

## ÜLKE RİSKİNİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA\*

Hasan AYAYDIN<sup>1</sup>

İbrahim KARAASLAN<sup>2</sup>

### ÖZET

Hisse senedi fiyatını etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Özellikle firmanın geçmiş bilgilerinden yola çıkarak finansal oranlar yardımıyla hisse senedi fiyatını tahmin etme amacı sıklıkla başvurulan yöntemlerdendir. Literatürde daha çok finansal oranlar ile hisse senedi fiyatı arasında ilişkilerin kurulduğu çalışmaların olduğu görülmektedir. Hisse senedi fiyatını etkilediği kabul edilen risk faktörlerinin kullanıldığı çalışmaların az olduğu dikkat çekicidir. Bu çalışma ile hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde etkili olan ülke riski bileşenleri ve finansal oranlar dinamik panel veri yöntemiyle incelenmektedir. Bu amaçla Borsa İstanbul (BİST)'de işlem gören ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 12 bankaya ait 2003:1-2012:4 dönemi arasındaki veri seti kullanılmaktadır. Ampirik sonuçlar ekonomik riskin, politik riskin, finansal riskin ve ülke riskinin hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir etkiye sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmada finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, karlılık ile pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Ülke riski, ekonomik risk, politik risk, finansal risk, hisse senedi fiyatları, dinamik panel veri analizi

## THE EFFECT OF COUNTRY RISK ON STOCK PRICES: AN INVESTIGATION ON TURKISH BANKING SECTOR

### ABSTRACT

There are many factors that affect the stock price. Aim to predict the stock price with the help of ratios that based on the information of firm's past is frequently applied method. In the literature, studying on the relationships between financial ratios and stock price is plenty. Studies using risk factors that affect the stock price is scarce. In this study, country risk components and financial ratios being effective in determining stock prices are investigated by dynamic panel data analysis. In this aim, data set belonging to 12 banks in Stock market Istanbul (BIST) and operating in banking sector over the period of 2003:1-2012:4 is used. Empirical results suggest that economic risk, political risk, financial risk and country risk have a negative effect on stock price. Moreover, it is found there is a negative relationship between financial leverage, firm size and stock price, however a positive relationship between probability and stock price.

**Keywords:** Country risk, economic risk, political risk, financial risk, stock prices, dynamic panel data analysis

\* Bu çalışma 23-26 EKİM 2013 tarihinde, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi tarafından MUĞLA'da düzenlenen 17. ULUSAL FİNANS SEMPOZYUMU BİLDİRİLER KİTABI'nda basılan bildirinin geliştirilmiş şeklidir.

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Gümüşhane Üniversitesi, İİBF-İşletme Bölümü, hayaydin61@gumushane.edu.tr

<sup>2</sup> Araş. Gör. Anadolu Üniversitesi, İİBF-İşletme Bölümü, ibrahimkaraaslan@anadolu.edu.tr.

## GİRİŐ

lke riskinin hisse senedi piyasası ile olan ilişkisi ve hisse senedi fiyatları fiyatları üzerindeki etkisi finans literatürünün önemli tartıŐma konularından birisidir. Yatırımcılar ya doğrudan ya da dolaylı olarak bir ülke ekonomisinin ekonomik, politik ve finansal geliŐmelerinden etkilenmektedirler. Őöyle ki bir ülkede yaşanan ekonomik, politik ve finansal geliŐmelerin sonuçları ülke riskine yansımaktadır. lke riski, o ülkedeki yatırımların geleceği hakkında önemli bir gösterge olarak kullanıldığından o ülkedeki firmaları etkilemektedir. Sistematik risk kapsamında değerlendirilen (Dağlı,2012:306) ve yerel piyasa çeŐitlendirmesiyle ortadan kaldırılamayan ülke riski, finans literatüründe bir ülkenin cari ve gelecek borçlarını karŐılayabilmesi için gerekli dövizi sağlayabilme olasılığı ile iliŐkilendirilerek tanımlanmaktadır (Kosmidou ve Zopounidis, 2004: 30). Diğer tanımlar incelendiğinde ülke riskinin, bir ülkedeki kredi yükümlülüklerine ya da o ülkedeki yatırımlar üzerinde önemli etkiye sahip ekonomik, siyasi ve sosyal koŐullara bağlı tüm riskleri içerdiği görülmektedir (Yapraklı ve Güngör, 2007: 200).

lke riski daha çok ülkeler üzerindeki etkisiyle bütünleŐmiŐ bir kavramdır. Ancak gerek son yıllarda yapılan çalışmaların sonuçları gerekse bu çalıŐmadan elde edilen bulgular ülke riskinin, bir ülkedeki firmaları etkilediğini ortaya koymuştur. Bununla birlikte, hisse senedi fiyatlarını etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Özellikle firmanın geçmiş bilgilerinden yola çıkarak finansal oranlar yardımıyla hisse senedi performansını tahmin etme amacı sıklıkla başvurulan yöntemlerdendir. Literatürde deđerliŐk zaman aralıkları ve deđerliŐk yöntemlerle hisse senedi performansını ölçebilmek için çeŐitli uygulamaların kullanıldığı görülmektedir. Temel finans görüŐü, firmaların gerçek finansal durumlarını yansıtan finansal oranlar kullanılarak hisse senedi fiyatlarının büyük oranda tahmin edilebileceğini ifade etmektedir. Hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olan finansal oranları bilmek ve bu oranların hangi dönemlerde etkili

---

olduğunu belirlemek, iyi bir yatırım stratejisi oluşturabilmek için büyük önem arz etmektedir.

Bilindiği gibi, hisse senetleri finansal araçlar içerisinde riskli bir yatırım aracıdır. Bu nedenle, yatırımcılar firmaların hisse senetlerine yatırım yaparken, firmanın risk seviyesini de ölçmeleri gerekecektir. Hisse senetleri riskli yatırım araçları oldukları için yatırımcılar, özellikle kurumsal yatırımcılar risklerden korunmak ve daha fazla getiri elde edebilmek için hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgilenirler. Ayrıca, yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparken, elde edecekleri getirileri etkileyen firmalara özgü faktörleri doğru ve anlamlı bir şekilde analiz etmeleri gerekecektir. Finansal oranlar, firmalara özgü oranlar olduğu için yatırımcılara hisse senetlerinin gerçek değeri hakkında bilgi verebilmektedir. Bu oranlar, likidite, karlılık, faaliyet, mali yapı ve borsa performans oranlarıdır.

Hisse senedi getirileri özellikle piyasa derinliği fazla olmayan değişken piyasalarda spekülatif hareketlerden oldukça fazla etkilenebilmektedir. Diğer bir ifadeyle finansal oranlar yatırımcı açısından firmaya ait hisse senedinin alınıp alınmayacağı hakkında sinyaller vermektedir. Ancak bu bilgi hiçbir zaman kesin bir düzeyde değildir. Nihayetinde bir hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde birçok faktör rol oynamaktadır. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bilinmesi, hisse senedi hareket yönünün başarılı bir şekilde tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir. Başarılı bir yatırım stratejisi gütmek isteyen yatırımcı, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri göz önünde tutmalıdır. Çünkü bu faktörlerdeki değişime bağlı olarak hisse senedi fiyatları değişim gösterecektir. Böylece, hem yatırımcıların sağlıklı kararlar alması hem de finansal piyasaların etkinliğini artırma amacına yönelik politikaların daha başarılı olması için bazı bilimsel dayanaklar da elde edilmiş olmaktadır.

