

FİNANSAL RİSKLERİN İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL TİCARET ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA *

THE EFFECT TO MARKET VALUE OF THE BUSINESSES OF FINANCIAL RISKS: AN APPLICATION IN THE İSTANBUL STOCK EXCHANGE TRADE INDEX

Sonay AKAR  †

*Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 13.03.2023
Kabul Tarihi: 30.09.2023*

Öz

Küreselleşen dünyada entegre olan ekonomi ve piyasalar ortaya çıkan finansal risklerden kolaylıkla etkilenebilmektedir. Bir finansal risk türünün etkilerinin belirlenmesi ve bu risklere karşı tedbir alınması işletmenin piyasa değerini olumlu yönde etkileyecektir. İşletmelerin piyasa değeri işletmenin dış performansını ve değerini gösteren bir ölçüttür. Dolayısıyla işletme performansı ve değeri üzerinde etkili olacak finansal risklerin tanımlanması ve yönetilmesi önemlidir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, Türkiye’de halka açık firmaların sahip olduğu risklerin piyasa değeri üzerindeki etkisini tespit etmektir. Bu sayede işletmeler finansal risklere karşı gerekli tedbirlerin alınmasında pozisyon alabilme imkânını elde etmiş olacaktır. Panel veri analizinin yöntem olarak kullanıldığı çalışmada, finansal risklerle piyasa değeri arasında eş bütünleşik ilişkiler ortaya çıkmıştır. Test sonuçlarına göre, BİST ticaret endeksinde yer alan işletmelerin kur riski ve sermaye riski işletmelerin piyasa değeri üzerinde anlamlı etkiye sahiptir. Ancak hem uzun dönemde hem de kısa dönemde kur riski piyasa değerini pozitif yönde, sermaye riski ise negatif yönde etkilemiştir. Kur riskinin işletme değeri üzerindeki pozitif etkisi işletmelerin sahip olduğu yabancı para pozisyonundan kaynaklanabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Riskler, Piyasa Değeri, Borsa İstanbul Ticaret Endeksi, Panel Veri Analizi

Jel Sınıflaması : G32, L25, C23

Abstract

In the globalizing world, the integrated economy and markets can be easily affected by the emerging financial risks. Determining the effects of a financial risk type and taking measures against these risks will positively affect the market value of the business. Market value of businesses is a measure of the businesses external performance and value. Therefore, it is important to identify financial risks that will affect business performance. In this context, the aim of the study is to determine the effect of the risks of publicly traded companies in Turkey on the market value. In this way, businesses will have the opportunity to take a position in taking the necessary measures against financial risks. In the study, in which panel data analysis was used as a method, cointegrated relationships emerged between financial risks and market value. According to the test results, it has a significant effect on the market value of the businesses the exchange rate risk and capital risk of the businesses included in the BIST trade index. However, both in the long term and in the short term, the exchange rate risk affected the market value positively and the capital risk negatively. The positive effect of exchange rate risk on the value of the business can arise from the foreign currency position of the business.

Keywords: Financial Risks, Market Value, İstanbul Stock Exchange Trade Index, Panel Data Analysis

Jel Classification: G32, L25, C23

* **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2023; 8(3) ,633 - 646 / DOI: 10.29106/fesa.1264603

† Doktorant, Giresun Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tsonay61@gmail.com, *Giresun -Türkiye*, ORCID: 0000-0002- 7707-3465

1. Giriş

Finansal risk kavramının birkaç şekilde tanımlanması mümkündür. Finansal riskin firma üzerindeki etkisinin anlaşılmasında, nakit akışlarının veya işlemlerden kaynaklanan risklerin anlaşılması gerekmektedir. Bu tür riskleri anlamının yolu, risk faktörlerindeki değişikliklerin işletmenin muhasebe rakamları üzerindeki etkisine bakmaktan geçmektedir. Kâr ve kazançlardaki değişiklikler, farklı sonuçların göstergesi olabilmektedir (Moles, 1998:33). İşletmeler yüksek karlılığa sahip olmak için yüksek finansal riskleri üstlenebilmektedirler. Elde edilen sermayenin amacı, daha yüksek karlılığa sahip olmak için finansal kaldıracı kullanmaktır. Ancak sermaye yapısında borcun kullanılması firmanın riskini artırmakta ve dolayısıyla sermaye maliyetini yükseltebilmektedir. Borçlanma arttıkça sermaye yapısında borç kullanımının marjinal faydası giderek azalmakta ve belli bir noktadan sonra sermaye yapısında borç kullanımı firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Finansal risk, elde edilen sermayeye yönelik ileriki bir tarihteki sözleşmeye bağlı taahhütlerden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden finansal risk, kurumsal finansal kaldıraçla doğrudan ilişkilidir. Toplam risk bağlamında, finansal risk firma tarafından yönetilmektedir.

Finansal risklerin işletme değerini birçok açıdan etkilemesi, işletmelerin piyasa değeri üzerindeki finansal risklerin etkisinin araştırılmasının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu bağlamda finansal risklerin işletme değeri üzerindeki etkilerinin risk türüne göre değişebileceği çalışmanın temel hipotezini oluşturmaktadır. Bu yüzden bu çalışmadan elde edilen sonuçlara bağlı olarak işletmelerin finansal risklerini yönetme uygulamaları geliştirebilmelerinde yardımcı olabilecektir. Literatürde finansal risk konusu araştırılırken araştırma grubu olarak çoğunlukla bankalar tercih edilmiştir. Bu çalışmada araştırma grubu olarak ticaret işletmelerinin konu edinilmesi sebebiyle çalışmanın bu alandaki boşluğu doldurarak literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın ilk bölümü olan giriş kısmında, finansal risklere değinilmiş ve çalışmanın hipotezi açıklanmıştır. İkinci kısımda, çalışmanın teorik çerçevesi finansal risk türleri kapsamında incelenmiştir. Üçüncü kısımda literatür araştırmasına yer verilmiş; yöntem, model ve veriler çalışmanın dördüncü kısmında ele alınmıştır. Beşinci kısımda bulgular ortaya koyulmuş, sonuçlar ve değerlendirmeler ise altıncı ve son kısımda açıklanmıştır.

