total	1262,000	1261				
Regression	179,275	3	59,758	69,432	0,000	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	1082,725	1258	,861			
Total	1262,000	1261				
Regression	170,302	3	56,767	65,415	0,000	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	1091,698	1258	,868			
Total	1262,000	1261				
Regression	194,357	8	24,295	28,512	0,000	GDP GNIPPP WGICCWGIGE WGIPSWGIRL WGIRQWGIVA
Residual	1067,643	1253	,852			
Total	1262,000	1261				

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.6 FTSE Dünya Coefficients

FTSE Dünya Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,388	,027	1	203,726	0,000*
GNIPPP	-,089	,035	1	6,438	,011**
WGICC	,053	,036	1	2,173	,141
GDP	,382	,027	1	195,933	0,000*
GNIPPP	-,129	,038	1	11,621	,001*
WGIGE	,108	,039	1	7,842	,005*
GDP	,391	,028	1	190,988	0,000*
GNIPPP	-,088	,032	1	7,497	,006*
WGIPS	,054	,032	1	2,926	,087***
GDP	,383	,028	1	191,629	0,000*
GNIPPP	-,069	,035	1	3,837	,050**
WGIRL	,028	,033	1	,709	,400
GDP	,389	,028	1	197,586	0,000
GNIPPP	-,143	,039	1	13,749	,000
WGIRQ	,125	,037	1	11,312	,001*
GDP	,381	,028	1	188,855	0,000*
GNIPPP	-,045	,027	1	2,812	,094***
WGIVA	-,007	,031	1	,049	,824
GDP	,399	,030	1	179,307	0,000*
GNIPPP	-,185	,042	1	19,694	,000*
WGICC	,026	,059	1	,204	,652
WGIGE	,120	,066	1	3,325	,068***
WGIPS	,035	,036	1	,935	,334
WGIRL	-,175	,065	1	7,200	,007*
WGIRQ	,235	,058	1	16,231	,000*
WGIVA	-,118	,037	1	10,222	,001*

3.5.1d

Dependent Variable: FDI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.7 16 FTSE Dünya Model Summary

FTSE Dünya Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,061	,004	,001	,996	GDP GNIPPP WGICC
	,052	,003	,000	,997	GDP GNIPPP WGIGE
	,071	,005	,003	,995	GDP GNIPPP WGIPS
	,075	,006	,003	,994	GDP GNIPPP WGIRL
	,066	,004	,002	,996	GDP GNIPPP WGIRQ
	,069	,005	,002	,995	GDP GNIPPP WGIVA
	,092	,009	,002	,991	GDP GNIPPP WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ WGIVA

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.8 FTSE Dünya ANOVA

FTSE Dünya ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	4,483	3	1,494	1,495	,214	GDP GNIPPP WGICC
Residual	1181,517	1182	1,000			
Total	1186,000	1185				
Regression	3,148	3	1,049	1,048	,370	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	1182,852	1182	1,001			
Total	1186,000	1185				
Regression	6,056	3	2,019	2,022	,109	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	1179,944	1182	,998			
Total	1186,000	1185				
Regression	6,629	3	2,210	2,215	,085	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	1179,371	1182	,998			
Total	1186,000	1185				
Regression	5,091	3	1,697	1,699	,166	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	1180,909	1182	,999			
Total	1186,000	1185				
Regression	5,661	3	1,887	1,890	,129	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	1180,339	1182	,999			
Total	1186,000	1185				
Regression	10,138	8	1,267	1,268	,256	GDP GNIPPP WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ WGIVA
Residual	1175,862	1177	,999			
Total	1186,000	1185				

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.9 FTSE Dünya Coefficients

FTSE Dünya Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,035	,032	1	1,247	,264
GNIPPP	-,078	,043	1	3,337	,068***
WGICC	,084	,042	1	3,922	,048**
GDP	,025	,031	1	,651	,420
GNIPPP	-,067	,043	1	2,469	,116
WGIGE	,070	,043	1	2,632	,105
GDP	,045	,033	1	1,885	,170
GNIPPP	-,089	,041	1	4,653	,031**
WGIPS	,098	,042	1	5,445	,020**
GDP	,035	,031	1	1,237	,266
GNIPPP	-,097	,046	1	4,376	,037**
WGIRL	,107	,046	1	5,471	,020**
GDP	,032	,031	1	1,080	,299
GNIPPP	-,086	,043	1	4,005	,046**
WGIRQ	,093	,042	1	4,934	,027**
GDP	,023	,032	1	,526	,469
GNIPPP	-,052	,032	1	2,686	,101
WGIVA	,076	,032	1	5,453	,020**
GDP	,047	,035	1	1,818	,178
GNIPPP	-,110	,051	1	4,586	,032**
WGICC	-,025	,080	1	,097	,756
WGIGE	-,084	,085	1	,978	,323
WGIPS	,065	,050	1	1,691	,194
WGIRL	,108	,085	1	1,603	,206
WGIRQ	,035	,075	1	,212	,645
WGIVA	,036	,045	1	,655	,419

Dependent Variable: FPI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

3.5.2 FTSE Gelişmiş Ülkeler

Politik risk bileşenleri ile bağımlı ve kontrol değişkenleri arasındaki Spearman's rho testi sonuçları Tablo 3.10 Gelişmiş Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar tablosunda sergilenmiştir. Rho değerlerinin mutlak değerleri alındığında, FDI ve FPI için örneklem büyüklüğü düşünüldüğünde; çok zayıf, zayıf - orta derecede ilişkiye işaret etmekte olduğu görülmektedir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FDI için; Tablo 3.11 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary, Tablo 3.12 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.13 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H3c(WGIPS) ve H3f(WGIVA) negatif, H3e(WGIRQ) hipotezi pozitif beta katsayısıyla kabul edilirken, H3a(WGICC), H3b(WGIGE) ve H3d(WGIRL) hipotezleri reddedilmiştir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FPI için; Tablo 3.14 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary, Tablo 3.15 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA Tablo 3.16 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H4a(WGICC), H4b(WGIGE), H4c(WGIPS), H4d(WGIRL), H4e(WGIRQ) ve H4f (WGIVA), hipotezleri reddedilmiştir.*²⁹³

FTSE Gelişmiş Ülkeler Grubu için sonuçlardan da görüleceği üzere WGI politik risk bileşenleri ile yabancı yatırımlar yabancı yatırımlar arasında genel bir ilişkinin varlığından söz edilememektedir. Söz konusu ülkelerin genelde politik olarak istikrarlı olması ve uluslararası piyasalardan sermaye beklemekten daha çok sermayedar konumda olmaları bu durumun sebebi olarak görülmektedir. Bunun yanında FDI'a göre daha kısa vadeli olan FPI yatırımların özellikle gelişmiş ülkelerde politik risklere daha az duyarlı olacağı beklenen bir olgudur.

²⁹³ *FTSE Gelişmiş Ülkeler Grubu için FPI modeli reddedilmiştir.

Tablo 3.10 19 FTSE Gelişmiş Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar

FTSE Gelişmiş Ülkeler Correlations								
			CC	GE	PS	RL	RQ	VA
Spearman's rho	FDI	Correlation Coefficient	-,084	,012	-,225*	-,104**	,158*	-,163*
		Sig. (2-tailed)	,087	,808	,000	,034	,001	,001
		N	416	416	416	416	416	416
	FPI	Correlation Coefficient	-,085	-,093	-,054	-,044	,039	-,029
		Sig. (2-tailed)	,082	,057	,275	,372	,423	,553
		N	416	416	416	416	416	416
	GDP	Correlation Coefficient	-,330*	-,266*	-,502*	-,270*	-,314*	-,159*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,001
		N	416	416	416	416	416	416
	GNIPPP	Correlation Coefficient	,466*	,549*	,370*	,484*	,483*	,311*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	416	416	416	416	416	416

* 0,01 düzeyinde anlamlıdır. (2-tailed).

** 0,05 düzeyinde anlamlıdır (2-tailed).

Tablo 3.11 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,259	,067	,060	,933	GDP GNIPPP WGICC
	,259	,067	,060	,933	GDP GNIPPP WGIGE
	,273	,075	,068	,925	GDP GNIPPP WGIPS
	,258	,067	,060	,933	GDP GNIPPP WGIRL
	,280	,078	,071	,922	GDP GNIPPP WGIRQ
	,278	,077	,070	,923	GDP GNIPPP WGIVA
	,333	,111	,093	,889	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.12 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	27,858	3	9,286	9,857	,000	GDP GNIPPP WGICC
Residual	388,142	412	,942			
Total	416,000	415				
Regression	27,895	3	9,298	9,871	,000	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	388,105	412	,942			
Total	416,000	415				
Regression	30,997	3	10,332	11,057	,000	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	385,003	412	,934			
Total	416,000	415				
Regression	27,745	3	9,248	9,814	,000	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	388,255	412	,942			
Total	416,000	415				
Regression	32,504	3	10,835	11,640	,000	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	383,496	412	,931			
Total	416,000	415				
Regression	32,122	3	10,707	11,492	,000	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	383,878	412	,932			
Total	416,000	415				
Regression	46,135	8	5,767	6,346	,000	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	369,865	407	,909			
Total	416,000	415				

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.13 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,250	,045	1	30,367	,000*
GNIPPP	,077	,059	1	1,664	,198
WGICC	,024	,052	1	,205	,651
GDP	,251	,044	1	32,154	,000*
GNIPPP	,073	,070	1	1,086	,298
WGIGE	,028	,065	1	,184	,668
GDP	,211	,047	1	20,395	,000*
GNIPPP	,122	,052	1	5,532	,019**
WGIPS	-,101	,042	1	5,709	,017**
GDP	,242	,045	1	28,441	,000*
GNIPPP	,095	,060	1	2,467	,117
WGIRL	-,014	,051	1	,071	,789
GDP	,282	,041	1	47,491	,000*
GNIPPP	,020	,065	1	,091	,763
WGIRQ	,133	,055	1	5,975	,015**
GDP	,248	,042	1	34,748	,000*
GNIPPP	,099	,046	1	4,657	,032**
WGIVA	-,104	,034	1	9,533	,002*
GDP	,272	,052	1	26,974	,000*
GNIPPP	,038	,071	1	,291	,590
WGICC	,001	,141	1	,000	,993
WGIGE	-,046	,117	1	,152	,697
WGIPS	-,111	,049	1	5,151	,024**
WGIRL	-,052	,140	1	,136	,712
WGIRQ	,289	,092	1	9,768	,002*
WGIVA	-,107	,052	1	4,250	,040*

Dependent Variable: FDI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Tablo 3.14 FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmiş Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,082	,007	-,001	,993	GDP GNIPPP WGICC
	,084	,007	,000	,993	GDP GNIPPP WGIGE
	,081	,006	-,001	,994	GDP GNIPPP WGIPS
	,085	,007	,000	,993	GDP GNIPPP WGIRL
	,087	,008	,000	,992	GDP GNIPPP WGIRQ
	,081	,007	-,001	,993	GDP GNIPPP WGIVA
	,127	,016	-,003	,984	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.15 FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmiş Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	2,800	3	,933	,931	,426	GDP GNIPPP WGICC
Residual	413,200	412	1,003			
Total	416,000	415				
Regression	2,930	3	,977	,974	,405	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	413,070	412	1,003			
Total	416,000	415				
Regression	2,704	3	,901	,898	,442	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	413,296	412	1,003			
Total	416,000	415				
Regression	3,008	3	1,003	1,000	,393	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	412,992	412	1,002			
Total	416,000	415				
Regression	3,121	3	1,040	1,038	,375	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	412,879	412	1,002			
Total	416,000	415				
Regression	2,718	3	,906	,903	,439	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	413,282	412	1,003			
Total	416,000	415				
Regression	6,731	8	,841	,837	,571	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	409,269	407	1,006			
Total	416,000	415				

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.16 FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmiş Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	-,067	,050	1	1,823	,178
GNIPPP	,070	,059	1	1,391	,239
WGICC	-,032	,063	1	,259	,611
GDP	-,054	,051	1	1,131	,288
GNIPPP	,041	,058	1	,496	,481
WGIGE	,022	,060	1	,141	,707
GDP	-,055	,050	1	1,236	,267
GNIPPP	,048	,054	1	,792	,374
WGIPS	,012	,054	1	,054	,816
GDP	-,053	,050	1	1,106	,294
GNIPPP	,034	,060	1	,326	,568
WGIRL	,035	,060	1	,338	,561
GDP	-,048	,051	1	,882	,348
GNIPPP	,030	,057	1	,282	,595
WGIRQ	,042	,062	1	,451	,502
GDP	-,060	,048	1	1,545	,215
GNIPPP	,051	,052	1	,944	,332
WGIVA	,013	,049	1	,065	,799
GDP	-,055	,054	1	1,029	,311
GNIPPP	,051	,060	1	,716	,398
WGICC	,063	,152	1	,172	,679
WGIGE	-,222	,143	1	2,416	,121
WGIPS	-,001	,067	1	,000	,983
WGIRL	,123	,148	1	,686	,408
WGIRQ	,067	,107	1	,393	,531
WGIVA	-,033	,066	1	,246	,620

Dependent Variable: FPI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

3.5.3 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler

Politik risk bileşenleri ile bağımlı ve kontrol değişkenleri arasındaki Spearman's rho testi sonuçları Tablo 3.17 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar tablosunda sergilenmiştir. Rho değerlerinin mutlak değerleri alındığında, FDI ve FPI için örneklem büyüklüğü düşünüldüğünde; politik risk değişkeleriyle orta derecede ilişkiye işaret etmekte olduğu görülmektedir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FDI için; Tablo 3.18 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary, Tablo 3.19 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.20 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H5c(WGIPS), H5d(WGIRL), H5e(WGIRQ) ve H5f(WGIVA) hipotezleri pozitif beta katsayısıyla kabul edilirken, H5a(WGICC) ve H5b(WGIGE) reddedilmiştir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FPI için; Tablo 3.21 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary, Tablo 3.22 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.23 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre H6a(WGICC), H6d(WGIRL) ve H6f(WGIVA) hipotezleri pozitif beta ile kabul edilirken, H6b(WGIGE), H6c(WGIPS) ve H6e(WGIRQ) hipotezleri reddedilmiştir.