Yaşanan son ekonomik krizin gösterdiği gibi hisse senedi fiyatları ekonomik, finansal ve politik risklere duyarlıdır. Özellikle bankacılık sektörünün ise bu risklere

oldukça duyarlı olduğu söylenebilir. Bu yüzden bankacılık sektöründe hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin incelenmesi durumunda bu risk faktörlerinin de çalışmaya ayrıca dahil edilmesi önem arz etmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı hisse senedi fiyatları üzerinde ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski primlerinin etkisini incelemektir. Bu çalışmanın Türkiye'de yapılmış olan benzer nitelikteki çalışmalardan en önemli farkı, gerçekleşmiş muhasebe verilerine dayalı finansal oranların yanında daha önce de bahsedilen ülke riski primlerinin analize dahil edilmesidir. Diğer fark ise daha önce yapılan çalışmaların daha çok sanayi sektörüne yönelik olması, bu çalışmanın ise bankacılık sektörü üzerinde yapılmış olmasıdır.

Çalışmanın dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde teori ve literatür değerlendirilmiştir. İkinci bölümde araştırmanın veri seti tanıtılmış, araştırmada kullanılan yöntem ve model üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde araştırmada elde edilen bulgular değerlendirmiştir. Dördüncü bölümde ise önerilerde bulunulmuştur.

## I. TEORİ VE LİTERATÜR

Hisse senedi fiyatı ile ülke riski arasındaki ilişkinin teorik çerçevesini hisse senedi değerlemesinde önemli yeri olan indirgenmiş nakit akımları modeli ya da kâr payı ıskontosu modeli oluşturmaktadır (Kasman, 2006: 89; Yapraklı ve Güngör, 2007: 202).

$$P_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_3}{(1+i)^n} + \frac{P_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

(1)

Burada, ( $P_0$ ) hisse senetlerinin sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değerini, ( $D_t$ ) n dönem elde tutulan hisse senetleri için her yıl alınacak kâr payı tutarını, ( $P_n$ ), n yıl süresince elde tutulan hisse senedinin beklenen fiyatını, ( $i$ ) ise risksiz faiz oranı ve risk priminin toplamı olan beklenen getiri oranını (ıskonto oranı) ifade etmektedir. Modele göre hisse senedi fiyatı ( $P_0$ ), gelecekte beklenen kâr paylarının şimdiki değeri

---

$(\frac{Dt}{1+i})$  ve n süresince elde tutulan hisse senedinin beklenen fiyatının Şimdiki değeri  $(\frac{Pn}{1+i})$  toplamından oluşmaktadır. Beklenen nakit akışlarında (Dt ve Pn) veya ıskonto oranında  $(i)$  herhangi bir değişme, hisse senedi fiyatını ( $P_0$ ) etkileyecektir. Denklemdaki ıskonto oranı risksiz faiz oranı ve risk primi değişkenlerine bağlı olduğundan bir ekonomideki hisse senedi fiyatı dolayısıyla hisse senedi getirisi makroekonomik gelişmelerden etkilenmektedir. Hisse senedi getirisinin makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişkinin çıkış noktası, bu modele göre hisse senedi değerlemede önemli yeri olan kâr paylarının ve ıskonto oranının makroekonomik değişkenlerden önemli ölçüde etkilenmesine dayanmaktadır (Chen vd., 1986: 385; Flannery ve Protopapadakis, 2002: 752; Humpe ve Macmillan, 2009: 112-113). Kısaca ifade etmek gerekirse, makroekonomik, politik ve finansal değişkenlerin Őekillendirdięi lke riski notları, bir ülkenin sermaye piyasası ve o piyasada faaliyet gösteren firmalarla yakından ilişkilidir ve ülke riskinin değişmesi, firmaların hisse senedinin değerlerini etkilemektedir.

#### **A.Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Fiyatı Arasındaki İlişi zerine Yapılan alışmalar**

Firmaların likidite, finansal yapı, varlıkları etkin kullanma, kârlılık ve borsa performans durumları gibi Őirkete özgü faktörlerin değerlendirilmesi, ilgili firmalara ilişkin hisse senetlerinin gerçek değerinin ne olması gerektiği konusunda yatırımcılara bilgi vermektedir. Firmaların gerçek finansal durumlarını yansıtan finansal oranlar kullanılarak hisse senedi fiyatlarının büyük oranda tahmin edilebileceği görüşü (Büyükşalvarcı, 2010: 131), yatırımcıları ve akademisyenleri finansal oranlarla hisse senedi getirileri arasındaki ilişkilerin tespit edilmesine yöneltmiştir. Bunun neticesinde finansal oranlar ve hisse senedi getirileri/fiyatları arasındaki ilişi, uzun dönemdir finans alanında çalışmalar yapan akademisyenlerin ilgisini çekmiştir.

---

Martikainen (1989) tarafından yapılan çalışma sonucunda daha yüksek kârlılık ve daha düşük finansal kaldıraç işletmenin daha yüksek bir piyasa değerine yol açtığını tespit etmişlerdir. Ou ve Penman (1995) karlılık, büyüklük, finansal kaldıraç, nakit akımı ve likidite gibi finansal oranların gelecek getiri değişimlerini anlamlı bir şekilde açıklama gücüne sahip olduğu bulunmuştur. Mukherji vd. (1997) çalışmalarında, yıllık hisse senedi getirileri ile piyasa değeri / defter değeri oranı, satışlar / fiyat oranı ve borç / özsermaye oranları arasında pozitif bir ilişki, firma büyüklüğü değişkeni ile negatif ilişki saptanmıştır. Omran ve Ragab (2004) çalışmalarında şirketlerin likidite, varlıkların etkin kullanımı, karlılık, mali yapı ve sabit yükümlülükleri karşılama durumlarını ölçen 10 finansal oran kullanılmıştır. Çalışmalarında kurdukları doğrusal model sonuçları göre karlılık ile hisse senedi getirisi arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Rayan (2008) yapmış olduğu araştırma ile Güney Afrika'da finansal kaldıraçtaki bir artışın işletme değeri ile negatif olarak ilişkili olduğunu ortaya koymuştur.