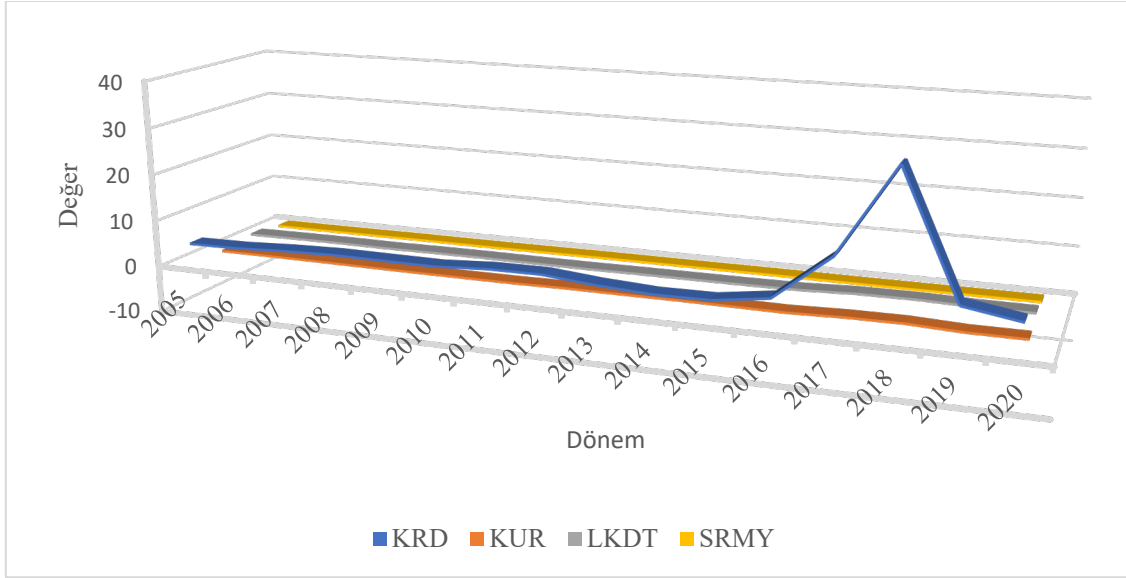
2. Teorik Çerçeve

Risk yönetiminde, işletme değerinin maksimize edilmesi hedefiyle karlılığın sağlanması amaçlanmaktadır. Finansal risklerden kaynaklanan kötü yönetim, işletmelerin iflaslarla karşılaşmasına neden olabilmektedir. Mikro düzeyde firmanın işlerinin kötüleşmesi ekonomiyi olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, fazla borcu olan bir şirket finansal riskleri kötü yönetimi nedeniyle iflas ederse, o zaman sadece ilgili finansal kurum zarar görmemekte, aynı zamanda ekonomik faaliyete girmeyi amaçlayan borçluların da projeleri için finansal kurumlardan finansman alamayarak zarar görebilmektedir (Roy ve Bandopadhyay, 2022:226-227). Finansal riskler firmaya özgü riskler olabileceği gibi firmadan bağımsız olarak ortaya çıkan, sürekli olarak kontrol altında tutulup yönetilmesi gereken risklerdir. Bu riskler kredi riski, kur (döviz) riski, likidite riski ve sermaye riski gibi değişik şekillerde ortaya çıkmaktadır (Topaloğlu, 2018:289). Firmalara ilişkin bu finansal riskler, firmanın büyüklüğü, kaldıracı, faaliyet geliri, toplam satışları, dış satışları, yatırım büyümesi ve temettü ödemeleri ile ölçülebilmektedir. Finansal risk, maliye politikasının olumsuz sonuçlarından doğmakta özellikle finansal risklerin, faaliyetler üzerindeki etkileri nedeniyle firmalar için önemli olduğu düşünülmektedir. Finansal ihtiyaçları belirlemek için nakit akışları elde edildikten sonra, bilanço hesapları satışlarla ilişkilendirilmektedir. Bu da kârları kârların artırılması ve zararların azaltılması yoluyla işletmeye değer katmaya olanak tanıyan gerçekçi seçenekleri ortaya koyabilmektedir (Rodriguez, Solano ve Rozo, 2022:68). Kredi riski, iki taraf arasında yapılan alacak sözleşmelerinde karşı tarafın verdiği taahhütleri yerine getirememesinden kaynaklanan bir finansal risk türüdür (Bielecki ve Turkowski, 2001:29). Sermaye riski adı altındaki risk çeşidi bünyesinde kredi, piyasa ve operasyonel riskleri de barındırdığı için diğer finansal risklere göre daha geniş kapsamlıdır (Şenol, Öncül ve Alici, 2019:107). Finansal risk türlerinden olan kur riski işletme bilançolarındaki yabancı para türünden olan varlık ve kaynakların uyumsuzluğundan doğmaktadır. Kur riskinin ortaya çıkışının tarihsel sürecine bakıldığında Bretton Wood sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmesi ile firmalar için de kur riskleri artmaya başlamıştır (Barakalı ve Elmas, 2022:278). Ek olarak kur riskini ulusal para biriminin yabancı para birimi karşısında değer artışı veya azalmasından kaynaklı riskler olarak da tanımlamak mümkündür. Kurdaki değişimin firma değeri üzerindeki etkisi ekonomik risk kapsamında kabul edilmekte ve firmayı hem finansal açıdan hem de üretim, pazarlama gibi işletme fonksiyonları açısından da etkilemektedir. İşletmeyi etkileyen bu risk türü firmanın uluslara arası alanda yaptığı faaliyetlerin geniş kapsamlı oluşuna ve işletmenin içinde bulunduğu ekonomik ortamın dışı açıklık durumuna bağlıdır (Doğanay, 2015:520). Likidite riski işletmelerin kaynaklara erişimi uygun maliyette sağlayamadığı ya da işletme varlıklarının gerekli durumlarda satılamaması olarak ifade edilebilir (Yücel, Mandacı ve Kurt, 2007:2). Uygulamada bu finansal risklerin her birinin diğerine göre daha etkin olabilir. Ancak finansal riskleri birbirinden ayırmak çok kolay olmayabilmektedir (Bielecki ve Rutkowski, 2001:30).

Grafik 1’de gösterilen finansal risklerin zaman serilerinde bir değerlendirme yapıldığında, çalışmanın kapsadığı dönemde firmaların kur riski, likidite riski ve sermaye riskleri birbirine çok benzer hareket sergilemiştir. Ancak

kredi riski 2016 yılına kadar diğer üç risk türü ile benzer eğilim gösterse de, 2015 ile 2019 yılları arasında bu risk türünde oynaklıklar ortaya çıkmıştır. 2015 yılında artmaya başlayan kredi riski 2018 yılında zirve yaptıktan sonra düşüőe geçmiştir. Sonraki yıllarda ise bu azalış devam etmiştir. Kredi riskinde tespit edilen dönemde meydana gelen bu artışların yarattığı oynaklık firmaların alacaklarına ilişkin risklerinin yüksek olduğunun bir kanıtıdır.

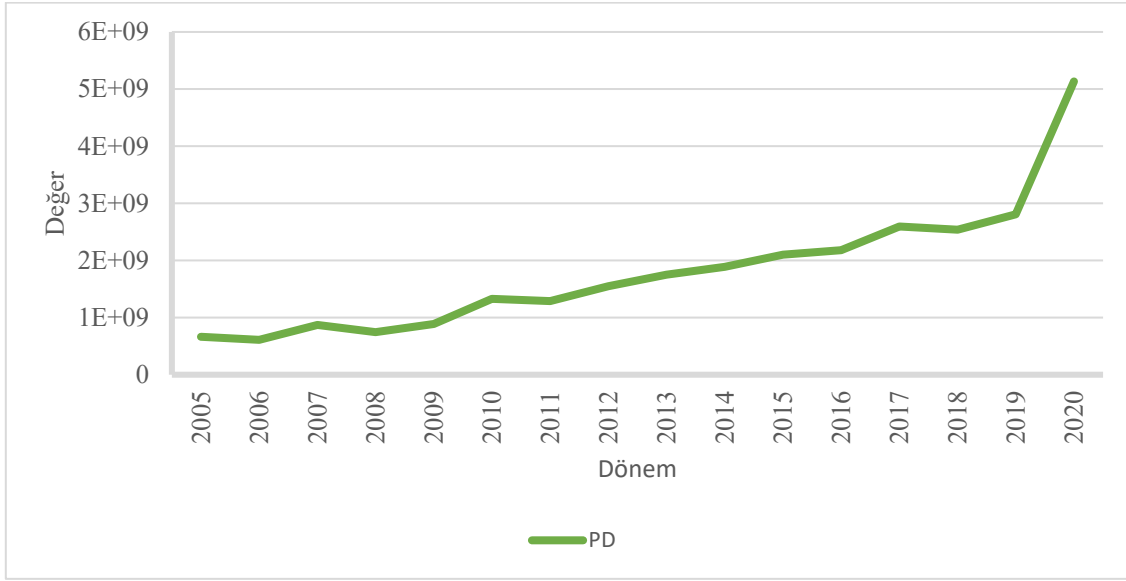
Grafik 1. Finansal Risklerin Zaman Serileri