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Grubu için sonuçlardan da görüleceği üzere WGI politik risk bileşenleri ile yabancı yatırımlar yabancı yatırımlar arasında genel anlamda pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yabancı yatırımlar için çekim noktası olduğu düşünüldüğünde; yatırımcılar bu tip ülkelere özellikle politik istikrar, hukukun üstünlüğü, düzenleyicilik kalitesi, ifade özgürlüğü ve hesap verilebilirlikte genel anlamda bir istikrar beklemektedirler.

Tablo 3.17 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Correlations								
			CC	GE	PS	RL	RQ	VA
Spearman's rho	FDI	Correlation Coefficient	-,331 *	-,477*	-,272*	-,479*	-,363*	-,287*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,001	,000	,000	,000
		N	144	144	144	144	144	144
	FPI	Correlation Coefficient	-,091	-,361*	-,170**	-,218**	-,333*	-,003
		Sig. (2-tailed)	,292	,000	,048	,011	,000	,972
		N	136	136	136	136	136	136
	GDP	Correlation Coefficient	-,633*	-,791*	-,665*	-,759*	-,698*	-,418*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	144	144	144	144	144	144
	GNIPPP	Correlation Coefficient	,287*	,434*	,394*	,572*	,537*	,274*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,001
		N	144	144	144	144	144	144

* 0,01 düzeyinde anlamlıdır. (2-tailed).

** 0,05 düzeyinde anlamlıdır (2-tailed).

Tablo 3.18 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,573	,328	,314	,672	GDP GNIPPP WGICC
	,575	,330	,316	,670	GDP GNIPPP WGIGE
	,584	,341	,326	,659	GDP GNIPPP WGIPS
	,573	,328	,314	,672	GDP GNIPPP WGIRL
	,588	,345	,331	,655	GDP GNIPPP WGIRQ
	,581	,338	,324	,662	GDP GNIPPP WGIVA
	,597	,356	,318	,644	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.19 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	47,239	3	15,746	22,783	,000	GDP GNIPPP WGICC
Residual	96,761	140	,691			
Total	144,000	143				
Regression	47,551	3	15,850	23,008	,000	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	96,449	140	,689			
Total	144,000	143				
Regression	49,049	3	16,350	24,107	,000	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	94,951	140	,678			
Total	144,000	143				
Regression	47,268	3	15,756	22,804	,000	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	96,732	140	,691			
Total	144,000	143				
Regression	49,746	3	16,582	24,630	,000	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	94,254	140	,673			
Total	144,000	143				
Regression	48,677	3	16,226	23,831	,000	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	95,323	140	,681			
Total	144,000	143				
Regression	51,275	8	6,409	9,332	,000	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	92,725	135	,687			
Total	144,000	143				

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.20 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,534	,047	1	128,100	0,000*
GNIPPP	-,169	,049	1	11,792	,001*
WGICC	,037	,062	1	,360	,550
GDP	,599	,124	1	23,393	,000*
GNIPPP	-,196	,075	1	6,862	,010*
WGIGE	,110	,151	1	,532	,467
GDP	,595	,051	1	137,518	0,000*
GNIPPP	-,196	,042	1	21,507	,000*
WGIPS	,148	,065	1	5,136	,025**
GDP	,559	,084	1	44,466	,000*
GNIPPP	-,164	,082	1	5,237	,001*
WGIRL	,188	,126	1	,256	,024**
GDP	,643	,067	1	92,003	0,000*
GNIPPP	-,254	,069	1	13,490	,000*
WGIRQ	,218	,104	1	4,372	,038**
GDP	,540	,044	1	147,838	0,000*
GNIPPP	-,174	,044	1	15,593	,000*
WGIVA	,108	,057	1	3,672	,057***
GDP	,682	,147	1	21,598	,000*
GNIPPP	-,270	,115	1	5,521	,020*
WGIVA	-,132	,098	1	1,816	,180
WGICC	,061	,246	1	,062	,804
WGIGE	,100	,142	1	,496	,483
WGIPS	,022	,166	1	,017	,895
WGIRL	,182	,174	1	1,099	,296
WGIRQ	,055	,106	1	,265	,607

Dependent Variable: FDI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.21 2000 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,245	,060	,039	,940	GDP GNIPPP WGICC
	,238	,056	,035	,944	GDP GNIPPP WGIGE
	,210	,044	,022	,956	GDP GNIPPP WGIPS
	,247	,061	,040	,939	GDP GNIPPP WGIRL
	,229	,052	,031	,948	GDP GNIPPP WGIRQ
	,259	,067	,046	,933	GDP GNIPPP WGIVA
	,411	,169	,117	,831	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.22 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	8,161	3	2,720	2,809	,042	GDP GNIPPP WGICC
Residual	127,839	132	,968			
Total	136,000	135				
Regression	7,674	3	2,558	2,631	,053	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	128,326	132	,972			
Total	136,000	135				
Regression	5,986	3	1,995	2,026	,113	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	130,014	132	,985			
Total	136,000	135				
Regression	8,281	3	2,760	2,853	,040	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	127,719	132	,968			
Total	136,000	135				
Regression	7,120	3	2,373	2,431	,068	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	128,880	132	,976			
Total	136,000	135				
Regression	9,127	3	3,042	3,165	,027	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	126,873	132	,961			
Total	136,000	135				
Regression	22,978	8	2,872	3,228	,002	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	113,022	127	,890			
Total	136,000	135				

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.23 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,226	,093	1	5,846	,017**
GNIPPP	-,141	,084	1	2,837	,094***
WGICC	,154	,095	1	2,598	,100***
GDP	-,027	,176	1	,024	,878
GNIPPP	-,065	,096	1	,459	,499
WGIGE	-,224	,180	1	1,537	,217
GDP	,134	,096	1	1,951	,165
GNIPPP	-,114	,087	1	1,724	,191
WGIPS	-,026	,106	1	,059	,808
GDP	,306	,111	1	7,664	,006*
GNIPPP	-,205	,093	1	4,822	,030**
WGIRL	,235	,139	1	2,883	,092***
GDP	,060	,129	1	,213	,645
GNIPPP	-,061	,105	1	,334	,564
WGIRQ	-,148	,147	1	1,018	,315
GDP	,184	,089	1	4,282	,040**
GNIPPP	-,151	,085	1	3,146	,078**
WGIVA	,162	,096	1	2,879	,092**
GDP	-,079	,175	1	,203	,653
GNIPPP	-,003	,122	1	,001	,982
WGIVA	,230	,144	1	2,561	,112
WGICC	-,003	,225	1	,000	,988
WGIGE	-,382	,155	1	6,083	,015**
WGIPS	,071	,181	1	,153	,697
WGIRL	-,467	,211	1	4,902	,029**
WGIRQ	,435	,152	1	8,206	,005*

Dependent Variable: FPI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

3.5.4 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler

Politik risk bileşenleri ile bağımlı ve kontrol değişkenleri arasındaki Spearman's rho testi sonuçları Tablo 3.24 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar tablosunda sergilenmiştir. Rho değerlerinin mutlak değerleri alındığında FDI ve FPI için örneklem büyüklüğü düşünüldüğünde; politik risk değişkeleriyle zayıf - orta derecede ilişkiye işaret etmekte olduğu görülmektedir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FDI için; Tablo 3.25 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary, Tablo 3.26 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.27 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H7a(WGICC), H7b(WGIGE), H7c(WGIPS), H7e(WGIRQ) ve H7f(WGIVA) pozitif beta katsayısıyla kabul edilirken, sadece H7d(WGIRL) reddedilmiştir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FPI için; Tablo 3.28 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary, Tablo 3.29 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.30 FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H8a(WGICC), H8b(WGIGE), H8c(WGIPS) ve H8d(WGIRL) ve hipotezleri pozitif beta ile kabul edilirken, H8f(WGIVA) ve H8e(WGIRQ) hipotezleri reddedilmiştir.

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Grubu için sonuçlardan da görüleceği üzere WGI politik risk bileşenleri ile yabancı yatırımlar yabancı yatırımlar arasında genel anlamda pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir. Benzer bir ilişkiye Gelişmekte Olan Ülkelerde de rastlanması hipotezleri daha da güçlü kılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yabancı yatırımlar için çekim noktası olduğu düşünüldüğünde; yatırımcılar bu tip ülkelerden özellikle politik risklerle ilgili olarak genel anlamda bir istikrar ve gelişim beklemektedirler.

Tablo 3.24 33 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar

Correlations								
			CC	GE	PS	RL	RQ	VA
Spearman's rho	FDI	Correlation Coefficient	-,073	,119	,003	-,095	-,054	-,031
		Sig. (2-tailed)	,277	,076	,969	,158	,422	,641
		N	224	224	224	224	224	224
	FPI	Correlation Coefficient	,042	,306*	,040	,120	-,049	,091
		Sig. (2-tailed)	,558	,000	,580	,094	,496	,206
		N	195	195	195	195	195	195
	GDP	Correlation Coefficient	-,284*	-,006	-,150**	-,218*	-,325*	-,179*
		Sig. (2-tailed)	,000	,929	,025	,001	,000	,007
		N	224	224	224	224	224	224
	GNIPPP	Correlation Coefficient	,633*	,516*	,760*	,591*	,626*	-,300*
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	222	222	222	222	222	222

* 0,01 düzeyinde anlamlıdır. (2-tailed).

** 0,05 düzeyinde anlamlıdır (2-tailed).

Tablo 3.25 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,535	,287	,277	,713	GDP GNIPPP WGICC
	,553	,306	,297	,694	GDP GNIPPP WGIGE
	,548	,300	,290	,700	GDP GNIPPP WGIPS
	,529	,280	,270	,720	GDP GNIPPP WGIRL
	,552	,305	,295	,695	GDP GNIPPP WGIRQ
	,549	,301	,291	,699	GDP GNIPPP WGIVA
	,585	,343	,318	,657	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.26 5 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	63,640	3	21,213	29,203	,000	GDP GNIPPP WGICC
Residual	158,360	218	,726			
Total	222,000	221				
Regression	67,993	3	22,664	32,082	,000	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	154,007	218	,706			
Total	222,000	221				
Regression	66,584	3	22,195	31,132	,000	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	155,416	218	,713			
Total	222,000	221				
Regression	62,142	3	20,714	28,248	,000	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	159,858	218	,733			
Total	222,000	221				
Regression	67,637	3	22,546	31,841	,000	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	154,363	218	,708			
Total	222,000	221				
Regression	66,833	3	22,278	31,299	,000	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	155,167	218	,712			
Total	222,000	221				
Regression	76,087	8	9,511	13,884	,000	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	145,913	213	,685			
Total	222,000	221				

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.27 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,521	,044	1	141,836	0,000*
GNIPPP	-,176	,056	1	9,786	,002*
WGICC	,118	,065	1	3,329	,069***
GDP	,486	,051	1	91,594	0,000*
GNIPPP	-,219	,068	1	10,243	,002*
WGIGE	,200	,060	1	11,293	,001*
GDP	,492	,048	1	104,107	0,000*
GNIPPP	-,258	,060	1	18,479	,000*
WGIPS	,210	,072	1	8,445	,004*
GDP	,505	,047	1	117,730	0,000*
GNIPPP	-,130	,060	1	4,696	,031**
WGIRL	,045	,051	1	,779	,378
GDP	,541	,050	1	116,265	0,000*
GNIPPP	-,211	,061	1	11,797	,001*
WGIRQ	,200	,057	1	12,313	,001*
GDP	,560	,049	1	128,841	0,000*
GNIPPP	-,036	,065	1	,299	,585
WGIVA	,172	,072	1	5,690	,018**
GDP	,511	,062	1	68,397	,000*
GNIPPP	-,196	,078	1	6,296	,013**
WGICC	,035	,117	1	,091	,763
WGIGE	,197	,125	1	2,475	,117
WGIPS	,208	,102	1	4,143	,043**
WGIRL	-,280	,131	1	4,606	,033**
WGIRQ	,029	,139	1	,044	,834
WGIVA	,141	,096	1	2,139	,145

Dependent Variable: FDI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Tablo 3.28 37 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,294	,087	,072	,913	GDP GNIPPP WGICC
	,293	,086	,071	,914	GDP GNIPPP WGIGE
	,198	,039	,024	,961	GDP GNIPPP WGIPS
	,244	,060	,045	,940	GDP GNIPPP WGIRL
	,182	,033	,018	,967	GDP GNIPPP WGIRQ
	,159	,025	,010	,975	GDP GNIPPP WGIVA
	,364	,132	,095	,868	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.29 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	16,904	3	5,635	6,043	,001	GDP GNIPPP WGICC
Residual	178,096	191	,932			
Total	195,000	194				
Regression	16,728	3	5,576	5,974	,001	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	178,272	191	,933			
Total	195,000	194				
Regression	7,671	3	2,557	2,607	,053	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	187,329	191	,981			
Total	195,000	194				
Regression	11,620	3	3,873	4,034	,008	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	183,380	191	,960			
Total	195,000	194				
Regression	6,432	3	2,144	2,172	,093	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	188,568	191	,987			
Total	195,000	194				
Regression	4,944	3	1,648	1,656	,178	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	190,056	191	,995			
Total	195,000	194				
Regression	25,781	8	3,223	3,542	,001	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	169,219	186	,910			
Total	195,000	194				

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.30 FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients

FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		df	F	Sig.
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,051	,067	1	,587	,444
GNIPPP	-,302	,079	1	14,623	,000*
WGICC	,292	,087	1	11,196	,001*
GDP	-,029	,068	1	,177	,674
GNIPPP	-,271	,071	1	14,556	,000*
WGIGE	,273	,078	1	12,244	,001*
GDP	-,009	,069	1	,017	,897
GNIPPP	-,257	,088	1	8,486	,004*
WGIPS	,156	,095	1	2,687	,100***
GDP	,019	,073	1	,068	,795
GNIPPP	-,252	,078	1	10,557	,001*
WGIRL	,210	,081	1	6,671	,011**
GDP	,024	,072	1	,108	,742
GNIPPP	-,207	,078	1	7,110	,008*
WGIRQ	,106	,079	1	1,778	,184
GDP	,007	,082	1	,008	,928
GNIPPP	-,148	,074	1	4,002	,047**
WGIVA	,025	,071	1	,127	,722
GDP	-,058	,082	1	,497	,482
GNIPPP	-,290	,102	1	8,088	,005*
WGICC	,374	,154	1	5,907	,016**
WGIGE	,325	,128	1	6,417	,012**
WGIPS	,026	,125	1	,043	,836
WGIRL	-,125	,147	1	,727	,395
WGIRQ	-,324	,129	1	6,264	,013**
WGIVA	-,010	,076	1	,016	,898

Dependent Variable: FPI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

3.5.5 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler

Politik risk bileşenleri ile bağımlı ve kontrol değişkenleri arasındaki Spearman's rho testi sonuçları Tablo 3.31 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar tablosunda sergilenmiştir. Rho değerlerinin mutlak değerleri alındığında FDI ve FPI için örneklem büyüklüğü düşünüldüğünde; politik risk değişkeleriyle çok zayıf ve zayıf - orta derecede ilişkiye işaret etmekte olduğu görülmektedir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FDI için; Tablo 3.32 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Model Summary, Tablo 3.33 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.34 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H9c(WGIPS) ve H9e(WGIRQ) pozitif beta katsayısıyla kabul edilirken, H9a(WGICC), H9b(WGIGE), H9d(WGIRL) ve H9f(WGIVA) reddedilmiştir.