Dehuan ve Jin (2008) çalışmalarında yıllık hisse senedi getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmış ve toplam varlık devir hızı, hisse başına kardaki değişim, kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve satışlardaki karlılık ise kullandıkları bağımsız değişkenlerdir. Çalışmalarının sonucu, yukarıda sayılan bağımsız değişkenlerin hisse senedi getirisinde, inceleme döneminin ilk iki yılında anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Moderes vd. (2008) hisse senedi aşırı getirisi ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarının sonucunda aktif karlılığı, kar marjı, fiyat/kazanç oranları ile aşırı getiri arasında anlamlı ilişki olduğu gözlenmiştir. Chowdhury ve Chowdhury (2010) borç-öz sermaye oranının hisse senedi değeri üzerindeki etkisini farklı endüstrilerden işletmeleri ele alarak test ettikleri çalışma sonucunda, bir işletmenin sermaye yapısı bileşenlerini değiştirerek hisse senedinin piyasa değerini artırabileceğini tespit etmişlerdir. Sim vd. (2011) yıllar boyunca benzer finansal oran değerlerine sahip hisselerin benzer fiyat hareketlerine sahip olacağı

---

hipotezinin geçerli olduğunu bulmuşlardır. Cai ve Zhang (2011) bir işletmenin kaldıraç oranındaki değişiminin hisse fiyatları üzerindeki anlamlı ve negatif etkisini ortaya koymuşlardır.

Literatürde Türkiye için yapılan çalışmalar da mevcuttur: Kalaycı ve Karataş (2005) yaptıkları araştırma sonucunda, hisse senedi getirilerinin karlılık, borsa performansı ve verimlilik oranları ile açıklandığı görülmüştür. Aktaş (2008) yaptığı çalışmada hisse senedi getirileri ile farklı dönemlerde asit test ve faaliyetlerden sağlanan nakit akımı/öz sermaye, brüt kar/satış ve net kar/satış oranları arasında ilişki bulunmuştur. Ege ve Bayrakdaroğlu (2009) hisse senetlerinin getiri performanslarını araştırdıkları çalışma sonucunda, hisse senedi getirilerini açıklamada fiyat/kazanç oranı, nakit oranı ve toplam varlıklar devir hızının önemli birer bağımsız değişken olduklarını ortaya koymuşlardır. Birgili ve Düzer (2010) finansal oranlar ile firma değeri arasında ilişkiyi araştırdıkları araştırma sonucunda, firmanın likidite durumunun, mali yapısının ve borsa performansının işletme değeri üzerinde etkisinin oldukça fazla olduğunu ortaya koymuştur. Karaca ve Başcı (2011) hisse senedi performansını etkileyen oranları belirlemek amacıyla gerçekleştirilen çalışma sonucunda hisse senetleri getirilerini açıklamada net kar marjı, esas faaliyet kar marjı, varlıkların devir hızı ve öz sermaye devir hızı oranlarının istatistikî açıdan anlamlı olduklarını ortaya koymuştur. Aydemir vd. (2012) araştırma sonucunda kârlılık, borçluluk ve likidite oranlarının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduklarını ortaya koymuştur. Ancak faaliyet oranlarının hisse senedi getirisini etkilemediği bulunmuştur. Sonuç olarak ise finansal oranların hisse senedi getirisini belirlemedeki rolünün düşük olduğu sonucuna varılmıştır.

---

### **B.lke Riski ile Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki zerine Yapılan alışmalar**

Hisse senedinin tahmin edilebilirliği ile ilgili literatür 1980'lerden bu yana oldukça artmıştır. Hisse senedi getirilerini tahmin etmek amacıyla finansal oranlar kullanılmakla birlikte, hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde etkili olan ekonomik, politik ve finansal faktörlerin de incelenmesi önem arz etmektedir. Literatürde, ekonomik, finansal, politik ve ülke riski ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki konusundaki genel kanı, bu risklerdeki artışların hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği yönündedir.

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

Bekaert ve Harvey (2003) ve Mateus (2004) ise hisse senetleri getirileri üzerinde yaptıkları çalışmalarda ülke riskindeki artışların hisse senetlerinin getiri oranlarını azatlığını tespit etmişlerdir. Zhang ve Zhao (2004) in sermaye piyasasında yaptıkları çalışmada ülke riski bileşenlerinden politik riskin firma değeri üzerinde önemli derecede etkili olduğunu saptamışlardır. Clark ve Kassimatis (2004) Latin Amerika lkelerinde yaptıkları çalışmada finansal risk ile hisse senedi getirisi arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Yapraklı ve Güngör (2007) İMKB'de 1986-2006 yılları kapsayan çalışmalarında benzer Şekilde ICRG'den elde ettikleri ekonomik, politik ve finansal risk



---

primlerinin hisse senetlerinin piyasa değerini olumsuz yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Sabal (2008) ülke riskinin nakit akımlarını dolayısıyla da firma değerini etkilediğini savunmuştur.

## II. METODOLOJİ VE VERİ

### A. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada, Türkiye bankacılık sektöründe ülke riskini oluşturan ekonomik, finansal ve politik risk primlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ekonometrik olarak incelenmektedir. Söz konusu etkilerin tahmininde, Türkiye için 2003:1-2012: 4 dönemine ait üç aylık panel veri serileri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler; ekonomik, finansal ve politik risk primleri, hisse senedi fiyatlarının göstergesi olan BİST hisse senedi fiyat endeksleri, kaldıraç oranı, karlılık oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerine ait verilerinden oluşmaktadır.

Son yıllarda panel veri modelleri finans alanında kullanımına sıkça rastlanmaktadır. Bu çalışmada dinamik panel veri modeli uygulanmıştır. Bir dönemdeki iktisadi ya da finansal davranış büyük ölçüde geçmiş deneyimlerin ve eski davranış biçimlerinin etkisinde olduğundan, iktisadi ya da finansal ilişkiler incelenirken değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de açıklayıcı değişken olarak araştırma modeline eklenmesi önem arz etmektedir. İşte bu şekilde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de açıklayıcı değişken olarak araştırma modeline eklenmesi durumunda dinamik panel veri modelleri oluşmaktadır. Çalışmada Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Dinamik Panel Veri Modeli kullanılmıştır. Bankacılık kredilerinin önceki değerlerinden etkilendiği dinamik ilişkilerin varlığı düşüncesinden hareketle Dinamik Panel Veri Modelinin (GMM) çalışma için uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Panel veriler, zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirerek, farklı zaman aralıklarında aynı birimlere ilişkin veri setlerinden oluşmaktadır (Baltagi 2005a:

1; Hasio 2002: 1). Panel veri analizinin kullanımı bazı avantajları beraberinde getirmektedir. Zaman serisi ve yatay kesit analizlerinin birlikte kullanılması, veri kalitesi ve miktarını artırarak analizciye, söz konusu yöntemlerin ayrı bir şekilde kullanıldığı durumla karşılaştırıldığında, daha fazla esneklik sağlamaktadır (Gujarati, 2004: 638). Panel verilerin bünyesinde iki boyutu içermesi daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Gözlem sayısındaki bu artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağıntı problemini de ortadan kaldırmaktadır. Zaman serileri analizinde ise genellikle çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşılaşılmaktadır (Baltagi, 2005b: 4-7). Bu gerekçelerle panel veri analizi yönteminin bu araştırma için uygun olduğu kanaatine varılmıştır. Bir gecikme ile otoregresif panel veri modeli aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \delta Y_{it-1} + \beta X_{it} + v_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (2)$$