Sermaye piyasalarındaki katılımcılar, firmaların performansı ve değerlemesi ile derinden ilgilenmektedir. Artan küreselleőme, piyasa liberalizasyonu ve artan rekabet ile birleşen bilgi ekonomisinin gelişimi, birçok firmayı piyasadaki liderliğini sürdürmek için yeniliğe ve değer yaratmaya yatırım yapmaya itmiştir. Mevcut Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri uyarınca, bu harcamaların çoğu, ekonomik faydaları oldukça belirsiz ve ölçülmesi zor olduğundan, hemen giderleştirilmektedir. Bu tür muhasebe işlemi, geleneksel muhasebe ölçümlerinin gerçek ekonomik durumdan sapmasına ve sonuç olarak finansal tablolar tarafından sağlanan bilgilerin yararlılığının azalmasına neden olmaktadır (Huang ve Wang, 2008:723).

Halka açık işletmeler, işletmenin ekonomik olarak güçlü olmasını sağlamak için önemli olan hisselerin piyasa değerini maksimize ederek, hissedarların kârlarını arttırmaktır. İşletme yönetiminin hedefe ulaşamaması durumunda, işletme başarısızlıkları ortaya çıkabilmektedir (Panigrahi vd., 2014). Katma değer anlayışı, pozitif katma değer üreten ve üretmeyen faaliyetlerin tespiti yapılarak fonları verimli alanlara yönlendirilmesine odaklanabilmektedir. Fonlar pozitif katma değer yaratan faaliyet alanlarına yönlendirilerek işletme performansı yükseltilmekte ve bu sayede piyasa değerine katkı sağlanılabilmektedir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 294).

Grafik 2. Firma Değerlerinin Zaman Serileri



Firmanın piyasa değerini gösteren grafik 1’de 2005 yılından 2019 yılının ikinci çeyreğine kadar dalgalı bir seyir izlediği görölmektedir. Ancak 2019 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren firmaların değeri hızlı bir artış trendine girmiştir. Firmaların piyasa değerini gösteren trend yukarı yönlüdür.

3. Literatür İncelemesi

Çalışmanın bu bölümünde literatür araştırması yapılmıştır. Bu literatür özeti, çalışmada elde edilen bulguların benzer çalışma sonuçları ile karşılaştırılmasını ve yorumlandırılıp tartışılmasını sağlayabilecektir.

Çam (2014), çalışmada finansal risk türü olan politik riskin firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesi hedeflenmiştir. Yöntem olarak panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, politik risk ile firma değeri arasında negatif yönde, anlamlı ilişkiler ortaya çıkmıştır. Ayrıca finansal kaldıraç ile firma değeri arasında negatif yönde bir ilişki saptanmışken, firma büyüklüğü ile firma değeri arasında ise anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Haryono ve Paminto (2015), yaptığı çalışmada kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi finansal performans ve firma riski üzerinden analiz etmeyi amaçlamıştır. Verileri analiz etmek için bir Yapısal Eşitlik Modellemesi (SEM) kullanılmıştır. Araştırma sonucu, kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif, firma riski üzerinde negatif anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ancak firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını gösterebilmektedir. Ayrıca, finansal performansın firma değeri üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahipken, firma riskinin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisi ortaya çıkmamıştır.

Şenol ve Karaca (2017), yaptıkları çalışmada işletmelerin finansal yapılarında ortaya çıkan risklerin firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada kullanılan panel veri analizi sonuçlarına göre, firma riski kaldıraç ve kredi riskini pozitif yönde, kur ve likidite riskini ise negatif yönde etkilemiştir.

Anton (2018), yaptığı çalışmanın amacı kurumsal risk yönetimi uygulamalarının farklı ekonomik ortamlarda firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışmanın bulgularına göre, kurumsal risklerle firma değeri arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Topaloğlu (2018), tarafından yapılan çalışmada finansal riskler ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, Tobin Q’nun sermaye ve likidite riski ile arasında anlamlı ve negatif yönde bir ilişki bulunurken; kur, kredi, faiz riski ile Tobin Q arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmada yer alan ikinci modelde kredi riski ile PD/DD arasında anlamlı ve negatif yönde bir ilişki saptanırken; faiz, sermaye, likidite, ve kur riski ile PD/DD arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Çalışmada yer alan üçüncü modelde ise kredi riski ile Fiyat/Kazanç arasında anlamlı ve negatif yönde bir ilişki ortaya çıkarken, faiz, sermaye, likidite ve kur riskleri ile Fiyat/Kazanç arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Şenol, Öncül ve Alıcı (2019), yaptıkları çalışmada bankaların finansal risklerinin banka karlılığı üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Panel veri analizinin yöntem olarak kullanıldığı çalışmanın bulgularına göre, likidite riski banka karlılığını pozitif yönde etkilerken, kur, sermaye ve kredi riski ise banka karlılığını negatif yönde etkilemiştir.

şit, Çavuşoğlu ve Ekşi (2020), finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmada, Westurland eş bütölleşme testi çalışmanın yöntemi olarak kullanılmıştır. Çalışmada yapılan analizden elde edilen bulgulara göre, değişkenler arasında bir ilişki saptanırken, kredi, kur, sermaye ve finansal kaldıracın firma değeri üzerinde anlamlı etkileri bulunmuştur. Ancak bu etkinin yönü sermaye riski ile pozitif; kredi, kur ve finansal kaldıracın PD/DD üzerindeki etkisi ise negatif yöndedir.

Öztürk, Çelik ve Daştan (2022), yaptıkları çalışmada finansal risklerle firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışmada; Tobin Q kullanılan modelde kur riski ve likidite riski firma değeri üzerinde anlamlı etkiye sahipken, firma değerini kur riski pozitif yönde likidite riski ise negatif yönde etkilemiştir. PD/DD değişkeninin olduğu modelde kredi ve kur riski anlamlı, kredi riskinin etkisinin yönü pozitif, ancak kur riskinin etkisinin negatif yönde gerçekteşmiştir.

Barakalı ve Elmas (2022), kur riskinin piyasa değeri üzerindeki etkisini araştıran çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre elde edilen genel bulgu, kur riskinin işletmelerin piyasa değeri üzerinde etkili olduğudur.

şenbayram (2022), finansal piyasalarda ortaya çıkan risklerle firma değeri arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, panel en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. PD/DD ve Tobin Q kullanılarak oluşturulan iki modelin sonuçlarına göre; PD/DD ile oluşturulan modelde kur riski firma değerini negatif yönde etkilerken, Tobin Q değişkeni ile oluşturulan diğer modelde ise likidite riski firma değerini pozitif yönde etkilemiştir.