CATREG yöntemiyle yapılan regresyon testleri sonuçları FPI için; Tablo 3.35 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Model Summary, Tablo 3.36 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler ANOVA ve Tablo 3.37 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Coefficients tablolarında sergilenmiştir. Bu sonuçlara göre: H10a(WGICC), H10b(WGIGE), H10c(WGIPS) ve H10d(WGIRL) H10e(WGIRQ) ve H10f (WGIVA) hipotezleri reddedilmiştir.²⁹⁴

FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Grubu için sonuçlardan da görüleceği üzere WGI politik risk bileşenleri ile doğrudan yatırımlar yabancı yatırımlar(FDI) arasında siyasi istikrar ve düzenleyicilik kalitesi arasında pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir.

²⁹⁴ **FTSE Gelişmekte Olan Sınırlındaki Ülkeler Grubu için FPI modeli reddedilmiştir.

Tablo 3.31 40 FTSE Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler Nonparametrik Korelasyonlar

Correlations								
			WGICC	WGIGE	WGIPS	WGIRL	WGIRQ	WGIVA
Spearman's rho	FDI	Correlation Coefficient	-,159**	-,069	,037	-,136**	-,083	-,046
		Sig. (2-tailed)	,000	,134	,419	,003	,070	,319
		N	480	480	480	480	480	480
	FPI	Correlation Coefficient	-,001	,002	,048	-,016	-,021	-,053
		Sig. (2-tailed)	,981	,967	,316	,734	,663	,269
		N	439	439	439	439	439	439
	GDP	Correlation Coefficient	-,474**	-,355**	-,228**	-,422**	-,396**	-,291**
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	480	480	480	480	480	480
	GNIPPP	Correlation Coefficient	,726**	,770**	,693**	,738**	,763**	,499**
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000
		N	480	480	480	480	480	480

** . Korelasyon 0.01 düzeyinde anlamlıdır. (2-tailed).

* . Korelasyon 0.05 düzeyinde anlamlıdır (2-tailed).

Tablo 3.32 FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmekte Olan Sınırdaki Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,397	,157	,152	,843	GDP GNIPPP WGICC
	,399	,160	,154	,840	GDP GNIPPP WGIGE
	,410	,168	,163	,832	GDP GNIPPP WGIPS
	,398	,158	,153	,842	GDP GNIPPP WGIRL
	,402	,161	,156	,839	GDP GNIPPP WGIRQ
	,397	,157	,152	,843	GDP GNIPPP WGIVA
	,426	,181	,167	,819	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.33 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	75,544	3	25,181	29,636	0,000	GDP GNIPPP WGICC
Residual	404,456	476	,850			
Total	480,000	479				
Regression	76,597	3	25,532	30,127	0,000	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	403,403	476	,847			
Total	480,000	479				
Regression	80,684	3	26,895	32,060	0,000	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	399,316	476	,839			
Total	480,000	479				
Regression	76,011	3	25,337	29,853	0,000	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	403,989	476	,849			
Total	480,000	479				
Regression	77,492	3	25,831	30,547	0,000	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	402,508	476	,846			
Total	480,000	479				
Regression	75,593	3	25,198	29,658	0,000	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	404,407	476	,850			
Total	480,000	479				
Regression	86,979	8	10,872	13,030	0,000	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	393,021	471	,834			
Total	480,000	479				

Dependent Variable: FDI

Tablo 3.34 FTSE Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients				
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	,397	,054	1	53,547	,000*
GNIPPP	-,008	,060	1	,019	,891
WGICC	,000	,051	1	,000	,992
GDP	,412	,049	1	70,837	,000*
GNIPPP	-,063	,059	1	1,110	,293
WGIGE	,075	,055	1	1,869	,172
GDP	,413	,046	1	80,706	0,000*
GNIPPP	-,101	,055	1	3,397	,066***
WGIPS	,141	,045	1	10,027	,002*
GDP	,378	,053	1	50,597	,000*
GNIPPP	,026	,059	1	,202	,653
WGIRL	-,050	,054	1	,869	,352
GDP	,437	,052	1	70,384	,000*
GNIPPP	-,082	,059	1	1,914	,167
WGIRQ	,108	,053	1	4,142	,042**
GDP	,399	,048	1	68,743	,000*
GNIPPP	-,012	,050	1	,061	,805
WGIVA	,012	,046	1	,062	,803
GDP	,390	,056	1	49,253	,000*
GNIPPP	-,080	,064	1	1,569	,211
WGICC	,048	,100	1	,232	,630
WGIGE	,042	,110	1	,147	,702
WGIPS	,160	,067	1	5,674	,018**
WGIRL	-,275	,096	1	8,277	,004*
WGIRQ	,154	,076	1	4,099	,043**
WGIVA	-,032	,049	1	,420	,517

Dependent Variable: FDI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.35 44 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler Model Summary

FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler Model Summary					
	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Apparent Prediction Error	Predictors
Standardized Data	,108	,012	,005	,988	GDP GNIPPP WGICC
	,100	,010	,003	,990	GDP GNIPPP WGIGE
	,107	,011	,005	,989	GDP GNIPPP WGIPS
	,107	,011	,005	,989	GDP GNIPPP WGIRL
	,097	,009	,003	,991	GDP GNIPPP WGIRQ
	,096	,009	,002	,991	GDP GNIPPP WGIVA
	,151	,023	,005	,977	GDP GNIPPP WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.36 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler ANOVA

FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler ANOVA						
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Predictors
Regression	5,141	3	1,714	1,718	,162	GDP GNIPPP WGICC
Residual	433,859	435	,997			
Total	439,000	438				
Regression	4,411	3	1,470	1,472	,222	GDP GNIPPP WGIGE
Residual	434,589	435	,999			
Total	439,000	438				
Regression	5,021	3	1,674	1,677	,171	GDP GNIPPP WGIPS
Residual	433,979	435	,998			
Total	439,000	438				
Regression	4,981	3	1,660	1,664	,174	GDP GNIPPP WGIRL
Residual	434,019	435	,998			
Total	439,000	438				
Regression	4,131	3	1,377	1,377	,249	GDP GNIPPP WGIRQ
Residual	434,869	435	1,000			
Total	439,000	438				
Regression	4,073	3	1,358	1,358	,255	GDP GNIPPP WGIVA
Residual	434,927	435	1,000			
Total	439,000	438				
Regression	10,004	8	1,250	1,253	,266	WGIVA WGICC WGIGE WGIPS WGIRL WGIRQ
Residual	428,996	430	,998			
Total	439,000	438				

Dependent Variable: FPI

Tablo 3.37 FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler Coefficients

FTSE Gelişmekte Olan Sınırlarındaki Ülkeler Coefficients					
	Standardized Coefficients		<i>df</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
	Beta	Bootstrap (1000) Estimate of Std. Error			
GDP	-,005	,055	1	,008	,929
GNIPPP	-,024	,075	1	,107	,743
WGICC	-,092	,078	1	1,373	,242
GDP	,015	,050	1	,092	,762
GNIPPP	-,041	,074	1	,311	,578
WGIGE	-,061	,071	1	,739	,390
GDP	,039	,048	1	,648	,421
GNIPPP	-,144	,065	1	4,961	,026**
WGIPS	,078	,068	1	1,327	,250
GDP	-,004	,054	1	,005	,946
GNIPPP	-,027	,080	1	,118	,732
WGIRL	-,086	,083	1	1,083	,299
GDP	,048	,055	1	,765	,382
GNIPPP	-,117	,067	1	3,086	,080**
WGIRQ	,044	,078	1	,317	,573
GDP	,024	,051	1	,226	,635
GNIPPP	-,073	,052	1	2,022	,156
WGIVA	-,026	,054	1	,230	,632
GDP	,013	,060	1	,047	,829
GNIPPP	-,083	,080	1	1,059	,304
WGICC	-,031	,119	1	,070	,791
WGIGE	-,120	,123	1	,950	,330
WGIPS	,151	,088	1	2,976	,085
WGIRL	-,107	,132	1	,657	,418
WGIRQ	,128	,099	1	1,666	,197
WGIVA	-,031	,058	1	,291	,590

Dependent Variable: FPI

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

SONUÇ

Uluslararası değerlemede, nakit akışının iskonto edilmesinde kullanılan standart risk hesaplama modeline göre, Ülke Riski(CR) belirli bir risk primi ile modele eklenmektedir. Bu modele göre temel şekilde CR riski dolayısıyla iskonto oranının arttırarak, varlığın daha değersiz görünmesine neden olmaktadır. Bu varsayım ışığında yatırımcıların belki de bir bölümü riskten vazgeçecek iken, riski yönetebilecekler için bu durum ekstra bir kazanç sağlanmasına olanak tanıyacaktır. Bu varsayım ile teorik olarak CR ile yabancı yatırımlar arasında bir bağıntı olduğu düşünülmektedir.

$$E(r)_x = r_f + \beta_{x,M} [E(R_M) - r_f] + CR$$

$E(r)_x$: X ülkesindeki varlığın veya firma değerinin indirgemedde kullanılması planlanan iskonto oranıdır.

r_f : Risksiz getiri oranıdır. (Yatırım eğer USD olarak yapılırsa genelde ABD hazine bonoları için geçerli iskonto oranı kullanılır.)

$\beta_{x,M}$: gelişmiş bir ülkedeki benzer bir varlık veya yatırımın betasıdır (genellikle ABD'den bir örnek veya sektör temel alınır.)

$E(R_M)$: Piyasa portföyünün beklenen getirisi (Genellikle ABD'den bir endeks temel alınır)

CR: Ülke riski primi

Ülke riskinin en büyük belirleyicilerinden biri politik riskler olmaktadır. Bu araştırmanın amacı, 2002-2017 yılları arasında 16 yıl boyunca 79 ülkeyi kapsayan; yönetimle ilgili politik riskler ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI- Foreign Portfolio Equity Investment) arasındaki pozitif-negatif veya anlamlı-anlamsız ilişkileri ülke sermaye piyasaların gelişmişlik kategorileri ile gruplandırarak incelemeye çalışmaktadır. Daha spesifik olarak politik risk göstergelerini incelemek ve bu göstergelerin yabancı yatırım girişleri için önemini tespit etmektir. Mantıksal olarak, politik riskin yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etkiye sahip olacağı düşünülmektedir. Yönetişime ilgili politik istikrarsızlık, ekonomik ortamdaki belirsizliği arttırmakta ve böylece yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkeye yatırım yapma isteklerini azaltmaktadır. Siyasi anlamda yönetim, bir

ülkedeki otoritenin-hükümetin kullanıldığı gelenek ve kurumlardan oluşmaktadır. Bu durum genelde hükümetlerin seçimler ile seçildiği, izlendiği ve değiştirildiği süreci içerirken; hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin biçimde formüle etme ve uygulama kapasitesi, içerideki ekonomik ve sosyal etkileşimi yöneten kurumlara, sivil topluma ve vatandaşlara saygı duyması, belki de en önemli nokta olarak devlet ile kişi ve kurumlar arasındaki etkileşimin yönü ve cinsi politik riskin en büyük değişkeni olmaktadır. Siyasi istikrarsızlık, zayıf kanunlar ve düzenlemeler, devlet bütçesinin güvenilirliği, seçimlerin dürüstlüğüne güvensizlik, şeffaflığın yoksunluğu, bürokratik bozulma, yozlaşma, ticaret politikası, terörizm, protesto ve isyanlar, savaş, vergi tutarsızlıkları, şiddete dayalı suçlar, organize suçlar, müsadere ve kamulaştırma... vb. gibi farklı durumlar ve olaylar yüksek politik riski ortaya çıkabilmektedir. Teorik politik risk ne kadar yüksek olursa, ev sahibi ülke ekonomisine yapılan yatırımlar o derece azalmaktadır.

İngiltere merkezli küresel bir araştırma şirketi olan FTSE International Limited ülkeleri, sermaye piyasaların gelişmişliğine göre; piyasanın kalitesi, büyüklüğü, tutarlılığı, istikrarı ve öngörülebilirliği, sermaye sınırlamaları ve piyasaya erişim özgürlüğü gibi belirli kriterler dâhilinde sınıflandırmaktadır. Bu kapsamda ülkeler 4 gruba ayrılmıştır. Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler, Gelişmekte Olan Sınırında Olan Ülkeler bu 4 gruba atıftır. Bir de bu grupların yanına araştırmacı tarafından 4 grubu da kapsayan Dünya ana kütlesi eklenmiştir. Bağımlı ve kontrol değişkeni dataları Dünya Bankasına ait DataBank'tan elde edilmiştir. Bağımsız değişkenler ise Dünya Bankası'nın bir gösterge datası olan The Worldwide Governance Indicators'dan (WGI) alınmıştır. 6 ana politik risk bileşeni şu şekildedir: İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL), Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC).