Burada  $v_{it} = \mu_i + u_{it}$ 'dir. (2) nolu modelde bağımlı değişkenin bir gecikmeli değeri modelde bağımsız değişken olarak yer almaktadır. (2) nolu denklemde  $i$  alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken,  $t$  alt simgesi, zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde  $y_{it}$  modele ait bağımlı değişkenleri,  $X_{it}$  bağımsız değişkenleri göstermektedir (Baltagi, 2005a:11-12). Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Dinamik Panel Veri Modeli sonuçlarının geçerliliği 2 farklı tahmin sonrası testi ile gerçekleştirilebilir. Bunlardan ilki GMM tahmininde kullanılan araç değişkenlerin tam ve doğru olarak kullanılıp kullanılmadığı gösteren Sargan testi değeri ise 1. ve 2. sıra otokorelasyon testidir (İskenderoğlu vd., 2012: 302). Sargan testi sonuçları tahmin için kullanılan araç değişkenlerin yeterli olup olmadığını, sınamak için Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen testtir (Tatoğlu 2012: 99). Ayrıca GMM koşulları altında gerçekleştirilen dinamik panel veri tahmin modeli sonuçlarının Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen 1. ve 2. Derece otokorelasyon testleri ile de sınanması gerekmektedir. Aslında bu test, birinci fark modelinin kalıntıları için "ikinci dereceden otokorelasyon yoktur" temel hipotezini sınamak ile aynı şeyi ifade

etmektedir. Elde edilecek sonuçlara göre, 2. derece otokorelasyonun istatistiksel olarak anlamsız olması beklenmektedir. İkinci dereceden otokorelasyonu olmayan modeller uygun modellerdir (Tatoğlu, 2012: 101). GMM çalışmalarında model tahminin doğru gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği Wald testi ile incelenebilir (Roodman, 2006: 35).

### **B.Araştırmanın Modeli ve Değişkenleri**

Çalışmada ekonomik analiz 3 model ile gerçekleştirilmiştir. Söz konusu modellerde sadece bağımlı değişkenler aynıdır. Bütün modellerde, bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatı (*FİYAT*). Her bir bankanın hisse senedi fiyatı verileri BİST'den temin edilmiştir. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla; ekonomik risk primi (*EKONRİSK*), politik risk primi (*POLRİSK*), finansal risk primi (*FİNİRİSK*), ülke risk primi (*ÜLKERİSK*) değişkenleridir. Bu risk primlerinin tamamı son dönemdeki çalışmalarda oldukça sık kullanılan ve güvenilirliği kabul edilmiş ICRG (International Country Risk Guide)'den temin edilmiştir. Çalışmamızda finansal kaldıraç (*KALDIRAÇ*), aktif karlılığı (*KARLILIK*) ve firma büyüklüğü (*BÜYÜKLÜK*) kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu değişkenlerin hesaplanabilmesi için gerekli veriler, bağımlı değişkende olduğu gibi BİST'den elde edilen verilerle hesaplanmıştır. Araştırmada kullanılan modeller aşağıdaki gibidir:

#### *Model 1*

$$FİYAT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FİYAT_{i,t-1} + \alpha_2 KALDIRAÇ_{it} + \alpha_3 KARLILIK_{it} + \alpha_4 BÜYÜKLÜK_{it} + \alpha_5 EKONRİSK_{it} + \alpha + \lambda_{t+it} \quad (3)$$

#### *Model 2*

$$FİYAT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FİYAT_{i,t-1} + \alpha_2 KALDIRAÇ_{it} + \alpha_3 KARLILIK_{it} + \alpha_4 BÜYÜKLÜK_{it} + \alpha_5 EKONRİSK_{it} + \alpha_6 FİNİRİSK_{it} + \lambda_{t+it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

*Model 3*

$$\begin{aligned} \text{FİYAT}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{FİYAT}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{KALDIRAÇ}_{it} + \alpha_3 \text{KARLILIK}_{it} + \alpha_4 \text{BÜYÜKLÜK}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{EKONRİSK}_{it} + \alpha_6 \text{FİNİRİSK}_{it} + A_7 \text{POLRİSK}_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

*Model 4*

$$\begin{aligned} \text{FİYAT}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{FİYAT}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{KALDIRAÇ}_{it} + \alpha_3 \text{KARLILIK}_{it} + \alpha_4 \text{BÜYÜKLÜK}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{EKONRİSK}_{it} + \alpha_6 \text{FİNİRİSK}_{it} + A_7 \text{POLRİSK}_{it} + A_8 \text{ÜLKERİSK}_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

Modellerde,  $i$  ve  $t$  sırasıyla ülke ve zaman periyodunu,  $\alpha_0$  sabit terimi ve  $u_i$  hata terimini temsil etmektedir. Araştırmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri aşağıda açıklanmaktadır. Uygulamalı çalışmalarda, güvenilirliği yüksek olan ICRG (International Country Risk Guide) tarafından hesaplanan ülke risk primlerinin oldukça sık kullanıldığı görülmektedir<sup>1</sup>. Bu çalışmada da ICRG tarafından hesaplanan ekonomik, finansal ve politik risk primleri kullanılmıştır. ICRG, ülke riskini 22 ayrı unsura dayanarak hesaplamaktadır. Bu 22 unsurun 5'i ekonomik riskin, 5'i finansal riskin, geriye kalan 12 unsur ise politik riskin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Bu faktörler Ek Tablo 1' de sunulmuştur. Ekonomik risk ve finansal risk primlerinin maksimum değerleri "50", minimum değerleri ise "0"dır. En yüksek değer olan "50" söz konusu risk faktörü için en düşük potansiyel riski ifade ederken, en düşük değer olan "0" risk faktörü için en yüksek potansiyel riski ifade etmektedir. Politik risk prim aralığı "100-0" olup, risk primi küçüldükçe politik riskin arttığı anlamına gelmektedir. Ülke risk primi ise bu üç risk bileşimini de içine alacak şekilde aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

<sup>1</sup> Uluslararası yatırımcılar için yatırım sürecinde ülke riskinin değerlendirilmesi temel bir konudur (Marshall vd., 2009: 250). ICRG dışında dünyada ülke riskini derecelendiren birçok kuruluş mevcuttur. Bu kuruluşlar arasında en bilinenleri; the Institutional Investors (II); the Business Environment Risk Intelligence (BERI); the Economist Intelligence Unit (EIU); Euromoney; Standard and Poor's, Moody's ve Fitch (Aglardi vd., 2012: 742). Bu kuruluşlar dışında literatürde ülke riski endeksi hesaplayan çalışmaların yapıldığı görülmektedir (detaylı bilgi için Agliardi vd. (2012)'nin çalışmasına bakılabilir).

$$\text{ÜLKERİSK} = 0,5 (\text{EKONRİSK} + \text{FİNİRİSK} + \text{POLRİSK}) \quad (7)$$

(7) nolu formül ile hesaplanan ülke risk primi içerisinde politik riskin ağırlığı % 50, finansal ve ekonomik riskin ağırlığı ise % 25'dir. Hesaplama her risk primi için en yüksek değer en düşük riski göstermektedir. Dolayısıyla, ICRG tarafından hesaplanan risk primlerinde büyük sayıdan küçük sayıya doğru risk unsurunun artması hali söz konusudur (ICRG, 2013).