Özcan (2021), yaptığı araştırmada finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlamıştır. Panel regresyon analizinin yapıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, likidite riskinin PD/DD üzerinde anlamlı bir ilişki bulunamamışken; kredi, kur ve sermaye riskinin PD/DD üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç ve kredi riskinin firma değeri üzerindeki etkisi pozitif yönde gerçekteşirken, kur riski ve likidite riskinin firma değeri üzerindeki etkisi negatif yönde gerçekteşmiştir.

Literatür incelemesi sonucu ortaya çıkan genel bulgu finansal risklerle firma değeri arasında uzun dönemde eş bütölleşik ilişkilerin ortaya çıkmasıdır. Ancak finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlılık durumu ve yönü kullanılan araştırma grubuna göre değişebilmektedir.

4. Araştırmanın Modeli, Veri Seti, Evreni ve Örneklemi, Yöntemi ve Verilerin Analizi

4.1. Araştırmanın Modeli

Çalışmada kullanılan veri seti doğrultusunda finansal risklerin işletmelerin piyasa değeri üzerindeki etkisini analiz etmek için bir model oluşturulmuştur. Bu model Topaloğlu (2018), şit, Çavuşoğlu ve Ekşi (2018) tarafından yapılan çalışmalardan hareketle kurulmuştur. Çalışmanın bilimsel uygulamasının panel veri analiziyle yapılmış olması, kullanılan verinin kesit ve zaman etkisi taşımasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda halka açık ve BİST'e kote edilerek finansal sisteme dahil olmuş BİST ticaret endeksindeki firmaların piyasa değeri baz alınarak aşağdaki model oluşturulmuştur:

$$\ln PD_{it} = \beta_0 + \beta_1 krd + \beta_2 kur + \beta_3 lkdt + \beta_4 srmy + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Oluşturulan denklemde *i* indisi işletme sayısını, *t* indisi zaman aralığını, *i* = 1, ..., *N* yatay kesit boyutunu, *t* = 1, ..., *T* zaman boyutunu ifade etmektedir. Modelde ε hata teriminin varyansı normal dağılmakta, yatay kesit birimler arasında ise korelasyonsuz, yine zaman ve birim açısından hatalar eşit varyanslıdır (Johnston ve Dinardo, 1997: 390).

Modelin bağımsız değişkenleri kredi riski, kur riski, likidite riski ve sermaye riskinden oluşmaktadır. Firmaların piyasa değeri modelin bağımlı değişkeni olarak kullanılmıştır.

4.2. Araştırmanın Veri Seti

Araştırmanın veri setinde değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan ham veriler, Finnet Mali Analiz Programı kullanılarak firmaların finansal tablolarından elde edilmiştir. Bu program aracılığıyla elde edilen ham veriler kısa vadeli ticari alacaklar, ilişkili taraflardan alacaklar, kısa vadeli diğer alacaklar, ilişkili uzun vadeli alacaklar, diğer uzun vadeli alacaklar, özsermaye, net yabancı para pozisyonu, kısa vadeli yabancı kaynaklar, dönen varlıklar, kısa vadeli yükümlölükler, toplam aktifler, hisse sayısı ve hisse kapanış fiyatından oluşmaktadır. Bu bağlamda araştırmanın modelinde oluşturulan değişkenler ve değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan formüller tablo 1'de yer almaktadır. Tablo 1'de yer alan değişkenler Çam (2014), Topaloğlu (2018), şenol, Öncöl ve Alıcı (2019), Özcan (2021), şenbayram (2022) literatür dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Değişkenlerin Formülleri

Bağımlı Değişken	Piyasa Değeri (PD)	(Hisse Sayısı*Hisse Kapanış Fiyatı)
	Kredi Riski (KRD)	(Kısa Vadeli Ticari Alacaklar + İlişkili Taraflardan Alacaklar+ Kısa Vadeli Diğer Alacaklar + İlişkili Uzun Vadeli Alacaklar+ Diğer Uzun Vadeli Alacaklar) / Öz Sermaye
Bağımsız Değişkenler	Kur Riski (KUR)	Net Yabancı Para Pozisyonu/Öz sermaye
	Likidite Riski (LKDT)	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Dönen Varlıklar
	Sermaye Riski (SRMY)	(Dönen Varlıklar-Kısa Vadeli Yükümlülükler)/Toplam Aktifler

4.3. Araştırmanı Kısıtları

Bu araştırmanın kısıtları; halka açık ticaret işletmelerin sınırlı sayıda olması ve bu işletmelerin yeterli, kesintisiz ve düzenli nitelikte verilerine ulaşılabilen dönem aralığının 2005-2020 yılları arasını kapsamasıdır.

4.4. Araştırmanın Evreni ve Örnekleme

Çalışmada Borsa İstanbul ticaret endeksinde yer alan 14 firmayı, 2005-2020 yıllarını kapsayan dönemi kapsamaktadır. BİST Ticaret endeksinde (XTCRT) 21 firma olmasına rağmen 14 firmanın çalışmaya konu edinilmesi, geri kalan 7 firmanın bütün verilerine ulaşılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Veriler üçer aylık frekansta gözlemlenmiştir. Çalışmada verilerine ulaşılabilen firmalar ve kodu tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. Analize Konu Olan Firmalar

Firma Adı	Kodu
BİM Birleşik Mağazaları A.Ş.	BIMAS
BİZİM Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	BIZIM
CARREFOUR Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	CRFSA
DOĞUŞ Otomotiv A.Ş.	DOAS
İNTEMA İnşaat A.Ş.	INTEM
MEPET Metro A.Ş.	MEPET
MİGROS Ticaret A.Ş.	MGROS
MİLPA Ticari ve Smaı Ürünler A.Ş.	MIPAZ
PERGAMON Status A.Ş.	PSDTC

SANKO Pazarlama A.ř.	SANKO
SELÇUK Ecza Deposu A.ř.	SELEC
TEKNOSA İ ve Dış Ticaret A.ř.	TKNSA
TGS Dış Ticaret A.ř.	TGSAS
VAKKO Tekstil A.ř.	VAKKO

Kaynak: (Kamuyu Aydınlatma Platformu)

4.5. Araştırmanın Yöntemi ve Verilerin Analizi

Araştırmanın yöntemi zaman yönü olan yatay kesit verilerinin kullanılmasıyla iktisadi ilişkiler öngörölmektedir (Greene, 1993: 464). Diğer analiz yöntemlerine göre çeşitli avantajları ve üstünlükleri vardır. Zaman serileri ile yatay kesit serilerine sahip bir veri seti oluşturulmasını sağlamaktadır. Hem zaman boyutu hem de kesit boyutu söz konusudur ve gözlem sayısı yüksek olmaktadır. Gözlem sayısının bu şekilde olan yüksekliği bağımsız değişkenler arasında doğrusal yönlü ilişki olma ihtimalini düşürmektedir. Bu yüzden bu analiz yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalarda, diğerlerine kıyasla doğru tahminler ortaya çıkabilmektedir (Hsiao, 2003: 3).