Dataların çok büyük veriler içermesi dolayısıyla (Milyon ve Milyar Dolar gibi...) tüm değişkenlerin e tabanında logaritması alınmıştır. Araştırmada regresyon analizleri tüm değişkenleri yedili optimal ölçeklere çevirerek yapılmıştır. Bunun sebebi normal dağılım sergilemeyen bir data setinin normal hale getirilmesine olanak

sağlaması ve ilişki analizlerinde bu tip bir optimal ölçeklemenin daha net sonuçlar vermesidir. Hollanda'daki Leiden Üniversitesi Sosyal ve Davranış Bilimleri Fakültesi tarafından geliştirilen (Data Theory Scaling System Group (DTSS)) CATREG nümerik verilerin optimal ölçeklere çevrilerek analizlerinin yapılmasına olanak sağlamaktadır. Ölçeklendirme her FTSE International Limited ülke grubu için tekrardan yapılmıştır. Çalışmadaki tüm analizler IBM Statistics SPSS 22 programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Analiz bölümünde uygulanan temel araştırma modelleri aşağıdaki gibidir:

$$FDI_{it} = \alpha + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 GNI_{it} + \beta_3 PR_{kit} + \epsilon_{it}$$

$$FPI_{it} = \alpha + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 GNI_{it} + \beta_3 PR_{kit} + \epsilon_{it}$$

FDI: Doğrudan Yabancı Yatırımların e Tabında Logaritması

FPI: Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımlarının e Tabanında Logaritması

GNI: Satın Alma Gücü Paritesine Dayanan Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Gelirin e Tabında Logaritması

GDP: Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın e Tabında Logaritması

PR: İlgili Ülke Politik Risk Bileşeninin e Tabında Logaritması

k: Politik risk bileşeni (İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL), Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC))

i: Ülke

t: Yıl

Araştırmanın ana sorusu “Ülkeler, sermaye piyasaların gelişmişliklerine göre kategorize edildiğinde politik risk notlarıyla yabancı yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki var mıdır?” olarak belirlenmiştir. Bu ana soru temelinde 60 adet alt kombinasyon hipotez oluşturulmuş test edilmiştir. Araştırmanın sonuçları Tablo 47 Hipotez Testleri Sonuçları tablosunda sergilenmektedir.

Araştırma sonuçlarına göre yönetime dayalı politik riskler ile yabancı yatırım arasında farklı güven aralıklarından anlamlı bir ilişki kurulmuştur. Özellikle ülkeler gruplara ayrıldığında bu ilişkinin daha da derin şekilde belirginleştiği görülmektedir.

FTSE Dünya geneli için yönetimle ilgili politik risklerden; Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ve Düzenleyicilik Kalitesinin(WGIRQ) ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) pozitif olarak bir ilişki içinde olduğu görülmüştür. WGIGE data doneleri genel anlamda ülke bürokrasisin kalitesiyle ilgilidir. Hükümete duyulan güven, ülkenin genel alt yapı kalitesi, iş ortamı, bürokrasinin özel sektöre yaklaşımı gibi görüşleri içermektedir. WGIPS, şiddet olayları, savaş, terör ve mafya gibi ülkeyi genel anlamda ve büyük ölçekte etkileyebilecek ciddi olayları içermektedir. Bu tip olayların siyasi olarak istikrarı bozduğu, hükümetlerin istifa etmesine veya devrilmesine yol açtığı bilinmektedir. Yeni bir siyasi ortam kurmanın getirdiği zorluklar ise uzun dönemde politik riski ve belirsizlikleri her zaman için arttıran bir durum oluşturmaktadır. WGIRQ, ticaret özgürlüğü ve ticaret politikası, finans, vergi, piyasa, rekabet gibi genel olarak iş ortamını düzenleyici unsurları içermektedir. Bu unsurların uluslararası yatırımlar ile bağıntılı olması aslında doğal bir durum gibi görünmektedir. Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI) ile neredeyse tüm yönetimle ilgili politik risk değişkenleri arasında bir bağıntı kurulmuştur. Küreselleşme olgusu ile birlikte özellikle özel nitelikli portföy sermayesi hareketlerin arttığı bilinmektedir. Bu tip yatırımların daha çok kısa vadede politik, mali ve ekonomik risklere duyarlı olduğu için uzun vadede büyük risk taşıyan ülkelere uzak durmaktadırlar. Küreselleşme hareketlerin yoğun olarak yaşandığı dünyada FPI yatırımların bir milliyetinin olmadığı düşünülmektedir. Bu sebeple bu yatırımlarla Dünya grubunun politik bileşenleri arasında kurulan ilişki ülkeler gruplara ayrıldığında bu kadar net çıkmamaktadır.

FTSE Gelişmiş Ülkelerin, yönetimle ilgili politik riskler ile olan ilişkisi diğer gruplarınkinden daha farklı gerçekleşmiştir. Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile FDI arasında negatif bir ilişki varken sadece Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile pozitif bir ilişki görülebilmektedir. FPI için ise bağıntı görülememiştir. Gelişmiş ülkeler hali hazırda kendi sermaye birikimlerine sahiplerdir ve bunun paralelinde sanayi ve hizmet sektörleri de oldukça gelişmiştir. Bu ülkelerin birçoğunun yönetim ile ilgili politik problemleri bulunmamaktadır. Sermaye ihtiyaçları daha çok niş ve entelektüel olarak adlandırılabilir düzeydedir. Bu nedenle gelişmiş ülkelere, sermaye açığı bulunan

gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkelerden sermaye hareketi beklenmemelidir. Bu sebeple özellikle Gelişmiş Ülkeler için hipotezlerin reddedilmesi aslında normal bir durumu yansıtmaktadır. Dahası gelişmiş ülkelerdeki yasaların ve düzenin genelde aşırı sıkı ve kuralcı olması kendi ülkelerindeki işletmelerin gelişmekte olan ülkelere kaymasına bile sebep olabilmektedir. Diğer bir nokta ise bu ülkelerin aşırı stabil ekonomilere sahip olmasının riski olumlu anlamda da düşürmesidir. Risk, yatırım yapmanın ve yatırım evreninin bir parçasıdır, bir yatırım veya karar sonucunda planlanan, tahmin edilen ya da beklenen fayda veya getirinin gerçekte olan geri dönüşten sapma göstermesi olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada altı çizilmesi gereken şey beklenen durum ile gerçekleşen sapma arasındaki farkın her zaman olumsuz olmayabileceği hatta aksine olumlu da olabileceğidir. Yüksek riskin yüksek getiriye referans olduğu varsayılırsa, bazı sermaye grupları riskli görünen durumları kendi yöntemleriyle kontrol altına alarak bu fazlalık riskten de ekstra getiriler elde edebilmektedirler. Ancak gelişmekte olan ülkeler genelde bu olgudan yoksundur. Sonuç olarak FTSE Gelişmiş Ülkeler ile yabancı yatırımlar arasında genel anlamda ilişkisizlik veya negatif bir ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir.

Araştırmanın en önemli sonucu FTSE Gelişmekte olan ve 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkelerin yönetimle ilgili politik risklere hem benzer şekilde hem de diğer gruplara göre pozitif olarak daha fazla duyarlı olmasıdır. Bu durumun temelde gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için gerekli sermayeyi kendi imkânlarıyla ortaya koyamamalarından kaynaklanmaktadır. Bunun yanında bu ülkeler sadece sermaye açığı ile değil; gerekli teknoloji, ekipman, makine, insan kaynağı ve bilgi açığı ile de karşı karşıya bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş olan ülkelere göre daha kırılgan olması ve yabancı sermayeye olan ihtiyaçları bu sebeple kendilerini yapısal anlamda geliştirmeye itmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin küreselleşme olgusuyla yıllar içinde yaptıkları yapısal reformlar, bu ülkelerde görülen hızlı büyüme, belirli ölçüde sağlanan finansal istikrar, gelişmekte olan ülkelerdeki risk algısı ve yatırımcıyı koruyucu önlemlerle beraber yatırımcıların getirilerindeki artışlar, bu ülkeleri sermaye açısından çekici hale getirmektedir. Politik riskleri elemine edip, finansal istikrarın sağlayabilen, başarılı kur politikaları güden, alt yapı geliştiren, başarılı özelleştirme uygulamaları gerçekleştiren ve bölgesel entegrasyonlar sağlayan ülkeler pastadan daha büyük pay alırken, bunları başaramayan ülkeler daha da kırılgan

hale gelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını finanse edebilmek amacıyla genel olarak liberal devlet politikaları uygulamaktadır.

Gelişmekte Olan Ülkelerin, Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile pozitif beta ile bağıntısı olduğu görülürken, 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkelerde ise, Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ), İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA), Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), ve Hükümetin Etkinliği(WGIGE) için oldukça benzer sonuçlar görülmüştür. Doğrudan Yabancı Yatırımlar'da(FDI) bu durum hipotezlerin doğruluğunu daha da desteklerken, özellikle küresel sermayenin aktığı gelişmekte olan ülkelere, benzer durumlara rastlanması yönetime dayalı politik risklerin yabancı yatırımlar üzerinde etkisi olduğunu kanıtlar niteliktedir. Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları'nda (FPI) ise FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkelerin, FTSE Gelişmekte Olan Ülkelere göre daha duyarlı olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler genel olarak gelişmiş olanlara göre daha çok risk taşımaktadırlar. Gelişmekte Olan Ülkeler için Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) ile pozitif bir bağıntı içinde olan FPI, 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkelerle Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), Hükümetin Etkinliği(WGIGE), Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ve Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ile pozitif bir bağıntı içinde olmaktadır.

FTSE Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler için, Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) ile sadece Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS) ve Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) arasında bir bağıntı yakalanırken, Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI) ile bu bağıntı herhangi bir politik risk bileşeni özelinde yakalanamamıştır.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI), Gelişmekte Olan Ülkelere ve 2. Seviye gelişmekte olan ülkelere doğru hareket eden bir sermaye hareketiyken, Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımlarının (FPI) sermaye hareketinin Gelişmiş Ülkelere doğru

olduğu düşünülmektedir Bunun sebebi FPI'ın daha gelişmiş bir sermaye piyasası istemesiyken, FDI'ın daha çok büyüme potansiyeline dayalı olmasıdır.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) için Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile tüm FTSE grupları için bağıntı kurulurken, Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC) ile sadece 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler arasında bağıntı kurulabilmiştir. Benzer bir durum Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) içinde oluşurken, ilişki sadece Gelişmekte Olan Ülkeler ile kurulmuştur. Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları (FPI) için Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) bağıntı kurulabilen kavramlar iken, Hükümetin Etkinliği(WGIGE) Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile bu bağıntının çok zayıf olduğu görülmüştür. Eğer total olarak bakılırsa her iki yatırım tipini de çekmek isteyen ülkenin yapısal olarak reformlar gerçekleştirmesi gerektiği iki farklı yatırım türünde farklı kavramlarla farklı düzeylerde bağıntılar kurmasın çıkarılabilmektedir.

Tüm ülke gruplarında FDI'ile GDP arasında ciddi mananda ilişki olduğu pozitif betalardan görülürken, bu ilişki gelişmekte olan ülkelere daha nettir. GNIPPP verisindeki enflasyon etkisinin yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu görülürken, gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkelere negatif betalar görülmüş, ancak gelişmiş ülkelere bu durum pozitif olarak yansımıştır.

Gelişmiş ülkelere bol miktarda piyasa katılımcısı bulunmakta iken, bunun yanında düşük faizlerle desteklenen ekonomileri ise risk getiri oranını düşürmektedir. Bu sebeple gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri gerçekleştirmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların oldukça büyük bölümünü Doğrudan Yabancı Yatırımlar(FDI) ve Yabancı Portföy Sermayesi Yatırımları(FPI) oluşturmaktadır. FPI temelde kısa vadeli kaynaklar ve uzun vadeli ikiye ayrılabilir. Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli kaynaklar genellikle para piyasalarında gerçekleşirken, son derece spekülasyon olması bakımından gelişmekte olan ülkelere için oldukça riskli olmaktadır. FDI, ev sahibi ülkeye yönetsel ve teknolojik birçok fayda sağlayarak, rekabetin artmasına ve piyasa

etkinliğinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Ancak, FPI ilk etapta ülke ekonomisine katkı sağlar gibi görünse bile borsada fiyatların aşırı yükselmesine, finans sistemin dengesizleşmesine, ülkeden çıktıklarında ise enflasyona ve cari bozulmaya sebep olmaktadır. Bu tip fonlar kısa vadede olumlu gibi görünse bile herhangi bir politik, mali ve ekonomik risk ile ülkeyi terk ettiğinde, gelişmekte olan ülke için büyük bedeller ile ağır maliyetler oluşturabilmektedir. Bu durumun yanında özel nitelikli sermaye akımların, resmi kaynaklı sermaye akımlarının önüne geçmesi de bu ülkeler için riski arttıran bir durumdur. Araştırmanın sonuçlarını özetlemek gerekirse:

- Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş olanlara göre yönetişime dayalı politik risklere karşı daha fazla duyarlı olmaktadır.
- Gelişmiş ülkelerin politik risklere duyarsız olduğu veya negatif bir bağıntı içinde bulunduğu söylenebilmektedir.
- Genel anlamda yabancı yatırımlar ile politik riskler pozitif bağıntılıdır.
- FDI için Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik(WGIPS), Düzenleyicilik Kalitesi(WGIRQ) ile tüm FTSE gruplarında bağıntı kurulmuştur.
- FPI için en çok bağıntı kurulan kavramlar Yolsuzluğun Önlenmesi(WGICC), Hukukun Üstünlüğü(WGIRL) ve İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik(WGIVA) olmuştur.