Modele eklenen kontrol değişkenlerinden biri finansal kaldıraçtır (KALDIRAÇ). Ticari bir işletme olarak bankaların belirli bir dönem içerisinde nasıl çalıştıklarını ve amaçlarına dönük olarak nasıl bir performans sergilediklerini değerlendirebilmenin en iyi yolu bankanın varlıkları ile yükümlülüklerini özetleyen bilançosunu incelemektir. Banka fonlarının büyük bir kısmı, mevduatlar ve mevduat dışı borçlardan oluşmaktadır. Bu bağlamda bankalar mevduat satarak (ihraç ederek) ve borçlanarak fon toplarlar. Toplanan bu fonlar varlık elde edilerek kullanılır. Toplanan fonlarla elde edilen varlıklar arasında en önemlileri krediler ve menkul kıymetlerdir. Bankalar, söz konusu kaynakların maliyetine oranla varlıklar aracılığı ile daha fazla gelir yaratarak kar elde ederler (İskenderoğlu, Karadeniz ve Atioğlu, 2012: 295). Bankaların bu özelliklerinden dolayı bankacılık sektöründe sermaye yapısı kararlarını diğer bir ifadeyle finansal kaldıraç durumunu belirlemek amacıyla kullanılacak farklı oranlar bulunabilir. Söz konusu oranlar konuyla ilgili yapılan daha önceki benzer çalışmalar olan Naceur ve Goaid (2001), Bashir (2003), Pratomo ve Ismail (2006), Kosmidou (2007) çalışmalarında da kullanılmıştır. Bu çalışmalar dikkate alınarak finansal kaldıraç değişkenin aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{KALDIRAÇ} = \text{Mevduat} + \text{Alınan Krediler} / \text{Toplam Aktif} \quad (8)$$

Modele eklenen bir diğer kontrol değişkeni karlılıktır (KARLILIK). Karlılığın ölçülmesinde aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve satış karlılığı gibi birçok yöntem kullanılmaktadır. Çoğu araştırmacının çalışmalarında (Amato ve Wildor, 1985; Glancey, 1998; Fitzsimmons vd., 2005; Asimakopoulous vd., 2009; Vijayakumar ve

---

Devi, 2011; Kouser vd., 2012; Delmar vd., 2013) bir işletmenin pozisyonunu doğru göstermesi bakımından karlılık ölçüsü olarak aktif karlılığını (ROA) kullandığı görülmüştür. Aktif karlılığı oranı bir işletmenin faaliyetle-rinde kullandığı varlıklarını ne derece etkin kullandığını bir başka ifadeyle varlıkları üzerinden ne kadarlık bir getiri sağladığını göstermektedir.

$$\text{KARLILIK} = \text{Net kar} / \text{Toplam Aktif} \quad (9)$$

Firma büyüklüğü (BÜYÜKLÜK) olarak toplam aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır. Çalışmalarda firma büyüklüğü olarak genellikle toplam aktiflerin veya satış toplamının logaritması kullanılmaktadır. Bu çalışmaları dikkate alarak (Hall ve Weiss, 1967; Sumeuls ve Smyth, 1968; Ammar, Hanna, Nordheim ve Russell, 2003; Rahaman, 2011; Kouser ve diğ., 2012; Wu ve Yeung, 2012) çalışmamızda firma büyüklüğünün hesaplanmasında (9) nolu formül kullanılmıştır:

$$\text{BÜYÜKLÜK} = \text{Log} (\text{Aktif toplamı}) \quad (10)$$

Firma büyüklüğünün hisse senedi fiyatı ile ilişkisi firma büyüklüğü anomalisi ile açıklanabilir. Firma büyüklüğü anomalisine göre düşük piyasa değerine sahip firmaların hisse senetleri, yüksek piyasa değerine sahip firmaların hisse senetlerine oranla yatırımcılara daha fazla getiri sağlamaktadır. Hisse senedi getirileri ya da fiyatı ve firma büyüklüğü ilişkisini inceleyen çalışmalarda (Banz, 1981; Basu, 1983; Cook ve Rozeff, 1984; Fama ve French, 1998) küçük firmaların büyük firmalara oranla daha yüksek getirilere sahip olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuçlara dayanarak firma büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

### III. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Çalışmanın bu bölümünde değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler, korelasyon matrisi ve dinamik panel veri analizi sonuçları sunulmuştur. Modelin panel veri tahmin sonuçlarına geçmeden önce, panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin temel bazı tanımlayıcı istatistikleri Tablo 1’de verilmektedir.

**Tablo 1: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişkenler	Gözlem sayısı	Ortalama	Standart sapma	Minimum değer	Maksimum değer
FİYAT	420	5,23	3,82	0,44	25,75
KALDIRAÇ	464	0,76	0,35	0,72	0,79
KARLILIK	464	0,32	0,70	-0,006	1,52
BÜYÜKLÜK	464	7,36	0,92	6,01	14,46
EKONRİSK	480	32,56	3,07	26,5	36
FİNİRİSK	480	32,45	1,83	27,5	36,5
POLRİSK	480	61,77	4,41	56	70,5
ÜLKERİSK	480	63,25	5,21	59,75	72,5

Ülke riski değişkenlerini incelendiğinde ekonomik risk priminin ortalaması 32,56, finansal risk priminin ortalaması 32,45, politik risk priminin ortalaması ise 61,77, ülke risk priminin ortalaması ise yaklaşık 72,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre ortalamalar baz alındığında ilgili dönemlerde Türkiye’de ekonomik ve finansal riskinin yüksek olduğu, politik riskinin orta düzeyde risk sınıfına girdiğini ve ülke riskinin düşük risk sınıfına girdiği söylenebilir.

**Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Korelasyon Matrisi**

Değişkenler	1	2	3	4	5	6	7	8
FİYAT (1)	1,0							
KALDIRAÇ (2)	0,03	1,0						
KARLILIK (3)	0,01	0,08	1,0					
BÜYÜKLÜK(4)	0,17	-0,17	0,47	1,0				
EKONRİSK(5)	0,03	0,01	-0,04	0,17	1,0			
FİNİRİSK (6)	0,16	0,01	0,01	0,01	-0,01	1,0		
POLRİSK (7)	0,17	0,11	0,06	-0,24	0,10	0,10	1,0	
ÜLKERİSK (8)	0,15	0,09	0,05	-0,11	0,11	0,13	0,18	1,0

Tablo 2 incelendiğinde ülke risk primlerinin kendi aralarındaki ilişkiye bakıldığında; ülke risk primi ile ekonomik risk primi arasında pozitif yönlü 0,11'lik, finansal risk primi ile arasında %13'lük, politik risk primi ile arasında %18'lik bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

#### A.Panel Birim Kök Testi

Yatay kesit bağımsızlığını dikkate alan birinci nesil panel birim kök testleri olan Im, Pesaran ve Shin (2003) (IPS) ile değişkenlerin durağanlık özellikleri analiz edilmektedir. Tablo 3'de sunulan birinci nesil birim kök testlerinin sonuçlarına göre bütün değişkenler düzey değerlerinde durağandır.