Panel veri yöntemleri sabit ve tesadüfi etkili modeller kullanılarak yapılmaktadır. Sabit etkiler modeli katsayıların zaman ve kesitte değişmediği, sabitin kesitlere göre değişmekte olan modeldir. İkinci model olan tesadüfi etkiler modelinde ise yatay kesitlerdeki farklılıklar hata terimi gibi tesadüfi olarak kabul edilmektedir. Modelde birimlerde ve zamanda meydana gelen değişiklikler hata teriminin bir bileşeniymiş gibi modele eklenmektedir (Greene, 1993: 467-469).

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{Kit}X_{Kit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Eşitlik 1’de yer alan i yatay kesit birimleri, t zaman boyutunu, ε hata terimini göstermektedir. Y_{it} i ’nci birimin t zamandaki bağımlı değişkenin değerini, X_{Kit} i ’nci birimin t zamandaki K ’nıncı bağımsız değişken değerini, β_{Kit} i ve t ’nci birim ve zamandaki K ’nıncı bağımsız değişkenin öngörölen katsayı değerini göstermektedir (Baltagi, 2001: 12).

Sabit ve tesadüfi etkili iki model arasında tercih yapabilmek için bazı istatistiki testler gerçekleştirilmektedir. F testi ve Hausman testler bu tercihlerde yardımcı olarak kullanılan testlerdir. Modellerde Otokorelasyon ve değişen varyans taşıyıp taşımadığını test etmek için Durbin Watson, Baltagi Wu gibi testler kullanılmaktadır. Otokorelasyon ve heteroskedasite sorunlarının çözümünde Arellano, Froot Rogers ya da Huber, Eicker ve White olmak üzere iki tahminci de kullanılabilir. Çünkü iki tahminci de aynı sonuçları verebilmektedir. İki tahmincinin de aynı değerleri vermesinin nedeni, Robust kodu kümeleneymiş standart hatalardan kaynaklanmaktadır. Bu yüzden herhangi bir yöntemle otokorelasyon ve heteroskedasite problemleri özölebilmektedir (Tatoğlu, 2012: 244). Modelde birimler arası yatay kesit bağımlılığı Breusch Pagan, Friedman ve Free testleri aracılığıyla araştırılmaktadır. Bütün bu problemlerin çözümünden sonra durağanlık testleri yapılabilir. Durağanlık analizleri sahte regresyon problemini ortadan kaldırmak için yapılmaktadır. Çalışmada tanımlanan modeller ve ilgili testler E views 11 paket programı ile yapılmıştır. Analiz sonucu elde edilecek bilgilerin uygunluğu için bazı hipotezlerin test edilmesi zorunlu olmaktadır. Bu testler f testi, hausman test, yatay kesitlerin bağımlılığı, homojenlik testleri, birim kök testleri, değişen varyans ve otokorelasyondur.

5. Bulgular

Çalışmanın tablo 3’de yer alan tanımlayıcı istatistiklerinde, kredi riski 7.89, kur riski -0.14, likidite riski 1.03 ve sermaye riski 0.03 olarak tespit edilmiştir. Kredi riski işletmelerin alacak riskini; özkaynakların %7,89’luk kısmını alacaklarına bağlamıştır. Kur riski firmaların özkaynakları içindeki net yabancı para pozisyonunu göstermektedir. Kur riskine ait hesaplanan değer özsermayeye oranla daha az yabancı kaynak kullanıldığını göstermektedir. Likidite riski çalışmaya konu olan araştırma grubu firmalarının cari varlıklarının %1.03’ü kadar kısa vadeli yükümlölüklere sahiptir. Likidite oranı pay ve payda yer değiştirildiğinde cari oran 9,70 (100/10.3) olarak ortaya çıkmıştır.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

	LNPD	KRD	KUR	LKD	SRMY
Ortalama	19.44092	7.894673	-0.144499	1.030261	0.039994
Medyan	19.87596	0.490507	0.004348	0.981149	0.018606
Maksimum	24.52213	1384.994	23.49511	7.926654	0.629674
Minimum	0.000000	-19.92635	-16.72383	0.029087	-0.530579
Standart Sapma	3.354627	50.58475	1.474708	0.607177	0.194432
Çarpıklık	-4.011748	23.51679	-0.004648	4.623669	0.449793
Basıklık	24.23228	623.5879	115.7129	40.73301	3.555699
Jarque-Bera	19190.68	14428470	474290.0	56346.94	41.74078
Olasılık Değeri	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem	896	896	896	896	896

Araştırmada oluşturulan modelde değişkenler arasındaki korelasyonun gösterildiği tablo 4’de, en yüksek korelasyonun 0,54 oranla kur riski ile kredi riski arasında ortaya çıkmıştır. Diğer değişkenler arasında yüksek sayılacak derecede bir korelasyonun varlığı ortaya çıkmamıştır. Bu derece korelasyonun varlığı analizin yapılmasına engel teşkil etmemektedir.

Tablo 4. Korelasyon Analizi

	Lnpd	Kredi R.	Kur R.	Likidite R.	Sermaye R.
LNPD	1.000000				
KRD	-0.109405	1.000000			
KUR	-0.109434	0.544690	1.000000		
LKDT	0.056842	-0.000994	-0.0643368	1.000000	
SRMY	-0.088506	-0.045634	0.124822	-0.639698	1.000000

5.1. Modelin Belirlenmesi

Analizde kullanılan iki model arasında bir seçim yapabilmek amacıyla F ve Hausman testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçları tablo 4’de yer almaktadır. Çalışmada, F testi klasik model ile sabit etkili model arasında bir tercih yapılmasında kullanılırken, hausman testi ise sabit etkili model ile tesadüfi etkili model arasında tercih yapmada kullanılmaktadır. F testinin sonucu çalışmada klasik modelin kullanılmayacağını ortaya koymaktadır. Hausman testinin sonucuna göre ise P değeri 0,05’ten küçük olduğu için sabit etkiler modelinin tesadüfi etkili modele göre kullanılmasının daha tutarlı olacağı sonucu ortaya çıkmıştır. Sabit etkiler modeli esas alınarak yapılan çalışmada otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinin de testleri yapılmıştır. Bu bağlamda paneli oluşturan serilerin f testi ve hausman testlerine ilişkin bulgular Tablo 5’te gösterilmiştir.

Tablo 5. F ve Hausman Test Sonuçları

Model	F Testi		Hausman	
	İstatistik	Olasılık D.	İstatistik	Olasılık D.
LNPĐ	23,995403	0,0000*	11,118429	0,0253**

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

5.2. Değişen Varyans Test Sonuçları

Çalışmada değişen varyans probleminin tespit edilmesine yönelik yapılan testin sonuçları tablo 6'da gösterilmektedir. Pesaran CD test değeri 12,722222 (0,0000) olasılık değeri %5 anlamlılık düzeyinde $P < 0,05$ olduğu için çalışmada değişen varyans problemi saptanmıştır. Modelde değişen varyans problemi ortaya çıkmadığı için boş hipotez %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir.

Tablo 6. Pesaran CD Testi

Test	İstatistik	Olasılık (P) Değeri
Pesaran CD	12,72222	0,0000

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

5.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Tablo 7'de yer alan test sonuçlarına göre; olasılık değeri $p < 0,05$ olduğu için serilerde yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Zaman boyutu birim sayısından büyük olduğunda $T > N$ ($16 > 14$) Breusch Pagan LM testi daha tutarlı sonuçlar vermektedir. Modelde yatay kesitlerin bağımlılık durumu ortaya çıktığı için panel birim kök testlerinin yapılması gerekli ve önemlidir.