Tablo 3.38 Hipotez Testleri Sonuçları

	FDI Hipotezleri	Hipotez Kabul/Red	Beta	Anlamlılık	FPI Hipotezleri	Hipotez Kabul/Red	Beta	Anlamlılık
FTSE Dünya	H1a(WGICC)	Red	,053	,141	H2a(WGICC)	Kabul	,084	,048**
	H1b(WGIGE)	Kabul	,108	,005*	H2b(WGIGE)	Red	,070	,105
	H1c(WGIPS)	Kabul	,054	,087***	H2c(WGIPS)	Kabul	,098	,020**
	H1d(WGIRL)	Red	,028	,400	H2d(WGIRL)	Kabul	,107	,020**
	H1e(WGIRQ)	Kabul	,125	,001*	H2e(WGIRQ)	Kabul	,093	,027**
	H1f(WGIVA)	Red	-,007	,824	H2f(WGIVA)	Kabul	,076	,020**
FTSE Gelişmiş Ülkeler	H3a(WGICC)	Red	,024	,651	H4a(WGICC)	Red	-,032	,611
	H3b(WGIGE)	Red	,028	,668	H4b(WGIGE)	Red	,022	,707
	H3c(WGIPS)	Kabul	-,101	,017**	H4c(WGIPS)	Red	,012	,816
	H3d(WGIRL)	Red	-,014	,789	H4d(WGIRL)	Red	,035	,561
	H3e(WGIRQ)	Kabul	,133	,015**	H4e(WGIRQ)	Red	,042	,502
	H3f(WGIVA)	Kabul	-,104	,002*	H4f(WGIVA)	Red	,013	,799
FTSE Gelişmekte Olan Ülkeler	H5a(WGICC)	Red	,037	,550	H6a(WGICC)	Kabul	,154	,100***
	H5b(WGIGE)	Red	,110	,467	H6b(WGIGE)	Red	-,224	,217
	H5c(WGIPS)	Kabul	,148	,025**	H6c(WGIPS)	Red	-,026	,808
	H5d(WGIRL)	Kabul	,188	,024**	H6d(WGIRL)	Kabul	,235	,092*
	H5e(WGIRQ)	Kabul	,218	,038**	H6e(WGIRQ)	Red	-,148	,315
	H5f(WGIVA)	Kabul	,108	,057***	H6f(WGIVA)	Kabul	,162	,092*

	FDI Hipotezleri	Hipotez Kabul/Red	Beta	Anlamlılık	FPI Hipotezleri	Hipotez Kabul/Red	Beta	Anlamlılık
FTSE 2. Seviye Gelişmekte Olan Ülkeler	H7a(WGICC)	Kabul	,118	,069**	H8a(WGICC)	Kabul	,292	,001*
	H7b(WGIGE)	Kabul	,200	,001*	H8b(WGIGE)	Kabul	,273	,001*
	H7c(WGIPS)	Kabul	,210	,004*	H8c(WGIPS)	Kabul	,156	,100***
	H7d(WGIRL)	Red	,045	,378	H8d(WGIRL)	Kabul	,210	,011**
	H7e(WGIRQ)	Kabul	,200	,001*	H8e(WGIRQ)	Red	,106	,184
	H7f(WGIVA)	Kabul	,172	,018*	H8f(WGIVA)	Red	,025	,722
FTSE Gelişmekte Olan Sınırındaki Ülkeler	H9a(WGICC)	Red	,000	,992	H10a(WGICC)	Red	-,092	,242
	H9b(WGIGE)	Red	,075	,172	H10b(WGIGE)	Red	-,061	,390
	H9c(WGIPS)	Kabul	,141	,002*	H10c(WGIPS)	Red	,078	,250
	H9d(WGIRL)	Red	-,050	,352	H10d(WGIRL)	Red	-,086	,299
	H9e(WGIRQ)	Kabul	,108	,042**	H10e(WGIRQ)	Red	,044	,573
	H9f(WGIVA)	Red	,012	,803	H10f(WGIVA)	Red	-,026	,632

* 0,01 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

** 0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

*** 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

KAYNAKÇA

- ABUAF**, Niso. “Valuing Emerging Market Equities: A Pragmatic Approach Based on the Empirical Evidence”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 27, 2015, s. 71-88.
- ADAIR**, A., **DOWNIE**, M. L., ve **MCGREAL**, S.. **European Valuation Practice: Theory and Techniques**, Taylor & Francis Group, London, 1996.
- ALTINOK**, Tefik. **ÜNAL**, Targan. **Finansal Yönetim**, Finans Kulüp Yayınları, İstanbul, 2016.
- ANSCOMBE**, J. Francis. **AUMANN**, Robert J. "A Definition of Subjective Probability." **The Annals of Mathematical Statistics**, 1963, vol. 34, s. 199-205.
- ANSİKLOPEDİK EKONOMİ SÖZLÜĞÜ**, Dünya Yayıncılık, 12. Baskı, Nisan 2012.
- ATKINSON**, Glen. “Going Concerns, Futurity and Reasonable Value”, **Journal of Economic Issues**, 43, Haziran 2009, s.434-435.
- BAKER**, Richard. **Determining Value: Valuation Models And Financial Statements**, New York, Prentice Hall, 2001.
- BANCEL**, Frank. **MITTOO**, Usha R. “The Gap Between Theory And Practice Of Corporate Valuation: Survey Of European Experts”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol.26, 2014. s. 106-117.
- BARTH**, Mary E., **BEAVER**, William H., **LANDSMAN**. Wayne R., “Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health”, **Journal of Accounting and Economics**, 25, 1998, s. 2-3.
- BARTH**, Mary E., **BEAVER**, William H., **LANDSMAN**. Wayne R., “The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, 2001, s. 98-99.
- BECKERT**, Jens. **ASPERS**, Patrik. **The Worth of Goods Valuation and Pricing in the Economy**, Oxford, Oxford University Press, 2011.
- BEKAERT**, Geert. ve diğ., “Political Risk and International Valuation” **Journal of Corporate Finance**, Vol. 37, s 1-23.
- BÉNÉTRIX**, Agustin S. **LANE**, Philip R. **SHAMBAUGH** Jay C. “International Currency Exposures, Valuation Effects And The Global Financial Crisis”, **Journal of International Economics**, Vol. 96, s 98-109.
- BEOM**, Binh Ki., **HOGYU**, Jhang. “Extraneous Risk: Pricing of Non-systematic Risk.”, **Annals of Economics and Finance**, Kasım 2015, 16, s. 335-352.
- BERGER**, Allen N. **DEMSETZ**, Rebecca S. **STRAHAN**, Philip E. “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, And Implications for the Future”, **Journal of Banking & Finance**, 1999, Vol. 23, s. 135-138.

- BHATTACHARYA, CB., SEN, Sankar. KORSCHUN, Daniel. Leveraging Corporate Responsibility The Stakeholders Route to Maximizing Business and Social Value**, 3rd printing, Cambridge University Press, 2012.
- BHATTACHARYYA, Srijaanee. SLAUGHTER, May. "Legal Regimes Governing Foreign Direct Investment (FDI) in Host Countries" Advocates for International Development**, 2012, s. 2-7.
- BIRRUA, Justin. WANG, Baolian. "Nominal Price illusion" Journal of Financial Economics**, 2016, Vol. 119, s. 578-598.
- BOLAK, Mehmet. Risk ve Yönetimi**, Birsen Yayın Evi, İstanbul, 2. Baskı, 2016.
- BOLAK, Mehmet. Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul, 2001.
- BORSA İSTANBUL A. Ş., Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme**, İstanbul, 2017.
- BOZANIC, Zahn. "Managerial Motivation And Timing Of Open Market Share Repurchases." Review of Quantitative Finance and Accounting**, 2010, Vol. 34, s 517-520.
- BREWER, Thomas L. "Political Sources of Risk in the International Money Markets: Conceptual, Methodological and Interpretive Refinements" Journal of International Business Studies**, 1983, Vol. 14, s. 161–164.
- BRUNETTI, Aymo. WEDER, Beatrice, "Investment and Institutional Uncertainty: A Comparative Study of Different Uncertainty Measures", Weltwirtschaftliches Archiv**, 1998, Vol. 134, s. 513-533.
- BURKE, Megan M. "Benefits of an Employee Stock Ownership Plan in Succession Planning: an ESOP can be used to finance an owner's exit from a business and has the added advantage of tax deferral on the gain from the sale of the business.", Journal of Accountancy**, 2015 Vol. 220, s. 65-68.
- BUSSE, Matthias. HEFEKER, Carsten, "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA), HWWA Discussion Paper**, 2005, Vol. 315, s.1-24.
- CAHAN, Steven F. VILLIERS, Charl. DE DEBRA, C. Jeter. NAIKER, Vic. STADEN, Chris J. Van. (2016) "Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence", European Accounting Review**, 2016, Vol. 25, 579-611.
- CALHOUN, Mikelle A. Country Risk: Its Measurement And Impact On Foreign Direct Investment**, New York, ProQuest Information and Learning Company, 2003, s. 3.
- CARROLL, Archie B..The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Chapter 2 A History of Corporate Social Responsibility**, Oxford University Press, 2008.
- CHOUDHRY, Moorad. Introduction to Value-at-Risk**, John Wiley & Sons Inc., New York, 2013.
- CLOUGHERTY. Joseph A., DUSO. Tomaso, "Using Rival Effects to Identify Synergies And Improve Merger Typologies", Journal of Strategic Organization**, 9, Kasım 2011, s. 311–312.
- COLES, Jeffrey L., NAVEEN, D. Daniel., NAVEEN, Lalitha. "Managerial Incentives And Risk-Taking" Journal of Financial Economics**, 2006, 29, s. 431-468.

COPELAND, Tom. KOLLER, Tim. MURRIN, Jack. Valuation: Measuring and Managing The Valuation Of Companies, New York, McKinsey & Company Inc., 3rd edition, 2000.

CURTO, José Dias., PINTO, José Castro. “The Coefficient of Variation Asymptotic Distribution in the Case of Non-Iid Random Variables”, **Journal of Applied Statistics**, 36, Ocak 2009, s.21–32.

DA, Zhi Hong., KEEJAE P. Lee., “What Drives Target Price Forecasts And Their Investment Value?” **Journal of Business Finance & Accounting** Mar/Apr 2016, Vol. 43 Issue 3/4, s. 487-510.

DAMODARAN, Aswath Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Working Paper, New York University, New York, 2006.

DAMODARAN, Aswath. “Country Risk: Determinants, Measures and Implications”, Çalışma Kâğıdı, New York, 2016 s. 2.

DAMODARAN, Aswath. “Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies”, Working Paper, New York University, New York, 2009 s. 1-4.

DAMODARAN, Aswath. Damodaran On Valuation : Security Analysis For Investment And Corporate Finance, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 2006, 2nd Edition.

DAMODARAN, Aswath. Investment Philosophies : Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work, John Wiley & Sons, Incorporated, Hoboken, New Jersey 2012.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 3rd Edition., Nisan 2012.

DAMODARAN, Aswath. The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, New Jersey, Pearson Education, Inc., 2010.

DAMODARAN, Aswath. The Value of Synergy, Working Paper, New York, Ekim 2005.

DAMODARAN, Aswath. Value at Risk (VaR), Working Paper, New York University New York.

DELOITTE. Annual Turkish M&A Review 2017, Ocak 2018.

DEUTSCHE BANK RESEARCH, “Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System”, **Deutsche Bank Research**, Frankfurt, 2009, s.1-26.

DIMBATH, Merle F. “The Theory and Practical Determination of Going Concern Value”, **Journal of Forensic Economics**, 7, 1994, s. 171-178.

DOBB, Maurice. Theories Of Value and Distribution Since Adam Smith: Ideology and Economic Theory, Cambridge, Cambridge University Press, 1975.

DUNNING, Jhon H. Multinational Enterprises and the Global Economy, 2nd Edition, Cheltenham UK, Edward Elgar Publishing Limited, 2008, s 317.

ESTRIN, Saul. MEYER, Klaus E. Investment Strategies in Emerging Markets, Massachusetts, Edward Elgar Publishing Ltd., 2004.

FABOZZI, Frank J., MARKOWITZ, Equity Valuation and Portfolio Management, New Jersey, John Wiley & Sons Inc. 2011.

FABOZZI, Frank J., MARKOWITZ, Harry M., The Theory and Practice of Investment Management, New Jersey, John Wiley & Sons Inc. 2011.

- FELTHAM**, Gerald A. **OHLSON**, James A. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, 1995, s. 689-731.
- FERNANDEZ**, Pablo. "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", Working Paper, University of Navarra, 2007, Madrid s. 4.
- FERNANDEZ**, Pablo. **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, Academic Press, Londra, 2002.
- FITCH RATINGS INC.** "Fitch Ratings: Ratings Definitions", Fitch Ratings Inc., New York, 2018, s.1-60.
- FITCH RATINGS INC.** "Sovereign Rating Criteria", Fitch Ratings Inc., New York, 2018, s.1-42.
- FITZPATRICK**, Mark. 'The Definition and Assessment of Political Risk in International Business: A Review of the Literature', **Academy of Management Review**, 1983, vol.8 s. 249–254.
- FRANKEL**, Richard. **LEE**, Charles M. C. "Accounting Diversity and International Valuation", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 4, 2001, s 1-56.
- FREIXAS**, Xavier. **LUC**, Laeven. **PEYDRÓ**, José-Luis, **Systemic Risk, Crises, and Macprudential Regulation**, MIT Press, Massachusetts, 2015.
- FTSE INTERNATIONAL LIMITED**, "FTSE Equity Country Classification Process", FTSE Russel, Londra, 2018, s. 1-12.
- GASTANAGA**, Victor. **NUGENT**, Jeffrey. **PASHAMOVA**, Bistra., "Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make?", **World Development**, 1998, Vol. 26, No. 7, s. 1299-1314.
- GITMAN**, Lawrence J. **ZUTTER**, Chad J. **Principles of Managerial Finance**, Essex, Pearson., 13th edition, 2012.
- GOLE**, William. **MORRI**, Joseph. **Mergers and Acquisitions**, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 3rd edition, Nisan 2007.
- GRAHAM**, Jhon R. **HARVEY**, Campell R. "The Theory And Practice Of Corporate Finance: Evidence From The Field", **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, 2001 s. 201-203.
- GREGORY**, Jon. **Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A Continuing Challenge for Global Financial Markets**, 2nd Edition, John Wiley & Sons Ltd, Sussex, 2nd Edition, 2012.
- GUPTA**, K. Pankaj. **Essentials Of Insurance And Risk Management**, Himalaya Publishing House, Mumbai, 2008.
- HABIB**, Mohsin. **ZURAWICKI**, Leon, "Corruption and Foreign Direct Investment.", **Journal of International Business Studies**, 2002, Vol. 33, s.291-307.
- HARVEY**, Campbell R. "12 Ways to Calculate the International Cost of Capital", Working Paper, Durham, North Carolina, USA, 2005, s. 5-6.
- HOLTHAUSENA**, Robert W. **WATTSB**, Ross L. "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, 2001, s. 27-30.
- HOOKE**, Jeffrey C., **Security Analysis And Business Valuation On Wall Street: A Comprehensive Guide To Today's Valuation Methods**, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 2010.

HULL Jhon C., **Options, Futures & Other Derivatives**, Pearson Education Inc., New Jersey, 5th edition, 2003.

ILIESCU Elena Mihaela. **DINU**, Alina Felicia. "Country Risk Importance on Investment Decision Making", **Economia Seria Management**, Vol. 14, 2011, s. 371-372.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International Valuations Standarts, Page Bros, Norwich, 2017.