**Table 3: Bağımlı ve Bağımsız değişkenlerin Durağanlık Testi Sonuçları**

Değişkenler	İstatistik	Karar	
Bankaya özgü değişkenler	FİYAT	-3,46***	Seviyesinde Durağan
	KALDIRAÇ	-7,27***	Seviyesinde Durağan
	KARLILIK	-12,35***	Seviyesinde Durağan
	BÜYÜKLÜK	-1,68***	Seviyesinde Durağan
Risk primi değişkenleri	EKONRİSK	-4,06***	Seviyesinde Durağan
	FİNİRİSK	-6,37***	Seviyesinde Durağan
	POLRİSK	-4,71***	Seviyesinde Durağan
	ÜLKERİSK	-2,53***	Seviyesinde Durağan

\*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Optimal gecikme uzunluğu Schwarz Kriterine göre belirlenmiştir. IPS'de ise temel hipotez "hiçbir birim durağan değildir" ve alternatif hipotez de "birimlerden en az biri durağandır" şeklindedir.

Tablo 3, Im, Pesaran and Shin birim kök testi sonuçlarına göre hem bağımlı değişkenlerin hem de bağımsız değişkenlerin birim kök içermediğini göstermektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerle kurulan modellerin yapay olmadığı söylenebilir.



### B.Panel Veri Tahmin Sonuçları

2003-2012 yılları arasında ülke riskinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerine ilişkin oluşturulan modellerin panel veri analizi ile test edilmesinden elde edilen sonuçlar Tablo 4’de gösterilmiştir.

Arellano ve Bond’un otokorelasyon testi sonucunda, birinci dereceden negatif otokorelasyon olduğu, fakat beklendiği gibi ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Daha önce de ifade edildiği gibi Sargan testi son tahmin edilen modelde aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerliliğini, bir başka ifade ile kullanılan araçların geçerliliğini test etmektedir. Tablo 4’teki Sargan testi sonuçlarına bakıldığında aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğu yani araçların geçerli olduğu görülmektedir. Araçlar geçerli olan modeller uygundur.

**Tablo 4: Arellano ve Bond’un Genelleştirilmiş Momentler Panel Veri Analizi Sonuçları**

Bağımsız değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
FİYAT (-1)	0,762*** (0,000)	0,750*** (0,000)	0,742*** (0,000)	0,744*** (0,000)
KALDIRAÇ	-0,071* (0,085)	-0,141 (0,179)	-0,1063* (0,076)	-0,158** (0,034)
<b>KARLILIK</b>	2,495** (0,018)	3,585** (0,038)	1,495** (0,050)	2,935** (0,022)
BÜYÜKLÜK	-0,297* (0,068)	-0,078** (0,044)	-0,174** (0,043)	-0,332** (0,011)
EKONRİSK	0,060* (0,073)			
FİNİRİSK		0,078** (0,011)		

<i>Tablo 4 devamı</i>				
POLRİSK			0,060*** (0,007)	
ÜLKERİSK				0,0741* (0,052)
Grup sayısı	12	12	12	12
Gözlem sayısı	396	396	396	396
Wald $\chi^2$ (prob)	0,000	0,000	0,000	0,000
Sargan $\chi^2$	0,1456	0,1341	0,1360	0,1309
AR(1) için Arellano-Bond Testi (p değeri)	-7,717(0,000)	-7,783(0,000)	-7,745(0,000)	-7,799(0,000)
AR(2) için Arellano-Bond Testi (p değeri)	-0,212(0,8320)	-0,131(0,9895)	-0,219(0,8265)	-0,070(0,944)
*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler p-anlamlılık değerleridir.				

Modelin çalıştırılması sonucunda EKONRİSK değişkeni ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Daha önce risk endekslerinin yüksek olmasının daha düşük risk primlerini gösterdiği ifade edilmiştir. Yani ekonomik risk priminin artması hisse senedi fiyatını azaltmaktadır. FİNİRİSK değişkeni ile hisse senedi fiyatı arasında benzer şekilde istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal risk priminin artması hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilemektedir. POLRİSK ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı %1 seviyesinde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Politik risk priminin artması hisse senedi fiyatını azaltıcı etkide

---

bulunmaktadır. ÜLKERİSK ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak % 10 düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç ülke risk priminin artmasının hisse senedi fiyatını azalttığını gösterir niteliktedir. lke riski değişkenleri ile ilgili elde edilen bu bulgular ekonomik risk primlerinde, finansal risk primlerinde, politik risk primlerinde ve ülke riski primlerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına olumsuz şekilde yansıtacağını, hisse senedi fiyatlarını azaltacağını göstermektedir. lke riski değişkenleri ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Elde edilen bu bulgu Erb vd. (1996), Richards ve Deddouche (1999), Bansal ve Dahlquist (2001), Damodaran (2003), Bekaert ve Harvey (2003), Clark ve Kassimatis (2004), Yapraklı ve Güngör (2007), Sabal (2008) lke riski değişkenleri ile hisse senedi fiyatı arasında elde ettikleri negatif yönlü bir ilişkiyi destekler niteliktedir.

Bunun yanında finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuşken, aktif karlılığı ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç ile hisse senedi fiyatları arasında elde edilen bu bulgu Martikainen (1989), Rayan (2008), Birgili ve Düzer (2010) ve Cai ve Zhang (2011) tarafından yapılan çalışmaları desteklemektedir. Firma büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında elde edilen negatif yönlü bir ilişki Ou ve Penman (1995) ve Mukherji vd. (1997) tarafından yapılan çalışmaları desteklemektedir. Bununla birlikte bu sonuçlar düşük piyasa değerine sahip firmaların hisse senetlerinin, yüksek piyasa değerine sahip firmaların hisse senetlerine oranla yatırımcılara daha fazla getiri sağladığını ngren firma büyüklüğü anomalisini desteklemektedir.

Karlılık ile hisse senedi fiyatları arasında elde edilen bu bulgu Martikainen (1989), Omran ve Ragab (2004), Dehuan ve Jin (2008), Moderes vd. (2008), Aydemir vd. (2012)'in çalışmalarını destekler niteliktedir. Dolayısıyla, daha yüksek karlılığın, daha düşük finansal kaldıraçın, daha düşük politik, ekonomik, finansal ve ülke riskinin hisse senedi fiyatlarını arttırıcı etkide bulunduğu söylenebilir.

## SONUÇ

Hisse senedi performansını etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Özellikle firmanın geçmiş bilgilerinden yola çıkararak oranlar yardımıyla hisse senedi performansını tahmin etme amacı sıklıkla başvurulan yöntemlerdendir. Literatürde değişik zaman aralıkları ve değişik yöntemlerle hisse senedi performansını ölçebilmek için çeşitli uygulamaların kullanıldığı görülmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı hisse senedi fiyatları üzerinde ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski primlerinin etkisini incelemektir. Bu alışmanın Türkiye'de yapılmış olan benzer nitelikteki çalışmalardan en önemli farkı, gerçekleşmiş muhasebe verilerine dayalı finansal oranların yanında daha önce de bahsedilen ülke riski primlerinin analize dhil edilmesidir. Diğer fark ise daha önce yapılan çalışmaların daha çok sanayi sektörüne yönelik olması, bu çalışmanın ise bankacılık sektörü üzerinde yapılmış olmasıdır. Çalışmamızda 2003-2012 dönemi için dinamik panel veri analizi kullanılmıştır.