Tablo 7. Breusch-Pagan LM Testi

Breusch-Pagan	İstatistik Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık Değeri
	642.9781(0.0000)	91	0,0000*

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

5.4. Otokorelasyon Test Sonuçları

Çalışmada otokorelasyonun araştırılmasında Durbin Watson-d testi uygulanmıştır. Tablo 8'de yer alan otokorelasyon testi sonuçları göre çıkan değer 1'den byktir. Otokorelasyon sorunu için Durbin-Watson (DW) test sonucu 1 ile 2 arasında bir değere sahip olduğu için modelde otokorelasyon sorununun çok da önemli olmadığı kabul edilmiştir. Çünkü Durbin Watson-d testinde eşik değer 2 olarak belirlenmiştir.

Tablo 8. Durbin Watson-d Testi

Test	Değer
Durbin Watson-d	1,010769

5.5. Homojenlik Testi

Çalışmada sabit ve eğim parametrelerin birimlerinin homojen ya da heterojenliğine göre uygulanacak eş bütünleşme testleri için, homojenlik testinin yapılması gerekmektedir. Homojenlik testi için Hsiao testi uygulanmış ve tablo 9'da gösterilmiştir. Elde edilen bulgular değerlendirildiğinde; p değeri 0,05'ten büyük olduğu için parametrelerin homojen olduğu kabul edilmiştir.

Tablo 9. Hsiao Testi

Hipotezler	F İstatistiği	Olasılık (P) Değeri
H1	15.23806	5.4E-102
H2	9.884858	2.72E-57
H3	23.99540	9.22E-50

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Ekonometrik analizlerde serilerin durağan olması gerekmektedir. Özellikler zaman boyutunun kesit birimlerden büyük olduğu (T>N) panel verilerde durağanlıklarını test edilmesi önemlidir. Eğer seriler durağan değilse yanlı, tutarlı olmayan neticelere ulaşılmaktadır. Bu çalışmada zaman boyutun kesit birimlerden büyük olduğu için durağanlık testleri uygulanmıştır. Panel birim kök testleri zaman serilerinin durağanlık sınamasında kullanılan birim kök testlerinden çok daha güçlü testlerdir. Çalışmada serilerin durağanlık sınamalarında Im, Pesaran ve Shin (IPS), ADF Fisher ve ADF PP kesitlerin bağımlılık durumunu dikkate alan 2. nesil birinci grup panel birim kök testleri kullanılmıştır.

5.6. Durağanlık Testleri

Durağanlığın test edilmesine yönelik sonuçlar tablo 10'da gösterilmiştir. Durağanlığı inceleyen bu testlerin istatistik sonuçlarına göre, tüm değişkenleri seviyede I(0) durağan olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçlara göre bütün seriler birim kök içermemektedir şeklinde kurulan alternatif hipotez kabul edilmiştir. Serilerin düzeyde I(0) durağan olduğu tespit edilmiştir. Değişkenler aynı derecede durağan olduğu için eş bütünleşme testlerinin yapılması gerekmektedir.

Tablo 10. Panel Birim Kök Testleri

Değişkenler	IPS		ADF Fisher		PP Fisher	
	t-ist.	Olas.	t-ist.	Olas.	t-ist.	Olas.
	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
LNPD	-4,13276	0,0000	70,2122	0,0000	185,995	0,0000
KRD	-2,92412	0,0017	78,3605	0,0000	129,640	0,0000
KUR	-5,00346	0,0000	132,789	0,0000	436,887	0,0000
LKDT	-1,91204	0,0279	40,6855	0,0574	71,3640	0,0000
SRMY	-2,48947	0,0064	53,5714	0,0025	69,4561	0,0000

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

5.7. Eş Bütünleşme Testleri

Homojen ve aynı düzeyde durağan panellerde eş bütünleşme sınamaları için Pedroni ve Kao testlerinden yararlanılmıştır. Bu testler aracılığıyla birden fazla değişkenin uzun dönemde eş bütünleşik olup olmadığını incelenebilmektedir. Çalışmada Pedroni (2000) tarafından geliştirilen eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Tablo 11'de gösterilen Pedroni ve Kao eş bütünleşme test sonuçlarına göre, 7 test istatistiğinin 5'inde eş bütünleşme olmadığı şeklinde kurulan sıfır hipotez reddedilmiş ve seriler arasında uzun dönemde bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bu bulgu, finansal risklerle piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 11. Pedroni ve Kao Eş Bütünleşme Testleri

PEDRONİ	İstatistik Değeri			Olasılık Değeri (P)		
	Sabitsiz, Trendsiz Model	Sabitli Model	Sabitli, Trendli Model	Sabitsiz, Trendsiz Model	Sabitli Model	Sabitli, Trendli Model
Panel V	-2.244508	-0.999487	-2.850453	0.9876	0.8412	0.9978
Panel rho	-4.323594	-5.158435	-2.717137	0.0000	0.0000	0.0033**
Panel PP	-5.492884	-8.915755	-8.883506	0.0000	0.0000	0.0000*
Panel ADF	-4.658194	-11.05912	-12.47182	0.0000	0.0000	0.0000*
Group rho	-4.160637	-2.025753	-0.504140	0.0000	0.0214	0.3071
Group PP	-6.331449	-5.225972	-6.403512	0.0000	0.0000	0.0000*
Group ADF	-4.718485	-5.038470	-6.495252	0.0000	0.0000	0.0000*
KAO ADF	-4.792809			0.0000*		

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 12’de gösterilen Johansen-Fisher panel eş bütünleşme testinin Fisher istatistiğinin ortaya çıkan sonuçlarına göre, değişkenlerin %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde eş bütünleşik olduğu saptanmıştır. Böylece, modelde kullanılan bütün eş bütünleşme testleri sonuçlarına bağlı olarak değişkenlerin eş bütünleşik olduğu kabul edilmiştir.

Tablo 12. Johansen-Fisher Eş Bütünleşme Testleri

	Fisher İstatistiği (İz)	Olasılık	Fisher İstatistiği (Maximum Özdeğer)	Olasılık
Reel köksüz	363.8	0.0000*	275.3	0.0000*
Maksimum bir reel kök	167.9	0.0000*	127.3	0.0000*
Maksimum iki reel kök	74.77	0.0000*	60.65	0.0003*

*%1, **%5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

5.8. Model Tahmin Sonuçları

Çalışmada finansal risklerin firmaların piyasa değeri üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek amacıyla White cross section düzeltilmesi kullanılmıştır. White’ın yatay kesit kovaryansı katsayısı düzeltilmesi ile ortaya çıkan otokorelasyon ve değişen varyans (heteroskedasite) problemleri giderilmiştir. Tablo 13’te sunulan test sonuçlarına göre; F istatistiğinin olasılık değeri bakımından modelin tamamı % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenilebilir. Modelin R² değeri 0,2792’dir. Çalışmada F istatistik değeri sonucuna göre modelin bütününü anlamlı çıkmasından ötürü R² değerinin de anlamlı olduğu kabul edilebilir. Bu durumda modelde bulunan değişkenlerin olasılık ve katsayı değerlerine bağlı olarak ortaya çıkan bulguların yorumlanması bakımından bir problem bulunmamaktadır.