IVASHKOVSKAYA, Irina. **KUZNETSOV**, Ivan. "An Empirical Study of Country Risk Adjustments to Market Multiples Valuation in Emerging Markets: the case for Russia", **Журнал Корпоративные Финансы**, Vol. 3, 2007, s. 26-52.

JARVIS, Darryl S. L. Conceptualizing, **Analyzing and Measuring Political Risk: The Evolution of Theory and Method**, Singapore National University of Singapore, Reaserch Paper, 2008.

JEFFREY, Simon, D. "Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects" **Columbia Journal of World Business**, 1982, Vol. 3, s. 62-71.

JONES, Ronald W. "International Capital Movements and the Theory of Tariffs and Trade", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 81 Harvard University Press, 1967, s. 1.

JUN, Kwang. **SINGH**, Harinder. "The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries" **Transnational Corporations**, 1996, Vol. 5, s. 67-105.

KARABIYIK, Lale E., **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**, Marmara Kitabevi, Bursa, 1997.

KARAKUŞ Rifat, "Determinants of Affecting Level from Systematic Risk: Evidence from BIST 100 Companies in Turkey", **Eurasian Journal of Business and Economics**, Şubat 2017, 10., s. 33-46.

KENNEDY, Charles R. "Political Risk Management: A Portfolio Planning Model" **Business Horizons**, Vol. 31, 1988, s. 26-33.

KHAN, Mashrur Mustaque. **AKBAR**, Mashque Ibne. "The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment", **Munich Personal RePEc Archive MPRA**, 2013, MPRA Paper Vol. 47283, s.1-12.

KOLB, W. Robert, **OVERDAHL**, A. James. **Financial Derivatives**, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 3rd edition, 2003.

LAM, Swee-Sum. **ZHANG**, Weina. "Does Policy Uncertainty Matter for International Equity Markets?", Working Paper, National University Of Singapore, Singapore, 2014, s. 1-48.

LARRABEE, David T. **VOSS**, Jason A. **Valuation Techniques : Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added**, and Real Options, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2012.

LEE, Charles M. C. **NG**, David. "Corruption and International Valuation: Does Virtue Pay?", **Cornell University Johnson School Research Paper Series**, Vol. 41, 2006, s. 2- 34.

LEE, Jeong-Yeon. **MANSFIELD**, Edwin. "Intellectual Property Protection and U.S. Foreign Direct Investment", *Review of Economics and Statistics*, 1996, Vol. 78, s. 181-186.

MADURA, Jeff. *International, Financial Management*, Ohio, Cengage Learning, 2008, 9th Edition.

MARX, Karl. **Kapital**, I. Cilt, Çev. Alaattin Bilgili, Sol Yayınları, Ankara, 1978.

MCWILIAMS, Abigail., **SIEGEL**, Donald. "Corporate Social Responsibility And Financial Performance: Correlation or Misspecification", **Strategic Management Journal**, 2000, 21, s. 603-609.

MENGER, Carl. **Principles Of Economics**, Çev. James Dingwall And Bert F. Hoselitz, Alabama, Ludwig von Mises Institute Prints, 2007.

MEULMAN, Jacqueline J. "Optimal Scaling Methods for Multivariate Categorical Data Analysis", **SPSS Inc. SPSS White Paper**, Data Theory Group Faculty of Social and Behavioral Sciences Leiden University, The Netherlands, 1998, s.1-12.

MOODY'S INVESTORS SERVICE INC., "Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings", Moody's Corporation Inc, New York, 2018, s. 1-35.

MOODY'S INVESTORS SERVICE INC., "Rating Symbols and Definitions", Moody's Corporation Inc, New York, 2018, s. 5-6.

NELSON, Karen K., "Fair Value Accounting for Commercial Banks: an Empirical Analysis", **The Accounting Review**, vol. 71, 1996 s. 163.

NIMTRAKOON, Sirinuch. "The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN", **Journal of Intellectual Capital**, 2015, Vol.16, s.587-618.

NORDAL, Kjell B. "Country Risk, Country Risk Indices And Valuation Of FDI: A Real Options Approach", **Emerging Markets Review**, Vol. 2, 2001, s.197.

OFFENBERG, David. **PIRINSKY**, Christo. "How Do Acquirers Choose Between Mergers And Tender Offers?", **Journal of Financial Economics**, 2015, Vol. 116, s.331-333.

OFFICE OF GOVERNMENT COMMERCE, **Management of Risk: Guidance for Practitioners**, the Stationary Office, Norwich, 2010.

OHLSON, A. James. "Earnings, Book values and Dividends in Security Valuation", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, 1995 s.661-687.

PALEARI, Stefano. **VISMARA**, Silvio. "Over-Optimism When Pricing IPOs", **Managerial Finance**, 2007, Vol. 33, s. 352-354.

PAPADOPOULOS, Nicolas. **HAMZAOU-ESSOUSSI**, Leila. **EL BANNA**, Alia. "Nation Branding for Foreign Direct Investment: an Integrative Review and Directions for Research and Strategy", **Journal of Product & Brand Management**, 2016, Vol.25 s. 615-628.

PENMAN, Stephan H., "Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or a Minus?" **Accounting and Business Research**, 2007, 37, s. 33-44.

PETROVIĆ, Evica. **STANKOVIĆ**, Jelena. "Country Risk And Effects Of Foreign Direct Investment" **Economics and Organization**, Vol. 6, No 1, 2009, s. 9 – 10.

PIGNATARO, Paul. **Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2013.

PIKE, Richard. **NEALE**, Bill. **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies**, Essex, Pearson, 4th edition, 2003.

PINTO, Jerald E. **HENRY**, Elaine. **ROBINSON**, Thomas R. **STOWE**, John D. **Equity Asset Valuation**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2nd edition, 2010.

PORTER, Michael E. **Rekabet Stratejisi: Sektör ve Rakip Analiz Teknikleri**, Çev. Gülen Ulubilgen, İstanbul, Sistem Yayıncılık, 2000.

- PRICER**, Robert W., **JOHNSON** Alec C., “The Accuracy of Valuation Methods in Predicting The Selling Price Of Small Firms”, **Journal of Small Business Management**, Ekim 1997, 35, s. 25.
- RAMCHARRAN**, Harri. “Estimating the Impact of Risks on Emerging Equity Market Performance: Further Evidence on Data from Rating Agencies”, **Multinational Business Review**, 2003, Vol. 11, s. 77–90.
- REZAEI**, Zabihollah. **Financial Services Firms: Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions**, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 3rd edition, 2011.
- ROSENBAUM**, Joshua. **PEARL**, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, Mayıs 2009.
- SABALI**, Jaime. ”A Practical Approach for Quantifying Country Risk”, **Journal of G.C.G.**, Vol.2 2008, s 50-63.
- SCHLARBAUM**, Gary G. **The Institute of CFA: Equity Markets and Valuation Methods**, California, Professional Book Distributors, 1988.
- SCHMIDT**, David A. “Analyzing Political Risks,” **Business Horizons**, Vol. 29, 1986, s. 43-60.
- SELOW**, Kenneth F. “Acquisition of Assets of a Subsidiary: Liquidation or Reorganization?”, **Harvard Law Review**, 1960, Vol. 73, s. 484-487.
- SOTO**, Tatiana, **Methods For Assessing Brand Value : a Comparison Between the Interbrand Model And The BBDO's Brand Equity Evaluator Model**, Diplomica Verlag, Hamburg, 2008.
- SULEMAN**, Muhammad Tahir. **The Effect of Political Risk on Emerging and Developed Markets**, Wellington, New Zealand, Publishing Limited, 2017, s 34.
- SUSMEL**, Rauli. “**Country Risk (CR)**”, Working Paper, University of Houston, Houston, USA, 2011, s. 1-2.
- TAPIERO**, S. Charles. **Risk Finance and Asset Pricing: Value, Measurements, and Markets**, John Wiley and Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 2010.
- THE POLITICAL RISK SERVICES GROUP**, “ICRG Methodology”, The PRS Group, New York, 2018, s. 1-17.
- TOLL**, Christian. **HERING**, Thomas “Valuation of Company Merger from the Shareholders’ Point of View.” **Amfiteatru Economic**, 2017, Vol.19, s. 837-838.
- ULUSLARARASI DEĞERLEME STANDARTLARI KONSEYİ**. Uluslararası Değerleme Standartları, Page Bros, Norwich, 2017.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT**, “Foreign Direct Investment, the Transfer and Diffusion of Technology and Sustainable Development”, **UNCTAD**, New York and Geneva, 2010, s. 1-24.
- VAUGHAN**, Emmett. **Risk Management**, John Wiley and Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 1997.
- VELLANI**, Karim H. **Strategic Security Management**, Elsevier Inc., Oxford, 2007.
- VIEBIG**, Jan. **THORSTEN**. Poddig, **VARMAZ**. Armin, **Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks**, Sussex, John Wiley & Sons Inc., 2008.
- WAFO**, Guy Leopold Kamga. “Political Risk and Foreign Direct Investment”, Working Paper, University of Konstanz, Konstanz, German, 1998, s. 1-2.

WAI, Chung Yeong. **SOK** Li Lim. **KHOO**, Michael Boon Chong. **CASTAGLIOLA**, Philippe. “Monitoring the Coefficient of Variation Using a Variable Parameters Chart”, **Quality Engineering**, Mayıs 2017, 30., s. 212-235.

WALKER, Russell. **Financial Engineering and Risk Management Vol. 2 Winning with Risk Management**, World Scientific Publishing Co Pte Ltd, Singapore, 2014.

WEATHERFORD, Jack. **The History of the Money: from Sandstone to Cyberspace**, Three River Press, New York, 1997.

WEI, Shang Jin. “How Taxing is Corruption on International Investors?”, **Review of Economics and Statistics**, 2000, Vol. 82, s. 1-11.

YARDIMCI, Atilla. **Odalar ve Borsalar İçin Temel İstatistiki Yöntemler**, TOBB Yayınları, Ankara, 2008.

ZARDKOOHI, Asghar., **KANG**, Eugene., **FRASER**, Donald., **CANNELLA**, Albert A. “Managerial Risk-Taking Behavior: A Too-Big-To-Fail Story” **Journal of Business Ethics**, Nisan 2018, 149, s. 221-233.

ZENNER, Marc. **AKAYDIN**, Ecehan. **A Practical Approach to the International Valuation & Capital Allocation Puzzle**, Global Corporate Finance Papers, Salomon Smith Barney Financial Strategy Research, 2002, s. 3-31.

E-Kaynaklar ve Linkler:

Kamu Gözetim Kurumu, Türkiye Muhasebe Standartları,
<http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/4105/TurkiyeMuhasebeStandartlari>,
Erişim tarihi:15.05.2018.

Kamu Gözetim Kurumu, Türkiye Finansal Raporlama Standartları 13,
<http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/7890/TMS/TFRS-2018-Seti>, Erişim
tarihi:15.05.2018.

Borsa İstanbul A. Ş., Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme,
[http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.p](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf)
[df](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf) , Erişim tarihi: 16.05.2018.

Resmi Gazete, Türk Ticaret Kanunu,
<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/02/20110214-1-1.htm>, Erişim tarihi:
21.05.2018.

Kamuyu Aydınlatma Platformu, Şirket Bildirimleri Sorgulama,
<https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu>, Erişim tarihi 22.05.2018

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, TCMB Kanunu,
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hak](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Mevzuat/)
[kinda/Mevzuat/](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Mevzuat/) Erişim tarihi: 24.05.2018.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, BDDK Teşkilat Yönetmeliği,
[https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/BDDKya_Iliskin_Duzenlemeler/1](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/BDDKya_Iliskin_Duzenlemeler/1714bddk_teskilat_yonetmeligi.pdf)
[714bddk_teskilat_yonetmeligi .pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/BDDKya_Iliskin_Duzenlemeler/1714bddk_teskilat_yonetmeligi.pdf) , Erişim tarihi 25.5.2018.

Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2709.pdf>, Erişim tarihi 28.05.2018.

Deloitte, Annual Turkish M&A Review 2017, <https://www2.deloitte.com/tr/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-2017.html> , Erişim Tarihi: 26.05.2018

Borsa İstanbul A. Ş., Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, <http://www.borsaistanbul.com/sss/kiymetli-madenler-ve-kiymetli-taslar-piyasasi> , Erişim tarihi: 25.05.2018

Borsa İstanbul A. Ş., BİST Tarihçesi., <http://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf> , Erişim tarihi: 24.05.2018

Sermaye Piyasası Kurulu, SPK Görev, Yetki ve Temel Sorumlulukları, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/0/0> , Erişim tarihi: 25.05.2018.

The International Valuation Standards Council, About Us, <https://www.ivsc.org/about> Erişim tarihi 13.07.2018.

Financial Accounting Standarts Boards, Financial Accounting Standart 157 Fair Value Measurtment, <https://www.fasb.org/pdf/fas157.pdf> ,Erişim tarihi:17.07.2018.

Moody's Investors Service Inc., Moody's History: A Century of Market Leadership, <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx> , Erişim tarihi:17.10.2018.

Standard & Poor's Financial Services Llc., About Us, https://www.spratings.com/en_US/what-we-do , Erişim tarihi: 18.10.2018.

Standard & Poor's Financial Services Llc., Guidance, Criteria, Governments, Sovereigns: Sovereign Rating Methodology, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10221157, Erişim tarihi: 18.10.2018.

Wikipedia The Free Encyclopedia, Credit Rating, https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating , Erişim Tarihi: 19.10.2018

The Organisation for Economic Co-operation and Development, Country Risk Classification, <http://www.oecd.org/trade/xcred/crc.htm> , Erişim Tarihi: 25.10.2018.

Multilateral Investment Guarantee Agency, About History, <https://www.miga.org/history> , Erişim tarihi: 25.10.2018.

International Monetary Fund, Definition Of Foreign Direct Investment (Fdi) Terms, <https://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdf/diteg20.pdf> , Erişim tarihi: 05.11.2018.

United Nations, Foreign Direct Investment (Fdi) Terms, http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/methodology_sheets/global_econ_partnership/fdi.pdf , Erişim tarihi: 05.11.2018.

The World Bank, Data, Foreign Direct Investment, Net Inflows (BoP, current US\$), <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> , Erişim tarihi: 06.11.2018.