Çalışma sonucunda ülke risk priminin artmasının hisse senedi fiyatını azalttığını gösterir niteliktedir. lke riski değişkenleri ile ilgili elde edilen bu bulgular ekonomik risk primlerinde, finansal risk primlerinde, politik risk primlerinde ve ülke riski primlerindeki artışın hisse senedi fiyatlarına olumsuz Şekilde yansıtıyacağını, hisse senedi fiyatlarını azaltacağını göstermektedir. lke riski değişkenleri ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür. Ayrıca çalışmada finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuşken, aktif karlılığı ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Daha yüksek karlılığın, daha düşük finansal kaldıracın, daha düşük politik, ekonomik, finansal ve ülke riskinin hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkide bulunduğu söylenebilir.

Uluslararası yatırımcılar için yatırım sürecinde ülke riskinin değerlendirilmesi temel bir konudur. Bireysel ya da kurumsal yatırımcılar yapacakları hisse senedi

---

yatırımlarında ülke riski düşük ülkeleri tercih edeceklerdir. Bu yönüyle bu yatırımlardan ülkemizin alacağı payın arttırılmasında ise en büyük görev siyasilere düşmektedir. Özellikle politik açıdan alınan kararlar ülke riskinin derecesini, buna bağlı olarak da ülkeye gelecek yatırımları ve yatırımdan pay alacak olan firmaları etkileyecektir.

### KAYNAKÇA

- AGLIARDI, E. (2012). “A New Country Risk Index For Emerging Markets: A Stochastic Dominance Approach”, **Journal of Empirical Finance**, 19, ss.741–761
- AKTAŞ, M. (2008), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri İle İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 37(2), ss.137-150.
- AMATO, L. ve R. P. Wilder (1985), “The Effects Of Firm Size On Profit Rate in U.S. Manufacturing”, **Southern Economics Journal**, 52, ss.181–190.
- AMMAR, A., A.S. HANNA, E.V. NORDHEIM ve J.S. RUSSELL (2003), “Indicator Variables Model of Firm’s Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data”, **Journal of Construction Engineering and Management**, 129(2), ss.192-197.
- ARELLANO, M. ve S. BOND (1991), “Some Tests Of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence And An Application to Employment Equations”, **Review of Economic Studies**, 58, ss.277–97.
- ASIMAKOPOULOUS, I., A. SAMITAS ve T. PAPADOGONAS (2009), “Firm-Specific And Economy Wide Determinants Of Firm Profitability Greek Evidence Using Panel Data”, **Managerial Finance**, 35, ss.930-939.
- AYDEMİR, O., S. ÖGEL ve G. DEMİRTAŞ (2012), “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, **Yönetim ve Ekonomi**, 19(2), ss.277-288.

- 
- BALTAGI, B. (2005a), **Econometric Analysis of Panel Data**, Third Edition, John Wiley & Sons LTD, England.
- BALTAGI, B. (2005b), **Panel Data: Theory and Applications**, Third Edition, Physica-Verlag, Heidelberg.
- BANSAL, R. ve M. DAHLQUIST (2001), Sovereign Risk and Return in Global Equity Markets, <http://www1.fee.uva.nl/fm/PAPERS/BansalDahlquistPaper020911.pdf> (11.06.2013).
- BANZ, R.W. (1981), “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks”, **Journal of Financial Economics**, 9(1), ss.3-18.
- BASHIR, A. H. M. (2003), “Determinants of Profitability in Islamic Banks: Some Evidence from the Middle East”, **Islamic Economic Studies**, 11(1), ss.31-57.
- BASU, S. (1983), “The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 12(1), ss.129-15.
- BEKAERT, G. (1995), “Market Integration And Investment Barriers In Emerging Equity Markets”, **World Bank Economic Review**, 9(1), ss.75-107.
- BEKAERT, G. ve E. HARVEY (1997), “Emerging Equity Market Volatility”, **Journal of Financial Economics**, 43(1), ss.29-77.
- BEKEART, G. ve C.R. HARVEY (2003), “Emerging Market Finance”, **Journal of Empirical Finance**, 10(1), ss.3-56.
- BİRGİLİ, E. ve M. DÜZER (2010), “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 46, ss.74-83.
- BÜYÜKŞALVARCI, A. (2010), “Finansal Oranlar İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 48 (Ekim), ss.130-141.

- 
- CAI, J. ve Z. ZHANG (2011), “Leverage Change, Debt Overhang, And Stock Prices”, **Journal of Corporate Finance**, 17, ss.391–402.
- CHEN, N.F., R. ROLL ve A. ROSS (1986), “Economic Forces and the Stock Market”, **Journal of Business**, 59(3), ss.383-403.
- CHOWDHURY, A. ve S.P. CHOWDHURY (2010), “Impact of Capital Structure on Firm’s Value: Evidence from Bangladesh”, **Beh-Business and Economic Horizons**, 3(3), ss.111-122.
- CLARK E. ve K. KASSLMATIS (2004), “Country Financial Risk and Stock Market Performance: The Case of Latin America”, **Journal of Economics and Business**, 56(1), ss.21-41.
- COOK, T. J. ve M.S. ROZEFF (1984), “Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 19(4), ss.449-464.
- DAĞLI, H. (2012), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 4.baskı, Derya Kitabevi, Trabzon.
- DAMODORAN, A. (2003), “Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice”,<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>(12.06.2013).
- DEHAUN, J. ve J. ZHENSU (2008), “Firm Performance And Stock Returns: An Empirical Study Of The Top Performing Stocks Listed On Shanghai Stock Exchange”, **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 12(1), ss.79-85
- DELMAR, F., A. MCKELVIE ve K. WENNBERG (2013), “Untangling the relationships among growth, profitability and survival in new firms”. **Technovation**. In Press, [http://www.sciencedirect.com/science/journal/aip/01664972\(13.06.2013\)](http://www.sciencedirect.com/science/journal/aip/01664972(13.06.2013)).