Çalışmada yapılan bilimsel uygulamanın sonuçlarına göre, kur riski ile piyasa değeri arasında % 10 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde ilişki saptanmaktadır. Kurdaki bir birimlik değişim ticaret endeksinde yer alan işletmelerin piyasa değeri üzerinde 0.1686 oranında bir artış yaratmaktadır.

Çalışmada yer alan işletmelerin sermaye riski ile piyasa değeri arasında % 5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde ilişki ortaya çıkmaktadır. Yani, işletmelerin sermaye riskindeki bir birimlik değişim, işletmelerin piyasa değeri üzerinde % 2.0905 oranında bir azalma ortaya çıkarmaktadır.

Modelde bulunan kredi riski ve likidite riski ile piyasa değeri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Tablo 13. Sabit Etkiler Panel Modeli

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
C	19.6714(0,0000)	120.4868
KRD	-0.0036(0.1635)	-1.39471
KUR	0.16861(0.0712)***	1.8065
LKDT	-0.0904(0.4297)	-0.79012
SRMY	-2.0905(0.0446)**	-2.01087
R ²	0,2792	
F	19,9665	
Grup Sayısı	14	
Olasılık	0,0000	

*%1, **%5, ***%10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

6. Sonuç

Bir varlık ya da firma piyasada işlem görüyorsa, defter değerinin yanı sıra bir de piyasa değerine sahip olabilmektedir. İşletmelerin piyasa değerini arttırabilmesi finansal performanslarını düzgün bir şekilde ölçmeleri ile sağlanabilmektedir. Küreselleşme ve teknolojik gelişmelerle birlikte birbirine entegre olan işletmelerin finansal riskleri de giderek artmaktadır. Bu bağlamda finansal riskler farklılaşan piyasa şartlarına bağlı olarak değişebilmektedir. Bu yüzden finansal riski oluşturan kur, kredi, likidite ve sermayedeki meydana gelen her bir değişiklik aynı zamanda birbirini de etkilemektedir.

İşletmelerin piyasa değerine etki eden finansal risklerin saptanması ve uygulamasının yapılması işletme paydaşları ve yatırımcılar bakımından gerekli ve önemlidir. İşletme paydaşlarından olan işletme yöneticilerinin işletmenin piyasa değerine etkileri olduğu bilinen finansal riskleri değerlendirmeyi ve bu değerlendirmeler sonucu işletmeye uygun politikaları oluşturarak işletmenin diğer paydaşları olan işletme ve işletmeye ait hisse sahiplerini, yatırımcıları memnun etmeyi amaçlamaktadır. İşletmenin piyasa değeri üzerinde etkili olan finansal risklerin tespit edilmesi, yatırımcıların hangi işletmeye yatırım yapması gerektiğine yönelik bir öngörü sağlamakta ve bu sayede yatırımlar üzerinde önemli düzeyde kârlar elde edilmesine imkân tanıyabilmektedir.

Çalışmada BİST ticaret endeksinde yer alan 14 firmanın finansal verileri kullanılarak bir analiz yapılmıştır. Bu testlerde bağımlı değişken firmaların piyasa değerini, bağımsız değişken firmaların finansal risklerini göstermektedir. 2005-2020 dönemine ait üçer aylık zaman serisinden oluşan çalışmada, işletmelerin finansal risklerini, piyasa değeri ile birlikte inceleyen bu çalışmada panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Firmaların değeri piyasa değeri kullanılarak belirlenen çalışmada, finansal riskler olarak ise kredi riski, kur riski, likidite riski ve sermaye riski kullanılmıştır. Çalışmada tanımlayıcı istatistikler, korelasyon analizi, değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı, panel birim kök testleri, Pedroni, Kao, Johansen-Fisher eş bütünleşme testleri ve sabit etkili panel veri modeli kullanılmıştır. Değişkenler arasında yüksek düzeyde sayılacak bir korelasyon ortaya çıkmamıştır. Modelde değişen varyans ve otokorelasyona ilişkin bir problem ortaya çıkmamıştır. Homojenite ve yatay kesit bağımlılığına ilişkin test sonuçlarına göre; parametreler homojen bulunurken, kesitler arasında bağımlılık ortaya çıkmıştır. Diagnostik testler sonucu ortaya çıkan sapmalarda, White düzeltmesi kullanılarak tahminler yapılmıştır.

Çalışmada elde edilen bulgular; risklerin BİST ticaret endeksinde yer alan işletmelerin piyasa değerine olan etkisini ortaya koymasının yanında, bu etkiyi uzun vadeli olarak da incelemektedir. Ek olarak çalışmada panel eş

bütünleşme testleri finansal risklerle piyasa değeri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuç Çam (2014), Anton (2018), Topaloğlu (2018), Şit, Çavuşoğlu ve Ekşi (2020) çalışmalarıyla örtüşmektedir.

Analizler sonucu çalışmadan elde edilen en önemli bulgu, kur riskinin % 5 ve sermaye riskinin % 10 anlamlılık seviyesinde firmaların piyasa değerleri ile arasında anlamlı ilişkilerin ortaya çıkmasıdır. Kur riski piyasa değeri üzerinde pozitif yönde etki oluştururken, sermaye riski firma değeri üzerinde negatif yönde bir etki oluşturmuştur.

Kur riskinde oluşacak bir birimlik değışim firmanın piyasa değerinde %16'lık bir artışa yol açmaktadır. Kur riskinin firma piyasa değeri üzerindeki etkisinin pozitif yönde olması, firmaların pozitif yabancı para pozisyonunun sahip olmasından kaynaklanabilmekte, bu sayede piyasa değeri de olumlu etkilenebilmektedir. Fazla yabancı para bulunduran firmalar, kurların volatilitésinin (oynaklık) yüksek olduğu durumlarda bu oynaklıktan olumlu yönde etkilenebilecektir. Kur riskine yönelik yabancı para pozisyonu ile ilgili olarak ortaya çıkan bu sonuç Barakalı ve Elmas'ın (2022) çalışma sonuçları ile örtüşmektedir.

Çalışmada yapılan analiz sonuçlarına göre, sermaye riskindeki bir birimlik değışim piyasa değerinde %2,09'luk bir azalmaya yol açabilmektedir. Sermaye riskine yönelik ortaya çıkan bu bulgu Topaloğlu (2018) çalışmasının sonuçları ile uyumlu olduğu gözlemlenmiştir.