The World Bank, Data, Foreign Direct Investment, Net Outflows (% of GDP), <https://data.worldbank.org/indicator/BM.KLT.DINV.WD.GD.ZS> , Erişim tarihi: 06.11.2018.

FTSE International Limited, FTSE Equity Country Classification,
<https://www.ftse.com/products/indices/country-classification>, Erişim tarihi:
05.10.2018.

The World Bank, DataBank Home, <https://databank.worldbank.org/data/home>,
Erişim tarihi:11.01.2018.

Worldwide Governance Indicators, WGI Methodology,
<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>, Erişim tarihi:01.11.2018.

Mevzuat Bilgi Sistemi, Vergi Usul Kanunu,
<https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.pdf>, Erişim tarihi: 29.04.2019.



EKLER

Ek-A FTSE International Limited Ülke Sınıflandırması 2018

Gelişmiş	Gelişmekte Olan	2. Seviye Gelişmekte Olan	Gelişmekte Olan Sınırlarında
Avustralya	Brezilya	Şili	Arjantin
Avusturya	Çekya	Çin	Bahreyn
Belçika	Yunanistan	Kolombiya	Bangladeş
Kanada	Macaristan	Mısır	Botsvana
Danimarka	Malezya	Hindistan	Bulgaristan
Finlandiya	Meksika	Endonezya	Fildişi Sahili
Fransa	Güney Afrika Cum.	Kuveyt	Hırvatistan
Almanya	Tayvan	Pakistan	Kıbrıs
Hong Kong	Tayland	Peru	Estonya
İrlanda	Türkiye	Filipinler	Gana
İsrail		Katar	Ürdün
İtalya		Rusya	Kazakistan
Japonya		BAE	Kenya
Hollanda		Suudi Arabistan	Letonya
Yeni Zelanda			Litvanya
Norveç			Makedonya
Polonya			Malta
Portekiz			Mauritius
Singapur			Fas
Güney Kore			Nijerya
İspanya			Umman
Lüksemburg			Filistin
İsveç			Romanya
İsviçre			Sırbistan
Birleşik Krallık			Slovakya
ABD			Slovenya
			Sri Lanka
			Tunus
			Vietnam
			İzlanda
26	10	14	30

Ek-B1 WGI Data Sağlayıcıları

Kod	Veri Kaynağı Kurum Adı	Kod	Veri Kaynağı Kurum Adı
ADB	African Development Bank Country Policy and Institutional Assessments	AFR	Afrobarometer
ASD	Asian Development Bank Country Policy and Institutional Assessments	BPS	Business Enterprise Environment Survey
BTI	Bertelsmann Transformation Index	CCR	Freedom House Countries at the Crossroads
EBR	European Bank for Reconstruction and Development Transition Report	EIU	Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index
FRH	Freedom House	GCB	Transparency International Global Corruption Barometer Survey
GCS	World Economic Forum Global Competitiveness Report	GII	Global Integrity Index
GWP	Gallup World Poll	HER	Heritage Foundation Index of Economic Freedom
HUM	Cingranelli Richards Human Rights Database and Political Terror Scale	IFD	IFAD Rural Sector Performance Assessments
IRP	IREEP African Electoral Index	IJT	iJET Country Security Risk Ratings
IPD	Institutional Profiles Database	LBO	Latinobarometro
MSI	International Research and Exchanges Board Media Sustainability Index	OBI	International Budget Project Open Budget Index
PIA	World Bank Country Policy and Institutional Assessments	PRC	Political Economic Risk Consultancy Corruption in Asia Survey
PRS	Political Risk Services International Country Risk Guide	RSF	Reporters Without Borders Press Freedom Index
TPR	US State Department Trafficking in People Report	VAB	Vanderbilt University Americas Barometer
VDM	Varieties of Democracy Project	WCY	Institute for Management and Development World Competitiveness Yearbook
WJP	World Justice Project Rule of Law Index	WMO	Global Insight Business Conditions and Risk Indicators

Ek-B2 WGI'nin Güncellemesinde Kullanılan Veri Kaynakları ve Dâhil Oldukları Yılları Gösteren Bir Özet

Kod	Halka Açık mı?	Kapsam Ülke Sayısı	Değerlendirme Türü	96 *	98 *	00 *	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17
ADB	Kısmen	54	Uzman Görüşü		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
AFR	Evet	22	Anket			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
ASD	Kısmen	28	Uzman Görüşü			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
BPS	Evet	30	Anket			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x		
BTI	Evet	129	Uzman Görüşü				x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
CCR	Evet	69	Uzman Görüşü						x	x	x	x	x	x	x	x	X	x				
EBR	Evet	33	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	
EIU	Evet	183	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
FRH	Evet	198	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
GCB	Evet	115	Anket			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
GCS	Evet	144	Anket	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
GII	Evet	62	Uzman Görüşü					x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
GWP	Evet	161	Anket							x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
HER	Evet	183	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
HUM	Evet	194	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
IFD	Evet	98	Uzman Görüşü						x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
IJT	Evet	197	Uzman Görüşü						x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
IPD	Evet	143	Uzman Görüşü							x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
IRP	Evet	54	Uzman Görüşü			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
LBO	Evet	18	Anket	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
MSI	Evet	71	Uzman Görüşü				x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
OBI	Evet	100	Uzman Görüşü						x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x

Kod	Halka Açık mı?	Kapsam Ülke Sayısı	Değerlendirme Türü	96 *	98 *	00 *	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17
PIA	Kısmen	136	Uzman Görüşü		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
PRC	Evet	17	Anket			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
PRS	Evet	140	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
RSF	Evet	177	Uzman Görüşü				x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
TPR	Evet	185	Uzman Görüşü			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
VAB	Evet	26	Anket						x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
VDM	Evet	171	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
WCY	Evet	59	Anket		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x
WJP	Evet	97	Uzman Görüşü													x	X	x	x	x	x	x
WMO	Evet	203	Uzman Görüşü	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x

*1996,1998 ve 2000 yılları kesikli veriler içermesi sebebiyle çalışmada kullanılmamıştır.

Ek-C1 İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
IPD	Ulusal düzeyde seçimlerin özgürlüğü Seçim süreçleri hatalı mı? Temsilci kurumlar yürürlükteki resmi kurallara uygun olarak faaliyet gösteriyor mu? Basın özgürlüğü Örgütlenme özgürlüğü Toplanma özgürlüğü, gösteri hakları	FRH	Siyasal haklar Sivil özgürlükler Basın özgürlüğü Endeksi Medya Sivil toplum Seçim süreci
	Azınlıkların hak ve özgürlüklerine saygı gösterme IMF tarafından hazırlanan IV. madde raporu yayınlandı mı?	EIU	Demokrasi endeksi Şahsi menfaatler Kamu görevlilerinin hesap verebilirliği İnsan hakları Dernek kurma özgürlüğü
	Devlet bütçesinin güvenilirliği Devletin muhasebel güvenilirliği	GWP	Seçimlerin dürüstlüğüne güven
	Devlete ait firmaların muhasebe hesaplarının güvenilirliği	PRS	Siyasette askeriye'nin rolü Demokratik hesap verebilirlik
	Temel ekonomik ve finansal istatistiklerin güvenilirliği	RSF	Basın özgürlüğü endeksi
	Devlete ait bankalar muhasebesel olarak güvenilir mi? Devlet ekonomik politikası kamuoyunda tartışılıyor mu?	VDM	İfade özgürlüğü Örgütlenme özgürlüğü Temiz Seçimler
	Kamu alımlarında şeffaflık derecesi Ülkeyi terk etme özgürlüğü Yabancılar için giriş özgürlüğü Ülke vatandaşları için dünyanın her yerine seyahat özgürlüğü var mı?	AFR	Son ulusal seçimlerin netliği ve adilliği Parlamentoya ne kadar güveniyorsunuz?
	Gerçek medya çoğulculuğu var mı? İnternette erişim, gezinme ve yayın yapma özgürlüğü		Genel olarak, ülkenizdeki demokrasinin çalışma şeklinden ne kadar memnunsunuz?
BTI	Siyasi katılım		

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
BTI	Demokratik kurumların istikrarı Siyasi ve sosyal bütünleşme	GII	Seçimler Kamu yönetimi Bilgiye erişim ve şeffaflık Haklar
IFD	Kırsal kuruluşlar için politika ve yasal çerçeve Hükümet ve kırsal kuruluşlar arasındaki diyalog		
WJP	Faktör 1: Sınırlı devlet yetkileri Faktör 4: Temel haklar Faktör 5: Açık ve şeffaf Hükümet	LBO	Demokrasiden memnuniyet Parlamentoya güven
WCY	Hükümet politikasının şeffaflığı tatmin edici midir?	VAB	Parlamentoya güven Demokrasiden memnuniyet
IRP	Afrika seçim dizini	MSI	Medya sürdürülebilirlik endeksi
OBI	Şeffaf bütçe endeksi		

Ek-C2 Siyasi İstikrar ve Şiddetsizlik Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
EIU	Düzenli güç transferi	GCS	Terörizm maliyeti
	Silahlı çatışma	HUM	Siyasi terör ölçeği
	Şiddet gösterileri	IJT	Güvenlik riski değerlendirmesi
	Sosyal huzursuzluk Uluslararası gerilimler / terör tehdidi	IPD	İç çatışmaların yoğunluğu: etnik, dini veya bölgesel Yer altı siyasi örgütlerinin şiddet içeren faaliyetlerinin yoğunluğu Sosyal çatışmaların yoğunluğu
PRS	Hükümet istikrarı İç çatışma Dış çatışma Etnik gerilimler	WMO	Protesto ve isyanlar Terörizm Eyaletler/bölgeler arası savaş İç savaş
WCY	Siyasi istikrarsızlık		
WJP	Faktör 5.2: Sivil çatışmaların etkili bir şekilde sınırlandırılması		

Ek-C3 Hükümetin Etkinliği Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
EIU	Bürokrasinin kalitesi / kurumsal etkinlik Aşırı bürokrasi / bürokratik formaliteler	GCS	Altyapı İlköğretimin kalitesi
GWP	Toplu taşıma sistemi memnuniyeti Yol ve otoyol memnuniyeti Eğitim sistemi memnuniyeti	IPD	Kapsama alanı: devlet okulu Kapsam alanı: temel sağlık hizmetleri Kapsama alanı: içme suyu ve sanitasyon Kapsama alanı: elektrik şebekesi Kapsama alanı: ulaşım altyapısı Kapsama alanı: bakım ve atık bertarafı
PRS	Bürokratik kalite		
WMO	Altyapı bozulması Devlet hataları Politika kararsızlıkları	ADB	Kamu yönetiminin kalitesi Bütçe ve finansal yönetimin kalitesi Gelir seferberliğinin etkinliği
AFR	Temel sağlık hizmetlerinin iyileştirmesi Eğitim ihtiyaçlarının ele alınması		
ASD	Kaliteli kamu yönetimi Gelir seferberliği etkinliği Bütçe ve finansal yönetimin kalitesi	BPS	Telekomünikasyon altyapısı Elektrik altyapısı Ulaşım altyapısı
BTI	Uzlaşma inşası Yönetebilme yeteneği Kaynakların verimli kullanımı Varlıkların verimli kullanımı Politika koordinasyonu	GII	Kamu Hizmeti Bütünlüğü Kamu yönetimi İş Ortamı ve Altyapı Refah Sağlık ve Eğitim
IFD	Kırsal kalkınma için kamu kaynaklarının tahsisi ve yönetimi		
LBO	Hükümete güven	WCY	Devlet politikasının ekonomideki değişimlere adapte olması yüksektir Hükümet kararları etkili bir şekilde uygulanmaktadır Bürokrasi özel sektör faaliyetlerini engellemez Mal ve hizmetlerin dağıtım altyapısı genellikle etkilidir
PIA	Kamu yönetiminin kalitesi Bütçe ve finansal yönetimin kalitesi Gelir seferberliği etkinliği		

Bakınız Ek-C4 Düzenleyicilik Kalitesi Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
EIU	Haksız rekabet uygulamaları Fiyat kontrolleri Ayrımcı gümrük tarifeleri Aşırı koruma Ayrımcı vergilendirme sitemleri	GCS	Hükümet düzenlemelerinin yükü Vergilemenin kapsamı ve etkisi Ticaret engellerinin yaygınlığı Yerel rekabetin yoğunluğu Yeni bir iş kurma kolaylığı Anti-tröst politikasının etkinliği Çevresel düzenlemelerin sıklığı
HER	Yatırım özgürlüğü Finansal özgürlük		
IPD	Yerel yasalarla yönetilen bir işe başlama kolaylığı var mı? Yabancı bir firma için iştirak kurma kolaylığı var mı? Devlet emtia fiyatlarını teşvikle destekliyor mu? Devlet, pompalardaki benzin fiyatını teşvik ediyor mu? Devlet tekelindeki mal ve hizmet pazarlarında yeni rakiplere giriş engelleri bulunmakta mıdır? Devletin genel olarak fiyatlara müdahalesi var mıdır? Mal ve hizmet pazarlarına yeni rakiplerin girişine engeller var mıdır? Mal ve hizmet piyasasında rekabet düzenlemesinin etkinliği bulunmakta mıdır?	PRS	Yatırım profili
		WMO	Hükümet düzenlemelerinin yükü Vergi tutarsızlığı
		ADB	Ticaret politikası Bölgesel entegrasyon İş düzenleyici ortam
		ASD	Ticaret politikası İş düzenleyici ortam
BPS	İşletmenizin büyümesi için işgücü düzenlemeleri ne kadar sorunlu? İşletmenizin büyümesi için vergi düzenlemeleri ne kadar sorunlu? İşletmenizin büyümesi için gümrük ve ticaret düzenlemeleri ne kadar sorunlu?	BTI	Piyasa organizasyonu ve rekabet
		IFD	Kırsal finansal hizmetlerin gelişimi için koşulların sağlanması Kırsal işletmeler için yatırım ortamı Tarımsal girdi ve ürün pazarlarına erişim
PIA	Ticaret politikası İş düzenleyici ortam	WJP	Faktör 6: Düzenleyicilik Uygulamaları
WCY	Korumacılık işinin davranışını bozmaz	WCY	Finans ve bankacılık düzenlemesi yeterlidir