- 
- EGE, İ. ve A. BAYRAKDAROĞLU (2009), “İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği İle Analizi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 5 (10), ss.139–158.
- ERB, C., Cr. HARVEY ve T.E. VISKANTA (1996), “Political Risk, Financial Risk And Economic Risk”, **Financial Analysts Journal**, 52(2), ss.28-46.
- FAMA, E. F. ve K.R. FRENCH (1998), “Value Versus Growth: The International Evidence”, **The Journal of Finance**, 53(6), ss.1975-1999.
- FITZSIMMONS, J.R., P.R. Steffens ve E.J. Douglas (2005), “Growth and Profitability in Small and Medium Sized Australian Firms”, AGSE Entrepreneurship Exchange, Melbourne, February 2005.
- FLANNERY, M. J. ve A.A. PROTOPAPADAKIS (2002), “Macroeconomic Factors Do Influence Aggregate Stock Returns”, **The Review of Financial Studies**, 15(3), ss.751-782.
- GLANCEY, K. (1998), “Determinants Of Growth And Profitability İn Small Entrepreneurial Firms”, **International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research**, 4(1), ss.18-27.
- GUJARATI, D. N. (2004), **Basic Econometrics**, 4th Edition, The Mcgraw-Hill Companies, New York.
- HALL, M. ve L. WEISS (1967), “Firm Size And Profitability”, **The Review of Economics and Statistics**, 49, ss.319–331.
- HSIAO, C. (2002), **Analysis of Panel Data**, Second Edition, Cambridge University Press, United Kingdom.
- HUMPE, A. ve P. MACMILLAN (2009), “Can Macroeconomic Variables Explain Long-term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan”, **Applied Financial Economics**, 19(2), ss.111-119.
- IM, K.S, M.H. PESARAN ve Y. SHIN (2003), ”Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, **Journal of Econometrics**, 115, ss.53-74



- 
- İSKENDEROĞLU, Ö., E. KARADENİZ ve E. ATIOĞLU (2012), “Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 7(1), ss.291-311.
- KALAYCI, Ş. ve A. KARATAŞ (2005), “Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB’de Bir Temel Analiz Araştırması”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 27(Temmuz), ss.146-147.
- KARACA, S. ve E. BAŞCI (2011), “Hisse Senedi Performansını Etkileyen Rasyolar ve İMKB 30 Endeksinde 2001-2009 Dönemi Panel Veri Analizi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 16 (3), ss.337-347.
- KASMAN, S. K. (2006). Hisse Senetlerinin Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir ilişki Var mı?, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. 21(238), ss.88-99.
- KOSMIDOU, K. ve C. ZOPOUNIDIS (2004), **Goal Programming Techniques For Bank Asset Liability Management**, Kluwer Academic Publishers, USA.
- KOUSER, R., T. BANO, M. AZEEM ve M. HASSAN (2012), “Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan”, **Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences**, 6 (2), ss.405-419.
- MARSHALL, A., T. MAULANA ve L. TANG (2009), “The Estimation And Determinants Of Emerging Market Country Risk And The Dynamic Conditional Correlation GARCH Model”, **International Review of Financial Analysis**, 18, ss.250–259.
- MARTIKAINEN, T. (1989), “Modelling Stock Price Behaviour By Financial Ratios”, **Decisions in Economics And Finance**, 12(1), ss.119-138.
- MATEUS, T. (2004), “The Risk and Predictability of Equity Returns of the EU Accession Countries”, **Emerging Market Review**, 5(2), ss.241-266.

- 
- MODARES, A., A. SAJJAD ve M. MOZHGAN (2008), “Testing Linear Relationships Between Excess Rate of Return And Financial Ratios”,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1264912](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1264912)(13.06.2013).
- MUKHERJI, S., M.S. DHATT ve Y.H. KIM (1997), “A Fundamental Analysis of Korean Stock Return”, **Financial Analysts Journal**, (53(3), ss.75-80
- NACEUR, B. S. ve M. GOAIED (2001), “The Determinants of the Tunisian Deposit Banks’ Performance”, **Applied Financial Economics**, 11(3), ss.317-319.
- OMRAN, M. ve A. RAGAB (2004), “Linear Versus Non-Linear Relationships Between Financial Ratios And Stock Returns: Empirical Evidence From Egyptian Firms”, **Review of Accounting and Finance**, 3(2), ss.84-102
- OU, J.A. ve S.H. Penman (1989), “Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns”, **Journal of Accounting & Economics**, 11(4), ss.295.
- RAHAMAN, M. M. (2011), “Access to Financing and Firm Growth”, **Journal of Banking & Finance**, 35, ss.709–723
- RAYAN, K. (2008), Financial Leverage and Firm Value. Master Thesis. University of Pretoria.
- RICHARDS, A. ve D. DEDDOUCHE (1999), Bank Rating Changes and Bank Stock Returns-Puzzling Evidence from the Emerging Markets, IMF Working Paper Series, WP-151.
- ROODMAN, D. (2006), An Introduction to Difference and System GMM in Stata. Center For Global Development Working Paper No: 103,  
<http://Ideas.Repec.Org/P/Cgd/Wpaper/103.Html>(01.09.2012).
- SABAL, J. (2008), “A Practical Approach for Quantifying Country Risk”, **GCG Georgetown University**, 2(3), ss.50-63.
- SAMUELS, J. ve D. SMYTH (1968), “Profits, Variability of Profits and Firm Size”, **Economica**, 35, ss.127–139.

- 
- SIM, K., G. LIU, V. GOPALKRISHNAN ve J. LI (2011), “A Case Study On Financial Ratios Via Cross-Graph Quasi-Bicliques”, **Information Sciences**, 181, ss.201–216.
- TATOĞLU, F. Y., (2012), **İleri Panel Veri Analizi**, Birinci Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- VIJAYAKUMAR, A. ve S.S. DEVI (2011), “Growth and Profitability İn Indian Automobile Firms-An Analysis”, **Journal for Bloomers of Research**, 3(2), ss.168-177.
- WU, X. ve C.K. YEUNG (2012), “Firm Growth Type and Capital Structure Persistence”, **Journal of Banking & Finance**, 36, ss.3427–3443.
- YAPRAKLI, S. ve B. GÜNGÖR (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi SBF Dergisi**, 62 (2), ss.199-218.
- ZHANG, Y. ve R. ZHAO (2004), “The Valuation Differential between Class A and Class B Shares: Country Risk in the Chinese Stock Market”, **Journal of International Financial Management and Accounting**, 15 (1), ss.44-59.
- ICRG (International Country Risk Guide) (2013),  
[http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx#CompRiskRating,12.06.2013](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx#CompRiskRating,12.06.2013).

**EK Tablo 1:** ICRG Tarafından Risk Primlerinin Hesaplanmasında Kullanılan Kriterler

<b>Ekonomik risk</b>	<b>Finansal risk</b>	<b>Politik risk</b>
Kişi Başı GSYH	Dış Borç/GSYH	Hükümet İstikrarı
Reel GSYH Büyümesi	Dış Borç Servisi/ihracat	Sosyoekonomik Koşullar
Yıllık Enflasyon Oranı	Cari Hesap/ihracat	Yatırım Profili
Bütçe Dengesi/GSYH	Net Uluslararası Likidite	İç çatışmalar
Cari Hesap/GSYH	Döviz Kuru İstikrarı	Dış çatışmalar
		Yolsuzluk
		Askerin siyasete etkisi
		Dinsel Gerilimler
		Kanun ve Düzenlemeler
		Etnik Gerilimler
		Demokratik hesap verebilirlik
		Bürokrasi Kalitesi

**Kaynak:** [http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx#CompRiskRating\(12.06.2013\)](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx#CompRiskRating(12.06.2013))