Kredi riski ve likidite riskinin ise firmaların piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Finansal risklerle ilgili olarak ortaya çıkan bu bulguların ekonomik yansımaları üzerinden alınması gereken tedbirler sıralandığında;

- Kredi risklerinin yönetiminde işletmelerin faaliyetlerinin arttırılarak risklerin dağıtılması sağlanabilir.
- Kur riskine yönelik işletmenin faaliyet gösterdiği alana göre türev ürünler kullanılarak bu riskleri ortadan kaldırma yoluna gidilebilir.
- Likidite riskine yönelik kısa vadeli araçların nakde dönüştürülerek likit varlıkların tutulması, kredi elde etmeye yönelik girişimlere yönelmesi ve işletmelerde nakit akım stratejilerinin hayata geçirilmesi işletmelerde ortaya çıkabilme ihtimali olan likidite riskine yönelik tedbirler uygulanabilir. Ayrıca likidite riskinin yönetilmesinde, yatırımcılar açısından portföy çeşitlendirilmesi yapılarak bu risk elimine edilebilir.
- Sermaye riski açısından elde edilen sonuca bakılarak firma paydaşları ve yatırımcılar bu riske göre uygun politikaların oluşturulmasını sağlayabilecektir. Sermaye riskinin firma piyasa değeri üzerindeki negatif yönde etkisi kararların bu yönde değerlendirilmesini gerektirmektedir. Bu riskin yarattığı etki firmaların kullandıkları yabancı kaynakların miktarına ve kaynakların oluşturacağı maliyetlere önem göstermelerini gerektiğini ortaya koymaktadır. Çünkü elde edilen yurt içi ya da yurt dışı kaynakların maliyetlerinin artması nedeniyle yaratacağı dezavantajlar işletmelerin iflas durumları yaşamasında önemli bir etken olabilmektedir.

Finansal riskler ve piyasa değerinin belirlenmesinde, yatırımcıların işletme hakkında değerlendirme yapabilmeleri için bilanço ve gelir tablolarındaki muhasebe verileri kullanılmaktadır. Çünkü finansal riskler arttıkça, halka açık firmaların hisselerine sahip olan hissedarların getirileri doğrudan azalabilmektedir. Finansal risklerin, özellikle pozitif ve negatif yönde etkileri finansal piyasada hissedarlar ve yatırımcılar için önemli bilgiler ve sinyaller içermektedir. Dolayısıyla doğrudan hisse senedi fiyatlarına yansıtıldığından, hissedarların değerini maksimize etmede önemli bir role sahiptir. Bu yüzden yatırımların tahsis edilmesinde firma değerinin belirlenmesi önemli hale gelmektedir. Küresel etkiler ve finansal işlemlerin çeşitliliğini artması işletmelerin rekabet avantajı elde edebilmeleri bakımında işletmenin piyasa değerinin maksimize etmeye önem göstermeleri bir gereklilik haline gelmiştir. Farklı ülkelerde yer alan işletmeler içinde buldukları ekonomik sistemde ortaya çıkan risklerin türlerini iyi analiz etmeli ve bu yönde gerekli tedbirleri almaları elzemdir.

Türkiye'de finansal yapı üzerinde etkileri olan finansal risklerin yarattığı belirsizliklerin ortadan kaldırılması güçlü bir finansal yapı ile gerçekleştirilebilir. Finansal yapının güçlü olması işlem maliyetlerini azaltmak suretiyle oluşacak ekonomik dalgalanmalar önenebilecek ve bu sayede uygun yatırım ortamının da oluşturulması sağlanılabilecektir. Araştırmanın konusu kapsamında yapılan analizde bağımsız değışkenler finansal riskler kategorisinden tercih edilirken, bağımlı değışken ise işletmelerin piyasa değeri tercih edilmiştir. Bundan sonraki çalışmalarda farklı finansal risk kategorilerinin kullanılarak işletmelerin kârlılık ve piyasa değeri üzerindeki etkisinin analiz edilmesi önerilebilir.

Kaynakça

Anton, Sorin Gabriel (2018). The Impact Of Enterprise Risk Management On Firm Value: Empirical Evidence From Romanian Non-Financial Firms. *Engineering Economics*, 29(2), 151-157.

Baltagi, Badi Hani (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley, New York.

- Barakalı, Osman Can., & Elmas, Bekir. (2022). Kur Riskinin Piyasa Değerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Analiz. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 27(2), 277-289.
- Bayrakdaroğlu, Ali & Ünlü, Ulaş. (2009), "Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB Ve NYSE'nin Karşılaştırılmalı Analizi", *Süleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences*, 14(1), 287-312.
- Bielecki, T. R., & Rutkowski, M. (2004). *Credit risk: modeling, valuation and hedging*. Springer Science & Business Media.
- Çam, Alper Veli. (2014). Politik Riskin Firma Değeri İle İlişkisi: İmkb'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 15(1), 109-122.
- Doğanay, M. (2016). Döviz Kuru Riski Yönetimi: Türkiye Tütün Endüstrisi Örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 8(1), 518-537.
- Greene, Wiliam (1993), *Econometric Analysis*, *McMillan*, New York.
- Hsiao, Cheng. (2003), *Analysis of Panel Data*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Huang, Chunhucy & Wang, Mao Chang (2008). The Effects of Economic Value Added and İntellectual Capital on The Market Value Of Firms: An Empirical Study. *International Journal Of Management*, 25(4), 722-731.
- Johnston, Jack & Dinardo, John (1997), *Econometric Methods*, ed. New York: McGraw-HiU.
- Moles, P. (1998). *Financial Risk Management. Sources Of Financial Risk And Risk Assessment*. Edinburgh: Heriot-Watt University.
- Özcan, Muhammet (2021). Finansal Risklerin Firma Değerine Etkisi: BiST Sinai Endeksi Üzerine Bir Uygulama. Ed. Yüksel Akay Unvan *Bankacılık ve Finans Çalışmaları*, 58.
- Öztürk, Mutlu Bařaran, Çelik, Mehmet Sinan Çelik & Dařtan, Derya. (2022). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul Gıda, İçecek Ve Tütün Sektöründe Bir Uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 15(2), 419-429.
- Paminto, Unting & Haryono Ardi. (2015). Corporate Governance and Firm Value: The Mediating Effect Of Financial Performance And Firm Risk. *Corporate Governance*, 7(35), 18-24.
- Panigrahi, S., Zainuddin, Y., & Azizan, A. (2014). Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value: A Perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 280-289. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i4/1345>.
- Rodríguez, C. E. L., De la Hoz Solano, V. M., & Rozo, C. A. B. (2022). Financial risks in the operation of special service transportation in the hotel sector in Bogota, Colombia. *ID EST-Revista Investigación, Desarrollo, Educación, Servicio y Trabajo*, 2(1).
- Roy, K., & Bandopadhyay, K. (2022). Financial risk and firm value: is there any trade-off in the Indian context?. *Rajagiri Management Journal*, 16(3), 226-238.
- şenbayram, Emel Aba. Finansal Risklerin BİST 30 Endeksinde Yer Alan Firmaların Firma Değerleri Üzerindeki Etkisinin Araştırılması (2010-2020). *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 14(27), 381-395.
- şenol, Zekâi., Öncöl, Meryem, & Alicı, Muhammed Said (2019). Banka Finansal Risklerinin Banka Kârlılığına Etkisi. *Journal Of International Management Educational And Economics Perspectives*, 7(2), 101-109.
- şit, Ahmet, Çavuşoğlu, Abdülvahid., & Ekşi, İbrahim Halil. (2020). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Seçilmiş Bankalar Üzerine Uygulama, *Bursa Uludaę Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 39(1), 1-19.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Topaloęlu, Emre Esat. (2018). Finansal Riskler İle Firma Değeri Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi: Borsa İstanbul Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 5(2), 287-301.
- Yücel, A. Töluy., Mandacı, Pınar Evrim, & Kurt, Gültözar (2007). İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (36), 1-8.