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
WYC	Rekabet mevzuatı haksız rekabeti önlemede etkilidir Sermaye piyasalarına yerli ve yabancılar kolayca erişilebilir İş yapma kolaylığı yönetmeliklerle desteklenir Gümrük makamları malların etkin bir şekilde geçişini kolaylaştırıyor Yasal ve düzenleyici çerçeve işletmelerin rekabetçiliğini teşvik etmektedir Yabancı yatırımcılar yerli firmalarda kontrol sahibi olmakta serbesttir	WYC	Kamu sektörü ihaleleri yabancı firmalara açıktır İş düzenleme yasaları işletme faaliyetlerini engellemez Sübvansiyonlar adil rekabeti ve ekonomik kalkınmayı bozmaz Kurumlar vergileri girişimcilik faaliyetlerini engellemez Gerçek kişi gelir vergisi oranları insanları çalışmaktan veya yeni fırsatlar aramaktan caydırmaz

Ek-C5 Hukukun Üstünlüğü Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
EIU	Şiddete dayalı suç Organize suçlar Yargı sürecinin adil olması Sözleşmelerin uygulanabilirliği Yargı sürecinin hızlılığı Müsadere / kamulaştırma Fikri mülkiyet haklarının korunması Özel mülk korunması	IPD	Kişilerin ve mülklerinin güvenlik derecesi Suç örgütleri tarafından şiddet içeren faaliyetler Devlete karşı yargı bağımsızlığı derecesi Mahkeme kararlarının yerine getirilme derecesi Yargı kararlarının zamanlaması İdarenin vergi kaçakçılığını sınırlamadaki pratik kabiliyeti Hukukun özel paydaşlar arasında ihtilaf halinde mülkiyet haklarını korumak için etkinliği bulunmakta mıdır? Genel olarak devlet özel mülkiyet hakları üzerinde keyfi bir baskı yapıyor mu? Devlet kamulaştırmada üreticiye adil pay öder mi? Devlet kamulaştırmada mülkiyet sahibine adil pay öder mi?
GWP	Polis gücüne güven Yargı sistemine olan güven		

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
GWP	Siz veya hane halkı hırsızlık veya gasp olayı yaşadı mı? Saldırıya veya taciz, tecavüze uğradın mı?		Yerlilerle karşılaştığında yabancılara eşit hukuksal muamele Özel sektör paydaşları arasındaki sözleşme şartlarına uyma derecesi Yerliler ve yabancı özel paydaşlar arasındaki sözleşme şartlarına uyma derecesi Geçtiğimiz 3 yıl içerisinde, devlet, ulusal paydaşlara karşı karşılık gelen tazminatı ödmeden sözleşmelerden çekildi mi? Geçtiğimiz 3 yıl içerisinde, Devlet, yabancı paydaşlara karşı karşılık gelen tazminatı ödmeden sözleşmelerden çekildi mi? Ticari sırlara ve endüstriyel patentlere ilişkin fikri mülkiyet haklarına saygı duyuluyor mu? Endüstriyel sahtecilikle ilgili fikri mülkiyet haklarına saygı gösteriliyor mu? Devlet, arazi mülkiyet sisteminin çeşitliliğini resmen tanıyor mu?
	Ticari suç ve şiddetin maliyeti Organize suçların maliyeti Polis hizmetlerinin güvenilirliği Yargı bağımsızlığı Zorlu düzenlemeler için yasal çerçevenin etkinliği Fikri mülkiyet hakları koruması Mülkiyet hakları Enformel sektör	IPD 	Mülkiyet hakları Kanon ve düzen
TPR	İnsan Ticareti	VDM	Liberal bileşen endeksi
	Kamulaştırma	ADB	Mülkiyet hakları ve kural tabanlı yönetim
WM O	Devlet sözleşme değişiklikleri Sözleşmenin uygulanması		Geçen yıl boyunca, siz veya ailenizden herhangi biri ne sıklıkta fiziksel saldırıya uğradı? Geçen yıl boyunca, siz veya ailenizden biri ne sıklıkla hırsızlık vakası yaşadı? Geçen yıl boyunca, siz veya ailenizden herhangi biri ne sıklıkta fiziksel saldırıya uğradı?
ASD	Mülkiyet hakları ve kural tabanlı yönetim	AFR	Hukuk mahkemelerine ne kadar güveniyorsunuz? Police güven
BPS	Mahkeme sistemi ne kadar adil ve dürüst? Mahkeme sistemi ne kadar uygulanabilir? Mahkeme sistemi ne kadar hızlı? İşinizin büyümesi için suç ne kadar sorunlu?	BTI	Hukukun üstünlüğü
		FRH	Yargı sorumluluğu

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
BPS	İşinizin büyümesi için yargı ne kadar sorunlu?	GII	Kamu yönetimi Haklar Cinsiyet
IFD	Araziye erişim Tarım için suya erişim		
LBO	Yargıya Güven Polise Güven Suç mağduru oldun mu?	PIA	Mülkiyet hakları ve kural tabanlı yönetim
		VAB	Yüksek mahkemeye güven Adalet sistemine güven Polise güven Hiç suç mağduru oldun mu?
WCY	Vergi kaçakçılığı ekonominiz için bir tehdit değil Adalet oldukça idare edilir Kişisel güvenlik ve özel mülkiyet hakları yeterince korunmaktadır Paralel (karaborsa, kayıt dışı) ekonomi, ekonomik kalkınmayı bozmaz Fikri mülkiyet hakları yeterli şekilde uygulanır	WJP	Faktör 5.1: Suç etkili bir şekilde kontrol ediliyor Faktör 7: Sivil Adalet Faktör 8: Ceza Adaleti

Ek-C6 Yolsuzluğun Önlenmesi Data Kaynakları ve Doneleri

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
EIU	Kamu görevlileri arasında yolsuzluk	GCS	Politikacılara olan halk güveni Kamu fonlarının amacından saptırılması İhracatta ve ithalatta düzensiz ödemeler Kamu hizmetlerinde düzensiz ödemeler Vergi tahsilinde düzensiz ödemeler Kamu sözleşmelerinde düzensiz ödemeler Yargı kararlarında düzensiz ödemeler Devletin ele geçirilmesi
GWP	Hükümetteki yolsuzluk yaygın mı?		
IPD	İdare ve vatandaşlar arasında "küçük" yolsuzluk seviyesi		
	İdareler ve yerel işletmeler arasında yolsuzluk seviyesi		
	İdareler ve yabancı şirketler arasındaki yolsuzluk düzeyi		
PRS	Yolsuzluk		
VDM	Yolsuzluk Endeksi		
WMO	Yolsuzluk	AFR	Başkanlık ofisinin yolsuzluğa ne kadar dahil olduğunu düşünüyorsunuz?
ADB	Kamu sektöründe şeffaflık, hesap verebilirlik ve yolsuzluk		

Kod	Data Doneleri	Kod	Data Doneleri
ASB	Kamu sektöründe şeffaflık, hesap verebilirlik ve yolsuzluk		Sizce hâkimler ve savcılar yolsuzlukla ilgileniyor?
	Firmaların işleri yapmak için düzensiz ek ödemeler talep etmesi ne kadar yaygındır?	AFR	Sizce genel olarak devlet görevlileri yolsuzlukla ilgileniyor?
	Resmi olmayan bir şekilde firmaların yıllık toplam satış yüzdelerinden kamu görevlilerine ödeme yapar mı?	BTI	Yolsuzluk
BPS	Firmalar vergi, gümrük ve yargı ile ilgili olarak ne sıklıkla ekstra ödeme yaparlar?	FRH	Yolsuzluk
	İşinizin büyüme fırsatları için yolsuzluk sorun yaratmakta mıdır?		Rüşvetin sıklığı: eğitim Rüşvetin sıklığı: yargı
GII	Hesap verebilirlik		Rüşvetin sıklığı: tıbbi Rüşvetin sıklığı: polis Rüşvetin sıklığı: izin belgeleri Rüşvetin sıklığı: kamu hizmetleri
IFD	Kırsal alanlarda hesap verebilirlik, şeffaflık ve yolsuzluk	GCB	
LBO	Yargıda yolsuzluk Hükümette yolsuzluk Parlamentoda yolsuzluk		Yabancı şirketler için iş ortamını olumsuz etkilenebilecek bir yolsuzluk ne ölçüde var?
PIA	Kamu sektöründe şeffaflık, hesap verebilirlik ve yolsuzluk	PRC	
VAB	Politikacıların yozlaşmış olduğu algısı	WCY	Rüşvet ve yolsuzluk mevcut değil
WJP	Faktör 2: Yolsuzluğun yokluğu		

Ek-D Dünya Grubu Değişkenleri İçin Optimal Ölçekleme Örneği

- a.** Optimal Ölçeklendirme Seviyesi: Sayısal. (Optimal Scaling Level: Numerical.)
b. Mod (Mode.)
c. Gruplandırma (7 kategori (boş kategoriler görüntülenmez), normal) (Grouping (7 categories (empty categories are not displayed), normal))
d. Eksik değerler için strateji: Eksik değerleri olan nesneleri hariç tutun. (Strategy for missing values: Exclude objects with missing values.)

FDI ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	-24,15935 - -15,59920	1	54	54
	15,10183 - 17,89186	3	23	23
	17,92441 - 23,01146 ^b	4	736	734
	23,01428 - 27,32179	5	451	451
	Total		1264	1262

FPI ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	-25,95601 - -20,17293	1	135	135
	-20,11630 - -9,35864	2	193	193
	0,00000	3	16	16
	10,66074 - 14,38203	4	15	15
	14,40621 - 25,21480 ^b	5	791	791
	25,26219 - 26,74138	6	36	36
	Total		1186	1186
Missing ^d	System		78	
	Total		78	
Total			1264	1186

GDP ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	21,99185 - 23,15356	1	72	72
	23,15788 - 24,40558	2	196	194
	24,41215 - 25,41921	3	209	209
	25,42207 - 26,37430 ^b	4	300	300
	26,37880 - 27,38543	5	247	247
	27,41894 - 28,64340	6	175	175
	28,66459 - 30,59581	7	65	65
	Total		1264	1262

GNIPPP ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	7,29980 - 8,36637	1	108	108
	8,37563 - 9,03955	2	133	133
	9,04192 - 9,58052	3	214	214
	9,58328 - 10,09038	4	207	207
	10,09121 - 10,63104 ^b	5	365	365
	10,63176 - 11,28477	6	200	200
	11,30220 - 11,76025	7	35	35
	Total		1262	1262
Missing ^d	System		2	
	Total		2	
Total			1264	1262

WGICC ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	-,68310 - 3,11778	1	111	111
	3,14988 - 3,55101	2	58	58
	3,55738 - 3,89260	3	165	165
	3,89728 - 4,21866	4	327	327
	4,21894 - 4,56115 ^b	5	459	457
	4,56137 - 4,60517	6	144	144
Total			1264	1262

WGIGE ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	1,97089 - 3,45655	1	86	86
	3,47282 - 3,78197	2	70	70
	3,78591 - 4,04196	3	231	231
	4,04433 - 4,28491	4	261	259
	4,28672 - 4,54199 ^b	5	424	424
	4,54424 - 4,60517	6	192	192
Total			1264	1262

WGIPS ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	-,74669 - 2,26818	1	107	107
	2,29783 - 2,95651	2	123	123
	2,96133 - 3,48742	3	133	133
	3,49196 - 3,99095	4	201	201
	3,99400 - 4,52117 ^b	5	569	568
	4,52432 - 4,60517	6	131	130
	Total		1264	1262

WGIRL ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	1,46006 - 3,27497	1	101	101
	3,28819 - 3,64966	2	108	108
	3,65361 - 3,95086	3	145	145
	3,95341 - 4,23431	4	310	308
	4,23745 - 4,53718 ^b	5	385	385
	4,53865 - 4,60517	6	215	215
	Total		1264	1262

WGIRQ ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	2,06455 - 3,47232	1	108	108
	3,48714 - 3,79177	2	89	89
	3,79544 - 4,04555	3	186	186
	4,04676 - 4,28375	4	238	236
	4,28426 - 4,53654 ^b	5	431	431
	4,53932 - 4,60517	6	212	212
	Total		1264	1262

WGIVA ^a				
		Category after Discretization ^c	Frequency	
			Original Data	Analyzed Data
Valid	,85332 - 2,80866	1	94	94
	2,81832 - 3,32142	2	137	136
	3,32722 - 3,73462	3	141	140
	3,74452 - 4,12825	4	227	227
	4,13018 - 4,54063 ^b	5	468	468
	4,54158 - 4,60517	6	197	197
	Total		1264	1262

ÖZGEÇMİŞ

Bünyamin Yağlı 22 Temmuz 1990 yılında Sinop'ta doğmuştur. İlk öğrenimini Üsküdar Mihriban Suat Bedük İlköğretim Okulu'nda tamamlayarak, daha sonra Kadıköy G.A.R.E.L Yabancı Dil Ağırlıklı Süper Lisesi'nde Türkçe-Matematik(TM) bölümünü bitirmiştir. Liseden sonra Ankara Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İngilizce Uluslararası İlişkiler Bölümü'nü kazanmış ve Şeref Öğrencisi unvanıyla mezun olmuştur. Hacettepe Üniversitesi'ndeki mezuniyetinden sonra kayıt olduğu Ankara Üniversitesi Japon Dili Edebiyatı Bölümüne işleri dolayısıyla devam edememiştir. İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi'nde İşletme Bölümü eğitimine halen devam etmektedir. Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü'nden Uluslararası Değerlemede Ülke Riski üzerine yaptığı çalışma ile Tezli Yüksek Lisans derecesi alarak mezun olmuştur. Bünyamin Yağlı, çeşitli bankalarda, iç denetim, iç kontrol, süreç tasarımları üzerine çalışmalarda bulunmuştur. Çok iyi derecede İngilizce bilmektedir.

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Bünyamin YAĞLI
Tez Başlığı : ULUSLARARASI DEĞERLEMEDE ÜLKE RİSKİ:
YÖNETİŞİMLE İLGİLİ POLİTİK RİSKLERİN
YABANCI YATIRIMLARA ETKİSİ
Savunma Tarihi : 30 /05 / 2019
Danışmanı : Doç. Dr. Banu DİNCER

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Doç. Dr. Banu DİNCER



Doç. Dr. Caner DİNCER



Dr. Öğretim Üyesi Ayşe İrem KESKİN



Enstitü Müdürü

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK

